

## **Proposta di direttiva e proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio per la revisione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID) COM (2011) 652 def. e COM (2011) 656 def.**

La direttiva MiFID (Markets in Financial Instruments Directive, in vigore dal 2007) rappresenta uno dei pilastri dell'integrazione dei mercati finanziari nell'Unione europea. Negli ultimi anni ha disciplinato il quadro normativo per la fornitura di servizi di investimento da parte di istituti di credito ed imprese di investimento, nonché il funzionamento dei mercati regolamentati. Inoltre, ha definito poteri e compiti delle autorità nazionali competenti.

Di quel testo, la Commissione europea propone ora la parziale rifusione nella proposta di direttiva [COM\(2011\) 656 def.](#) e la parziale sostituzione con la proposta di regolamento [COM\(2011\) 652 def.](#). Tali documenti devono essere letti in combinato disposto, in quanto insieme costituiranno *"il quadro giuridico che disciplina i requisiti applicabili alle imprese di investimento, ai mercati regolamentati, ai prestatori di servizi di comunicazione dei dati e alle imprese di paesi terzi che prestano servizi di investimento o esercitano attività di investimento nell'Unione"* (punto n. 7 delle premesse, COM(2011) 656 def.). Ne sono conferma i continui, reciproci rimandi nel testo (si vedano ad esempio, per le definizioni, l'art. 4, par. 1, della proposta di direttiva COM(2011) 656 def. e l'art. 2, par. 2, della proposta di regolamento COM(2011) 652 def. nonché la norma (art. 46, COM(2011) 652 def.) che pone le basi per l'applicabilità simultanea di alcune norme dei due testi.

### **1) Oggetto delle proposte**

Obiettivo affermato è accrescere l'efficienza, la resistenza e la trasparenza dei mercati, nonché rafforzare la tutela degli investitori, conferendo maggiori poteri di vigilanza alle autorità di regolamentazione e definendo regole di funzionamento chiare per tutte le attività di negoziazione.

### **2) Consultazioni**

I testi in esame sono stati predisposti a seguito di:

- a) una consultazione pubblica, svoltasi tra l'8 dicembre 2010 ed il 2 febbraio 2011<sup>1</sup>;
- b) un'audizione pubblica, che ha avuto luogo il 20 e 21 settembre 2011;
- c) una lunga serie di riunioni con le parti in causa, iniziate sin dal dicembre 2009. Un ruolo rilevante ha svolto, con le proprie osservazioni ed analisi, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM).

---

<sup>1</sup>I testi autorizzati alla divulgazione sono disponibili in lingua inglese sul sito della Commissione europea ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/mifid_en.htm)). Tra i contributi italiani si segnalano quelli di ABI, Assoreti, Assosim, Intesa San Paolo, UniCredit, Associazione Nazionale Promotori Finanziari (Anasf), Assogestioni, Ente nazionale italiano di unificazione (UNI).

### 3) Base giuridica

In considerazione dei diversi aspetti da essi disciplinati, la Commissione europea propone basi giuridiche diverse per i due atti:

- 1) per la direttiva (COM(2011) 656 def.), che regola prevalentemente l'accesso alle attività economiche delle imprese, l'art. 53, par. 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Tale norma recita: "*Al fine di agevolare l'accesso alle attività autonome e l'esercizio di queste, il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria, stabiliscono direttive intese al (...) coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri relative all'accesso alle attività autonome e all'esercizio di queste*";
- 2) per il regolamento (COM(2011) 652 def.), che invece è finalizzato a disciplinare il funzionamento del mercato interno, l'art. 114, par. 1, del TFUE. Questo prevede che: "il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno".

### 4) Principi di sussidiarietà e proporzionalità

La Commissione europea argomenta il rispetto del *principio di sussidiarietà*:

- 1) in termini di necessità dell'intervento dell'Unione in virtù della natura transazionale dei mercati, a fronte della quale un intervento nazionale isolato per definire le condizioni alle quali devono soggiacere imprese e operatori condurrebbe alla frammentazione dei mercati, con conseguente arbitraggio normativo e distorsione della concorrenza;
- 2) con riferimento al valore aggiunto per l'Unione in quanto il riesame della direttiva MiFiD contribuirà auspicabilmente a definire un sistema finanziario più sicuro, sano, trasparente e responsabile, nonché un mercato UE più integrato, efficiente e competitivo.

Per quanto concerne il principio di *proporzionalità*, le proposte sono frutto di un "giusto equilibrio" tra l'interesse pubblico (protezione degli investitori, efficienza dei mercati) ed il rapporto costi-efficienza.

### 5) Atti delegati

Nelle relazioni introduttive di entrambi i documenti la Commissione europea ricorda la dichiarazione da essa stessa messa agli atti in merito agli articoli 290 e 291 del TFUE al momento dell'adozione dei regolamenti istitutivi delle Autorità europee di vigilanza<sup>2</sup>. In quell'occasione la Commissione aveva fatto verbalizzare quanto segue: "*Per quanto riguarda la procedura per l'adozione di norme di regolamentazione la Commissione sottolinea l'originalità del settore dei servizi finanziari, derivante dalla struttura Lamfalussy, che è stata riconosciuta esplicitamente nella Dichiarazione 39 allegata al TFUE. La Commissione ha tuttavia seri dubbi sul fatto che le restrizioni al suo ruolo in materia di adozione di atti delegati e misure di esecuzione siano in linea con gli articoli 290 e 291 del TFUE*".

Prima dell'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, infatti, la prassi costante prevedeva che la Commissione desse attuazione alla normativa finanziaria secondo la cosiddetta "struttura Lamfalussy": la Commissione medesima era protagonista dapprima nel proporre norme legislative primarie (da sottoporre per l'approvazione al Parlamento europeo ed al Consiglio) ed in seguito nel

---

<sup>2</sup> Regolamenti (UE) nn. 1093/2010, che istituisce l'Autorità bancaria europea; 1094/2010, che istituisce l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali; 1095/2010, che istituisce l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

redigere ed adottare la normativa secondaria, sulla base di deleghe specifiche. In questa fase si avvaleva dell'ausilio di comitati di esperti nominati dagli Stati membri.

In sede di negoziazione del trattato di Lisbona l'auspicio della Commissione di continuare ad utilizzare tale schema - al di fuori della bipartizione in atti delegati *ex art. 290* del TFUE ed atti di esecuzione *ex art. 291* - era stato formalizzato nella dichiarazione n. 39 allegata al TFUE ("*La Conferenza prende atto dell'intenzione della Commissione di continuare a consultare gli esperti nominati dagli Stati membri nell'elaborazione di progetti di atti delegati nel settore dei servizi finanziari, secondo la sua prassi costante*").

Invece, i regolamenti istitutivi delle Autorità europee di vigilanza hanno creato due nuove categorie di atti secondari, della cui redazione è stata investita non la Commissione, nonostante essa rimanga la destinataria formale della delega e quindi delle eventuali obiezioni o revoche ad opera del Parlamento europeo e del Consiglio (cfr. artt. 11-14 dei regolamenti istitutivi) ma le singole autorità. La Commissione dovrà fornire l'approvazione finale ma potendone modificare il contenuto solo previo coordinamento con il proponente, mantenendo un potere sostitutivo solo in caso di sua inazione. Gli atti in questione sono:

- 1) norme tecniche di regolamentazione: atti delegati, adottati *ex art. 290* del TFUE "*al fine di garantire un'armonizzazione coerente nei settori*" di competenza (artt. 10, par. 1, dei regolamenti istitutivi). Hanno "*carattere tecnico, non implicano decisioni strategiche o scelte politiche e il loro contenuto è limitato dagli atti legislativi su cui si basano*" (artt. 10, par. 1, c. 2);
- 2) norme tecniche di attuazione, atti di esecuzione *ex art. 291* del TFUE, aventi carattere tecnico, il cui scopo è "*determinare le condizioni di applicazione*" degli atti legislativi di riferimento. A loro volta non implicano decisioni strategiche e scelte politiche.

Alla luce di quanto sopra esposto, le proposte da parte della Commissione europea di ricorrere a norme tecniche di regolamentazione o a norme tecniche di attuazione - peraltro numerosissime nei testi in esame - devono essere interpretate alla luce dei sopra citati "seri dubbi sul fatto che le restrizioni al (...) ruolo in materia di adozione di atti delegati e misure di esecuzione siano in linea con gli articoli 290 e 291 del TFUE".

## 6) Sedi di negoziazione

Prima di analizzare nel dettaglio le due proposte in oggetto, si ritiene opportuno richiamare la distinzione tra:

- 1) mercati regolamentati, ovvero le borse tradizionali o, nella definizione del dall'art. 2, par. 1, n. 5, del COM(2011) 652 def., ogni "*sistema multilaterale, amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alle disposizioni del titolo III della*" proposta di direttiva COM(2011) 656 def.<sup>3</sup>;

---

<sup>3</sup> La lista dei mercati regolamentati italiani autorizzati è disponibile sul sito Internet della Consob all'indirizzo: [http://www.consob.it/main/mercati/regolamentati/mercati\\_italiani.html](http://www.consob.it/main/mercati/regolamentati/mercati_italiani.html). Sul medesimo sito è pubblicata anche la lista dei mercati comunitari, nonché di quelli riconosciuti in virtù di accordi con comunità estere.

Si ricorda, inoltre, che l'art. 1, c. 1), lett. *w-ter*), del decreto legislativo n. 58 del 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria) definisce il mercato regolamentato come un "*sistema multilaterale che consente o facilita 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 finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti, e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente*".

- 2) sistemi multilaterali di negoziazione (noti con l'acronimo inglese MTF, multilateral trading facilities), ovvero sistemi di negoziazione di tipo multilaterale alternativi ai mercati regolamentati, il cui esercizio è riservato ad imprese di investimento, banche e gestori dei mercati regolamentati. L'art. 2, par. 1, n. 6, del COM(2011) 652 def. li definisce come un "*sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato 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 finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alle disposizioni del titolo II della*" proposta di direttiva COM(2011) 656 def.<sup>4</sup>;
- 3) sistemi organizzati di negoziazione (o, nell'acronimo inglese, OTF): categoria introdotta con le proposte in oggetto al fine di regolamentare realtà sorte, di fatto, negli ultimi anni, che eseguono attività del tutto simili a quelle degli MTF e degli internalizzatori sistematici, senza però essere soggette agli stessi requisiti regolamentari (trasparenza e protezione degli investitori). Si tratta, secondo la definizione fornita dall'art. 2, par. 1, n. 7 del COM(2011) 652 def., di qualsiasi sistema diverso dai due precedenti "*gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alle disposizioni del titolo II della*" proposta di direttiva COM(2011) 656 def.. Differentemente dalle due sedi precedenti il gestore di un OTF, ferma restando la propria neutralità, gode di discrezionalità nella modalità di esecuzione di un'operazione;
- 4) l'impegno di capitale proprio per l'esecuzione degli ordini dei clienti è caratteristica specifica dell'internalizzatore sistematico, definito come "*un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione*" (art. 2, par. 1, n. 3 del COM(2011) 652 def.)<sup>5</sup>.

Le definizioni di cui sopra sono state inserite nella proposta di regolamento in maniera tale da assicurare, mediante l'applicabilità immediata di tale strumento giuridico, omogeneità nell'intera Unione europea.

## 7) Valutazione d'impatto

I testi in esame sono accompagnati da due documenti, che ne costituiscono la valutazione d'impatto:

- 1) SEC(2011) 1226 def., in lingua inglese;
- 2) [SEC\(2011\) 1227 def.](#), sintesi in italiano del precedente.

<sup>4</sup> La Consob ha pubblicato sul proprio sito ([http://www.consob.it/main/mercati/sistemi/aut\\_consob.html](http://www.consob.it/main/mercati/sistemi/aut_consob.html)) la lista degli MTF riconosciuti in Italia, nonché di quelli comunitari.

Anche per questi l'art. 1, c. 5-*octies*, del decreto legislativo n. 58 del 1998 reca una definizione. "*Per «gestione di sistemi multilaterali di negoziazione» si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti*".

<sup>5</sup> Le liste degli internalizzatori sistematici, su azioni e su prodotti diversi da azioni (in Italia), e quella degli internalizzatori sistematici su azioni nell'Unione europea, sono pubblicate sul sito della Consob: <http://www.consob.it/main/mercati/internalizzatori/index.html>.

Secondo l'art. 1, c. 5-*ter*, del decreto legislativo n. 58 del 1998 l'internalizzatore sistematico è un "*soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione*".

## **I) Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (rifusione<sup>6</sup>) [\(COM\(2011\) 656 def.\)](#)**

Il documento in oggetto costituisce una rifusione: riunisce in un unico testo la direttiva 2004/39/CE, quale risultante dalle modifiche intervenute nel corso degli anni, e le proposte attuali, rese necessarie - oltre che dall'evoluzione delle tecniche e delle sedi di negoziazione - anche a seguito dell'esperienza della crisi finanziaria, che "ha esposto carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati" (punto 4 delle Premesse).

Si riassumono di seguito i principali elementi di novità proposti.

### **1) Imprese di investimento, MTF ed OTF**

Rispetto alla formulazione originaria della MiFID, già l'ambito di applicazione (art. 1) viene ampliato al fine di assicurare un approccio normativo uniforme ai prodotti e servizi finanziari simili tra loro e che sollevino le medesime esigenze di protezione degli investitori. Sono così stati riformulati i casi di esenzione (artt. 2, 3).

Si propone di ampliare la definizione di "servizi, attività e strumenti finanziari per annoverarvi (art. 4 e All. I):

- 1) la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti e la gestione di sistemi organizzati di negoziazione (punti 9 e 10, sezione A, Allegato I);
- 2) le quote di emissioni (punto 11, sez. C, Allegato I);
- 3) un elenco di servizi di comunicazione dati, ovvero la gestione di: un sistema di pubblicazione autorizzato, un sistema di pubblicazione consolidato; un meccanismo di segnalazione autorizzato (nuova sez. D, Allegato I).

Si segnala che l'Allegato II, nell'identificare la nozione di "cliente professionale", introduce la possibilità, per gli Stati membri, di adottare criteri specifici per valutare le conoscenze e le competenze "*di comuni e autorità pubbliche locali che chiedano di essere trattati come clienti professionali*".

L'*iter* di autorizzazione originariamente previsto per gli MTF è esteso agli OTF (artt. 5 e segg), così come anche il processo di negoziazione e finalizzazione delle operazioni (art. 18) ed il controllo all'ottemperanza alle regole del sistema (art. 31).

Una disciplina diversa per le due sedi di negoziazione è invece stabilita per il caso di sospensione e ritiro di strumenti dalla negoziazione (si vedano gli artt. 32 e 33), fermo restando l'obbligo specifico di collaborazione e scambio di informazioni *ex art.* 34. Gli art. 19 e 20 elencano alcuni requisiti specifici, rispettivamente, per gli MTF e gli OTF.

Norme puntuali vengono proposte in materia di organo di gestione delle imprese di investimento, di cui l'art. 9 regola le caratteristiche personali, oltre che professionali.

Il nuovo art. 17 disciplina la negoziazione algoritmica (per la cui definizione si veda l'art. 4, par. 30) in maniera tale da controllarne i rischi, cosicché non possa dar luogo ad un mercato disordinato o contribuirvi.

Nel Capo II ("Condizioni di esercizio applicabili alle imprese di investimento") viene accentuata la protezione degli investitori, con la specificazione di maggiori informazioni nei casi di

---

<sup>6</sup> Nella prassi dell'Unione europea la "rifusione" dei testi legislativi implica l'adozione, in occasione di nuove modifiche apportate ad un atto di base, di un atto giuridico nuovo che, integrando queste modifiche, abroga l'atto di base. Contrariamente alla codificazione, la rifusione presuppone modifiche di carattere sostanziale, consentendo al tempo stesso di avere una visione d'insieme in ordine ad un determinato settore legislativo.

"consulenza fornita su base indipendente" (art. 24) e numerose norme che accentuano la trasparenza nell'operato delle imprese (si vedano, ad esempio, le aggiunte proposte all'art. 27).

I soli sistemi multilaterali di negoziazione possono inoltre, su richiesta, essere registrati come "mercati di crescita per le PMI" (art. 35) qualora la maggioranza degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione sul mercato siano piccole e medie imprese. I mercati di crescita per le PMI hanno il compito di facilitare l'accesso al capitale ed agevolare l'ulteriore sviluppo di mercati specializzati volti a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti. La Commissione europea auspica, così, di "*aumentarne la visibilità e il profilo e contribuire all'elaborazione di norme regolamentari paneuropee comuni per tali mercati*" (punto n. 89 delle Premesse).

Il capo III (artt. 36-40) regola la possibilità, per imprese di investimento autorizzate in un paese membro, di svolgere la propria attività in altri paesi dell'Unione, tramite agenti collegati o succursali (artt. 36 e 37). Il capo IV (artt. 41-46) pone la normativa di riferimento per le imprese di paesi terzi che intendano "*prestare servizi o attività di investimento insieme a servizi accessori nel loro territorio mediante una succursale*", basato su un regime di equivalenza delle giurisdizioni dei paesi terzi.

## **2) Mercati regolamentati**

L'art. 48 riformula gli obblighi inerenti alla gestione dei mercati regolamentati, con particolare riferimento alle qualità di "tutti i membri dell'organo di gestione di qualunque gestore del mercato", assicurando al contempo trasparenza sulla sua composizione e sul suo operato.

L'art. 51 disciplina la resistenza del sistema, assicurando la predisposizione di modalità di intervento sul sistema (ad esempio, sospendendolo o rallentandone il flusso) a fronte di eventi anomali, tali da metterne a rischio la stabilità.

Si propone anche uno stretto passaggio di informazioni tra mercati regolamentati, MTF ed OTF, anche tramite l'AESFEM, in relazione a:

- sospensione e ritiro di strumenti della negoziazione (art. 53);
- condizioni di negoziazione anormali, possibili comportamenti abusivi e disfunzioni dei sistemi (art. 54).

## **3) Norme specifiche relative ai contratti derivati su merci**

Una disciplina specifica viene riservata ai derivati su merci al fine di stabilire limiti adeguati, o idonee misure alternative, per sostenere la liquidità, prevenire l'abuso di mercato ed assicurare un processo ordinato di formazione del prezzo e di condizioni di regolamento. Indipendentemente dalla sede - mercati regolamentati, MTF o OTF - in cui ha luogo la negoziazione, gli Stati membri devono, in particolare, assicurarsi che:

- vengano applicati limiti al numero dei contratti che possono essere conclusi in un lasso di tempo specificato (art. 59);
- abbiano luogo monitoraggio e trasparenza adeguati, con la pubblicazione di una relazione settimanale indicante le posizioni aggregate detenute dalle differenti categorie di operatori per i diversi strumenti finanziari e, su richiesta, fornendo all'autorità competente una ripartizione completa delle posizioni di alcuni o tutti i membri o partecipanti al mercato (art. 60). Queste norme sono applicate anche alla negoziazione di quote di emissione o strumenti derivati sulle stesse.

#### 4) Servizi di comunicazione dati

Il titolo V (artt. 61-68) è dedicato ai servizi di comunicazione dati, il cui è operato deve essere soggetto a previa autorizzazione (disciplinata dagli artt. 61-64), nonché ad iscrizione su un pubblico registro (art. 61). L'art. 65 indica i requisiti, professionali oltre che personali, dell'organo di gestione.

Norme specifiche sono dedicate ai meccanismi di pubblicazione autorizzati (APA, art. 66), ai fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione (CTP, art. 67) ed ai meccanismi di notifica autorizzati (ARM, art. 68).

#### 5) Autorità competenti

I poteri delle autorità nazionali, individuate ad opera degli Stati membri per l'adempimento delle funzioni previste sia dal documento in oggetto che dalla proposta di regolamento COM(2011) 652, sono ampliati per comprendervi:

- 1) un'accresciuta possibilità di raccogliere informazioni e documentazione pertinente (art. 71);
- 2) un potere di intervento correttivo, disciplinato dall'art. 72;
- 3) l'adozione di sanzioni amministrative a carico di membri dell'organo di gestione delle imprese di investimento e dei gestori del mercato *"oltre che di tutte le altre persone fisiche o giuridiche che, ai sensi della legislazione nazionale, sono responsabili della violazione"* (art. 73, par. 2), inviando annualmente informazioni aggregate in merito all'AESFEM (art. 78). In proposito, il punto n. 96 delle "Premesse" specifica la necessità *"che le Autorità competenti siano autorizzate a irrogare sanzioni pecuniarie sufficientemente elevate da annullare i benefici attesi e da essere dissuasive anche per gli istituti di maggiori dimensioni e per i loro dirigenti"*. Non sono pregiudicate disposizioni di legge degli Stati membri in materia di sanzioni penali (punto n. 101 delle Premesse);
- 4) la pubblicazione delle sanzioni comminate per violazione della proposta di regolamento di cui al COM(2011) 652 (art. 74);
- 5) l'applicazione di sanzioni e misure amministrative nei casi elencati nell'art. 75, tenendo conto delle circostanze di cui all'art. 76;

L'art. 80 pone l'obbligo (non più la mera facoltà) di istituzione di procedure di reclamo e ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie relative alla prestazione di servizi di investimento e di servizi accessori da parte delle imprese di investimento. Viene posto, anzi, l'obbligo per tutte le imprese di investimento di aderire ad uno di tali organi<sup>7</sup>.

#### 6) Atti delegati

Il testo in esame presenta una quantità di deleghe, numerose e complesse. Si concretizzeranno, infatti, nell'adozione di atti differenti da parte di soggetti anch'essi non omogenei:

- 1) deleghe alla Commissione europea perché essa adotti *atti delegati* ex art. 290 del TFUE, alle condizioni di cui all'art. 94 del testo in esame. A titolo meramente esemplificativo se ne riportano le principali:

---

<sup>7</sup> La Commissione europea ha presentato, in data 29 novembre 2011, due atti di iniziativa legislativa: la proposta di direttiva sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori (direttiva sull'ADR per i consumatori, COM(2011) 793) e la Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alla risoluzione delle controversie *on-line* dei consumatori (regolamento sull'ODR per i consumatori) (COM(2011) 794).

Si ricordano, inoltre, il decreto legislativo n. 179 del 2007, recante: "Istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori in attuazione dell'articolo 27, commi 1 e 2, della L. 28 dicembre 2005, n. 262", e l'art. 128-bis del decreto legislativo n. 385/1993, ai sensi del quale le banche e gli intermediari finanziari *"aderiscono a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela"*.

- le esenzioni, al fine di chiarire se un'attività debba essere considerata come accessoria rispetto a quella principale del gruppo, ai fini dell'eventuale esenzione dalla normativa proposta (art. 2, par. 3);
  - la specificazione di alcuni elementi tecnici delle definizioni di cui al par. 1 dell'art. 4 per adeguarle agli sviluppi del mercato (art. 4, par. 3);
  - la garanzia che le imprese di investimento rispettino i principi posti dall'art. 25 a tutela dei clienti (art. 25, par. 6);
  - l'eventuale estensione del periodo transitorio in cui le imprese di paesi terzi in attività possono continuare a fornire servizi, o esercitare attività negli Stati membri, in conformità ai regimi nazionali (art. 99, par. 2).
- Le condizioni generali a cui è sottoposta la delega sono elencate all'art. 94: la Commissione europea (secondo uno schema ormai consolidato) propone di conferire a se stessa una delega a tempo indeterminato (art. 94, par. 2), salvo revoca (art. 94, par. 3) o opposizione (art. 94, par. 5) del Parlamento europeo o del Consiglio;
- 2) conferimento alla Commissione europea del potere di adottare *atti di esecuzione* ex art. 291 del TFUE (art. 95). La Commissione è assistita dal Comitato europeo dei valori mobiliari in sede di "procedura di esame" (art. 5, regolamento (UE) n. 182/2011), che prevede l'adozione del parere a maggioranza qualificata. Nel settore dei servizi finanziari l'approvazione è subordinata a parere positivo del Comitato medesimo (art. 5, par. 4, c. 2 del regolamento (UE) n. 182/2011). Tra le misure adottabili si ricordano quelle relative a:
- la decisione della Commissione, ai fini dello stabilimento di succursali di imprese di paesi terzi, relativa all'equivalenza delle disposizioni ivi vigenti alla disciplina dell'Unione (art. 41, par. 3);
  - la richiesta di trasmettere all'AESFEM relazioni settimanali che indichino le posizioni aggregate detenute dalle differenti categorie di operatori per i differenti strumenti finanziari relativi a derivati su merci o quote di emissione o strumenti derivati sulle stesse (art. 60, par. 5, c. 2).
- L'art. 95, c. 2, fa riferimento all'art. 8 del regolamento (UE) n. 182/2011, che legittima l'adozione di atti di esecuzione immediatamente applicabili "*per imperativi motivi di urgenza debitamente giustificati*";
- 3) un numero altrettanto significativo di deleghe di cui la Commissione è investita solo formalmente, in quanto nella sostanza sarà l'AESFEM a determinare il contenuto delle:
- *norme tecniche di regolamentazione*, relative tra l'altro a:
    - le informazioni da fornire in sede di autorizzazione alle attività delle imprese di investimento (art. 7, par. 4) entro il 31 dicembre 2016;
    - le caratteristiche dei membri dell'organo di gestione delle imprese di investimento (art. 9, par. 4) entro il 31 dicembre 2014;
    - il contenuto specifico, il formato e la periodicità dei dati che le imprese devono pubblicare ai sensi dell'art. 27 (obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente);
  - *norme tecniche di attuazione*, relative tra l'altro a:
    - formati *standard*, modelli e procedure relativi alle informazioni da fornire in sede di autorizzazione alle attività delle imprese di investimento (art. 7, par. 5);
    - formati *standard*, modelli e procedure per le modalità di consultazione tra autorità competenti relative all'*iter* di progetti di acquisizione (art. 12, par. 8, c. 4);
- 4) rinvii all'AESFEM per l'adozione e l'aggiornamento regolare di atti di varia natura, quali:
- orientamenti per la valutazione e la vigilanza delle pratiche di vendita abbinata (art. 24, par. 7, c. 2);
  - un elenco di tutti i fornitori di servizi di comunicazione dati dell'Unione (art. 61, par. 3, c. 2).

## **7) Revisione ed attuazione**

L'art. 97 non specifica la data entro la quale gli Stati membri dovranno adottare e pubblicare "*le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi*" alla proposta di direttiva in oggetto.

Entro due anni da quest'ultima data, comunque, l'art. 96 pone in capo alla Commissione, sentita l'AESFEM, il compito di presentare a Consiglio e Parlamento europeo una relazione relativa ad alcuni elementi di novità (funzionamento dei sistemi organizzati di negoziazione; funzionamento del regime relativo ai mercati di crescita per le PMI; impatto dei requisiti relativi alle negoziazioni ad alta frequenza e alla negoziazione automatica; esperienza con il meccanismo utilizzato per vietare determinati prodotti o pratiche; impatto dell'applicazione dei limiti o dispositivi alternativi sulla liquidità, gli abusi di mercato e le corrette condizioni di fissazione del prezzo e di regolamento sui mercati dei derivati su merci; funzionamento del sistema consolidato di pubblicazione).

## **II) Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (EMIR) sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni ([COM\(2011\) 652 def.](#))**

La proposta di regolamento mira a garantire che tutte le negoziazioni organizzate siano condotte in sedi regolamentate e che siano interamente trasparenti, nelle fasi pre- e post-negoziazione (punto n. 9 delle Premesse), per contribuire alla valutazione dei prodotti e la formazione efficiente dei prezzi. Al fine di garantire condizioni uniformi, si propone di applicare i medesimi requisiti di trasparenza alle diverse tipologie di sedi di negoziazione, calibrati in base alle diverse tipologie di strumenti e di negoziazione.

### **1) Norme sulla trasparenza**

Viene prescritto ai mercati regolamentati, alle imprese di investimento ed ai gestori di mercato che gestiscono un MTF o un OTF, di rendere pubblici:

- 1) in fase di pre-negoziazione i seguenti dati, da fornirsi in modo continuo durante il normale orario di contrattazione:
  - i prezzi correnti di acquisto e di vendita e lo spessore degli interessi di negoziazione espressi a tali prezzi, ma anche le indicazioni di interesse alla negoziazione (art. 3, par. 1);
  - i prezzi e lo spessore degli interessi di negoziazione espressi a tali prezzi per gli ordini o le quotazioni pubblicizzati tramite i loro sistemi per le obbligazioni e gli strumenti finanziari strutturati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o per i quali è stato pubblicato un prospetto, nonché per le quote di emissione e gli strumenti derivati ammessi alla negoziazione o negoziati in un MTF o in un OTF (art. 7, par. 1);
- 2) in fase di post-negoziazione i seguenti dati, da fornirsi - per quanto tecnicamente possibile - in tempo reale:
  - il prezzo, il volume e la data delle operazioni eseguite relativamente ad azioni, certificati di deposito, fondi indicizzati quotati, certificati e altri strumenti finanziari analoghi ammessi alla negoziazione o negoziati in un MTF o in un OTF (art. 5, par. 1);
  - il prezzo, il volume e la data delle operazioni eseguite relativamente ad obbligazioni e strumenti finanziari strutturati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o per i quali è stato pubblicato un prospetto, nonché per quote di emissione e strumenti derivati ammessi alla negoziazione o negoziati in un MTF o in OTF (art. 9, par. 1).I casi di pubblicazione differita sono disciplinati negli artt. 6 e 10; gli artt. 4 e 8 regolano invece le esenzioni.

Le informazioni sopra elencate devono essere rese disponibili al pubblico "*fornendo separatamente dati sulla trasparenza pre- e post-negoziazione*" (art. 11, par. 1) ed "*a condizioni commerciali ragionevoli*" (art. 12, par. 1). Dopo 15 minuti dalla pubblicazione dell'operazione, poi, le informazioni devono essere disponibili gratuitamente (art. 12, par. 1).

Dal canto loro, le imprese di investimento che effettuano negoziazioni di strumenti OTC<sup>8</sup>, compresi gli internalizzatori sistematici, devono pubblicare:

- 1) in fase di pre-negoziazione le quotazioni irrevocabili relative a:

---

<sup>8</sup> Con questo acronimo (derivante dall'inglese "over the counter") si indicano tutte le operazioni di compravendita di titoli che non figurano nei listini di borsa, le caratteristiche dei cui contratti non sono standardizzate e la cui quotazione avviene secondo il mero principio dell'incontro tra la domanda e l'offerta soltanto.

- le azioni, i certificati di deposito, i fondi indicizzati quotati, i certificati e gli altri strumenti finanziari analoghi ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o negoziati in un MTF o un OTF per i quali essi sono internalizzatori sistematici e per i quali esiste un mercato liquido (art. 13), in modo regolare e continuo durante il normale orario di contrattazione (art. 14, par. 1). L'art. 14, nello stabilire le modalità di esecuzione degli ordini dei clienti, prescrive che questi abbiano luogo, in genere, "*ai prezzi quotati al momento in cui ricevono l'ordine*", se non "*a un prezzo migliore in casi giustificati*" (par. 2);
- le obbligazioni e gli strumenti finanziari strutturati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o per i quali è stato pubblicato un prospetto, le quote di emissione e gli strumenti derivati assoggettabili a compensazione o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o negoziati in un MTF o un OTF, purché un cliente solleciti la quotazione e l'internalizzatore accetti di pubblicarla. Tali informazioni vengono rese disponibili agli altri clienti in modo oggettivo e non discriminatorio, conformemente alla propria politica commerciale (art. 17).

L'art. 18 disciplina i compiti delle autorità competenti alla sorveglianza e dell'AESFEM;

2) in fase di post-negoziazione il volume e il prezzo delle operazioni, nonché il momento nel quale sono state concluse, tramite un dispositivo di pubblicazione autorizzato, relativi a:

- operazioni in azioni, certificati di deposito, fondi indicizzati quotati, certificati o altri strumenti finanziari analoghi ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o negoziati in un MTF o in un OTF (art. 19, par. 1);
- operazioni su obbligazioni e strumenti finanziari strutturati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o per i quali è stato pubblicato un prospetto, e su quote di emissione e strumenti derivati assoggettabili a compensazione, segnalati a repertori di dati sulle negoziazioni o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, in un MTF o in un OTF (art. 20, par. 1).

Gli obblighi di trasparenza in fase di post negoziazione sono applicabili alle imprese di investimento che concludono operazioni per proprio conto o per conto dei clienti.

In generale, alle autorità competenti, coordinate dall'AESFEM, spetta il compito di sorvegliare le attività delle imprese di investimento "*al fine di assicurarsi che esse operino in modo onesto, equo e professionale e in maniera da rafforzare l'integrità del mercato*" (art. 21). Ai fini di eventuali controlli sia le imprese di investimento che i gestori di un mercato regolamentato, di un MTF o di un OTF sono tenuti a mantenere a disposizione dell'autorità competente, per almeno cinque anni, registri concernenti, rispettivamente, le operazioni concluse su strumenti finanziari, per conto proprio o della clientela, e gli ordini pubblicizzati tramite i propri sistemi (art. 22).

L'art. 23 dettaglia infine l'obbligo, per le imprese di investimento che effettuano operazioni in strumenti finanziari, di comunicarne i dettagli all'autorità competente "*il più rapidamente possibile, e al più tardi entro la chiusura del giorno lavorativo successivo*".

## **2) Strumenti derivati**

Il Titolo V (artt. 24-27) è dedicato a norme sugli strumenti derivati. Prende la forma di integrazioni, rimandi, modifiche ed adattamenti della proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (COM(2010) 484), individuata nel testo in esame con l'acronimo inglese EMIR ("European market infrastructure regulation"). Si tratta di una proposta risalente al 15 settembre 2010, tuttora non approvata. Il testo a cui si riferiscono le proposte di modifica, peraltro, non è l'originale della Commissione europea ma una versione modificata nel corso *dell'iter* di approvazione.

La normativa proposta mira a ricondurre la conclusione di alcune operazioni in strumenti derivati esclusivamente nell'ambito di mercati regolamentati, MTF, OTF o in sedi di negoziazione

di paesi terzi individuate dalla Commissione europea (art. 24). La relativa procedura sarà stabilita dall'AESFEM, incaricata dall'articolo 26 di elaborare specifiche norme tecniche di attuazione. I derivati sottoposti a tale obbligo saranno indicati, "in maniera esaustiva ed inequivocabile", in un registro, pubblicato e mantenuto dall'AESFEM sul proprio sito Internet (art. 27).

Vengono inoltre stabilite misure non discriminatorie per l'accesso alle controparti centrali (art. 28), alle sedi di negoziazione (art. 29) ed ai parametri di riferimento (art. 30).

### 3) Misure di vigilanza

E' prevista la possibilità di vietare temporaneamente - o limitare - un tipo di attività o pratica finanziaria o la commercializzazione, distribuzione o vendita di determinati strumenti finanziari, o strumenti con particolari caratteristiche, da parte di:

- 1) l'AESFEM, al livello di Unione, secondo le modalità e con gli effetti di cui all'art. 31;
- 2) le autorità competenti, all'interno di o a partire da un determinato Stato membro (art. 32).  
Rispetto alle attività di queste ultime l'art. 33 assicura, comunque, all'AESFEM un ruolo di agevolazione e coordinamento.

La prestazione di servizi da parte di imprese di paesi terzi prive di una succursale sul territorio dell'Unione è disciplinata dal titolo VIII (articoli 36-39). Viene, tra l'altro, regolato il registro delle imprese dei paesi terzi, tenuto dall'AESFEM, ove iscrivere le imprese dei paesi terzi autorizzate a prestare servizi e svolgere attività di investimento nell'Unione (art. 36, par. 2).

### 4) Atti delegati

Per quanto numericamente minori rispetto al progetto di direttiva COM(2011) 656, il testo in esame presenta un discreto numero di deleghe:

- 1) deleghe alla Commissione europea, a tempo indeterminato (art. 41), per l'adozione di *atti delegati* ex art. 290 del TFUE. Tra queste, quelle relative alle:
  - condizioni a cui può essere concessa l'autorizzazione alla pubblicazione differita delle informazioni (art. 6, par. 2, let. b);
  - misure che specifichino i dati sulla trasparenza pre- e post-negoziazione da fornire, compreso il livello di disaggregazione dei dati da rendere disponibili al pubblico (art. 11, par. 2).
- 2) conferimento alla Commissione europea del potere di adottare di *atti di esecuzione* ex art. 291 del TFUE (art. 42), tra cui:
  - decisioni volte a stabilire che il quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo garantisce che una sede di negoziazione autorizzata sia soggetta a requisiti giuridici vincolanti equivalenti a quelli dell'Unione europea (art. 24, par. 4);
  - *iter* relativo all'obbligo di negoziazione dei derivati (art. 26, par. 1);
    - deleghe all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ASFEM) perché elabori - e quindi sottoponga all'approvazione della Commissione - il contenuto di *norme tecniche di regolamentazione*, relative tra l'altro agli *standard* ed i formati relativi ai dati per le informazioni da pubblicare relativi alle operazioni in strumenti finanziari effettuate dalle imprese di investimento (art. 23, par. 8).

### 5) Riesame ed entrata in vigore

L'art. 43 stabilisce che entro un periodo di due anni dall'entrata in vigore della proposta di regolamento in oggetto, la Commissione presenti al Parlamento europeo ed al Consiglio, previa consultazione dell'AESFEM, una relazione:

- 1) sull'effetto pratico degli obblighi di trasparenza (art. 43, par. 1);

- 2) sul funzionamento dell'art. 13 ("Obbligo per le imprese di investimento di pubblicare quotazioni irrevocabili") (art. 43, par. 2);
- 3) sui progressi registrati nel trasferimento delle negoziazioni di derivati OTC standardizzati in borse o su piattaforme elettroniche di negoziazione (art. 43, par. 3).

L'art. 46 prevede l'entrata in vigore in due tempi della nuova disciplina:

- 1) il giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea per la maggior parte delle disposizioni;
- 2) ventiquattro mesi dopo la data di cui al punto 1) per le norme elencate nell'art. 46, c. 2. Di queste ultime, infatti, la Commissione europea ritiene opportuno allineare l'applicabilità con l'applicazione delle norme previste nel progetto di direttiva COM(2011) 656, al fine di "*applicare l'intero pacchetto normativo a partire dal medesimo momento*" (punto n. 44 delle premesse).