

Febbraio 2014

MiFID 2 e MIFIR, recenti sviluppi

Grazia Bonante e Michela Gallicchio, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP

La Direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari (MiFID) comunemente nota con l'acronimo (*Market in Financial Instruments Directive*) imponeva il recepimento negli Stati membri entro il 1 novembre 2007 e prevedeva una sua prima revisione con riferimento a talune materie entro il 2008.

I problemi emersi a seguito della crisi dei mercati del 2008 hanno condizionato fortemente l'attività di revisione della direttiva sin dal G20 di Pittsburgh del 2009. Ciò ha portato a un nuovo testo della direttiva (noto come MiFID 2) e alla predisposizione di nuovo regolamento attuativo noto come MiFIR.

Durante la presidenza irlandese si è pervenuti a un accordo sul testo della MiFID 2 e della MIFIR a livello del Consiglio. Il dialogo trilaterale tra il Parlamento, il Consiglio e la Commissione che ne è conseguito ha avuto come esito l'accordo di principio dello scorso 14 gennaio 2014.

Negli auspici, le nuove regole 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 dopo la crisi finanziaria.

La revisione interviene principalmente su cinque fronti: (i) l'ambito di applicazione della Direttiva stessa; (ii) la tutela degli investitori; (iii) la disciplina dei mercati; (iv) la disciplina delle materie prime (sulla quale non ci soffermeremo) e (v) i rapporti con i paesi terzi.

1. Ambito di applicazione

L'ambito di applicazione della Direttiva risulta ampliato a seguito dell'introduzione di un nuovo servizio di investimento consistente nella gestione di sistemi di negoziazioni organizzati (*Organised Trading Facilities* o OTF) e di una nuova categoria di strumenti finanziari rappresentati dalle quote di emissione. Sono stati inoltre modificati in senso restrittivo taluni regimi di esenzione applicabili agli intermediari che negoziano materie prime e ai *market makers*.

1.1 La gestione di OTF rientra dunque nel novero dei servizi di investimento e diviene pertanto attività riservata a intermediari autorizzati.

Un OTF è un nuovo tipo di piattaforma di negoziazione introdotto dalla MiFID 2. Esso è definito come un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato (vale a dire, un mercato di borsa) e da un sistema multilaterale di negoziazione (vale a dire, un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da una società di gestione 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 strutture di mercato appena menzionate, in quanto privo di una struttura definita e svincolato dalla disciplina prevista per gli altri sistemi.

Come si vede, la definizione è volutamente ampia ed è volta a ricomprendere sistemi - compresi quelli che utilizzano negoziazioni in forma orale o elettronica - che allo stato non sono oggetto di disciplina.

Si è lungamente discusso circa l'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 di “*dark pools*” nei mercati azionari. L'orientamento meno rigoroso sembra aver prevalso e, allo stato, gli OTF sono unicamente dedicati alla negoziazione di obbligazioni, prodotti finanziari, quote di emissione e derivati.

1.2 La MiFID 2 introduce una disciplina specifica delle *quote di emissione* (definite dalla direttiva in materia di sistemi per lo scambio di quote di emissione) e di contratti derivati aventi ad oggetto quote di emissione 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 quote stesse.

1.3 Vengono inoltre riformulate talune esenzioni relative alla prestazione di servizi di negoziazione intragruppo per tener conto del frequente ricorso a *joint-ventures* che non rientrano nel perimetro di gruppo.

Analogamente, sono state riformulate le esenzioni relative alle *Commodity Firms* e ai soggetti che negoziano esclusivamente in conto proprio. In particolare, per ciò che attiene ai soggetti che negoziano in conto proprio, la modifica è volta ad assicurare che quelli che hanno volumi di negoziazione in strumenti finanziari sproporzionati rispetto alla loro attività principale non beneficino di alcuna esenzione dai requisiti di autorizzazione.

Inoltre l'esenzione applicabile ai soggetti che negoziano in conto proprio (salvo che in *Commodity Derivatives*) non troverà più applicazione ai *Market Makers*, ai soggetti 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. Il Parlamento aveva anche suggerito la disapplicazione di questa esenzione ai membri o ai partecipanti di mercati regolamentati o di sistemi multilaterali di negoziazione, ma sembra che questa indicazione non sia stata recepita nel testo dell'accordo.

2. Tutela degli investitori

La MiFID 2 si propone principalmente di rafforzare la tutela degli investitori. Le imprese di investimento saranno tenute ad attenersi a regole più severe per assicurare che i clienti possano fare affidamento sul fatto che i prodotti offerti sono adeguati alle loro esigenze e caratteristiche e che i beni nei quali investono sono adeguatamente protetti. Negli auspici, gli investitori saranno anche in grado di ricevere consulenza di natura indipendente e "neutrale".

La struttura commissionale dei prodotti e la remunerazione spettante alle imprese di investimento deve essere coerente con questi principi. Le nuove regole avranno impatti significativi sulle imprese che dovranno riconsiderare la loro struttura commissionale, le procedure in essere per la gestione dei rapporti con le controparti qualificate e garantire un livello più elevato di tutela degli enti locali e degli enti pubblici.

Inoltre, la possibilità di effettuare negoziazioni secondo lo schema dell'"*execution only*" sarà limitato a un numero più ristretto di strumenti finanziari.

La percezione di commissioni o altre utilità di natura non monetaria sarà proibita nell'ambito della prestazione di servizi di consulenza e di gestione patrimoniale.

Le imprese di investimento saranno tenute a rendere pubbliche le cinque principali sedi di negoziazione nelle quali sono stati eseguiti gli ordini dei clienti nell'anno precedente per ciascuna categoria di strumenti finanziari. L'ESMA e le autorità di vigilanza nazionale avranno facoltà di vietare o limitare la distribuzione di taluni prodotti finanziari.

Classificazione dei clienti

Non sarà più possibile qualificare automaticamente gli enti locali come clienti professionali o controparti qualificate salvo che essi non 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.

Controparti Qualificate

L'obbligo di agire secondo canoni di equità e onestà e di fornire informazioni chiare, eque e non fuorvianti viene esteso alle controparti qualificate che beneficeranno inoltre

dei diritti di informazione e di rendicontazione periodica dovuti nella prestazione di servizi di investimento.

Adeguatezza e appropriatezza

Gli obblighi di verifica circa l'adeguatezza degli investimenti troveranno applicazione anche alla prestazione di servizi di consulenza e di gestione.

La MiFID 2 introduce inoltre requisiti più onerosi per pervenire a un giudizio di adeguatezza. In particolare, i soggetti che forniscono consulenza saranno tenuti a specificare se forniranno una valutazione continuativa circa l'adeguatezza degli investimenti e comunicazioni periodiche al riguardo.

Le imprese di investimento saranno tenute a specificare se la consulenza fornita 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 di indipendenza sarà 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*".

Obblighi di semplice *appropriatezza* trovano applicazione ai servizi privi di una componente consulenziale. Si noti al riguardo che le tipologie di prodotti ritenuti non complessi sono state ridotte di talché la verifica di adeguatezza dovrà essere effettuata con riguardo a:

- azioni, non quotate o negoziate su MTF, fondi non armonizzati ovvero fondi armonizzati che incorporano componenti derivate;
- obbligazioni e altri titoli di debito non quotati o negoziati su MTF;
- titoli di debito che presentano componenti derivate o quelli che "*presentano una struttura che rende difficile per i clienti comprendere i rischi connessi all'investimento*";
- tutti gli investimenti per i quali l'impresa abbia concesso un finanziamento all'investitore.

Da ultimo, i fondi armonizzati strutturati saranno esclusi dal novero degli strumenti non complessi con la conseguente impossibilità di commercializzare questi prodotti in assenza di un rapporto di consulenza.

Inducements

Nonostante la confusione e le divergenze applicative, il testo attuale 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.

La MiFID 2 introduce il divieto per gli intermediari che prestano servizi di consulenza indipendente o di gestione patrimoniale di accettare oneri, commissioni o benefici di natura monetaria o non monetaria da terzi o da soggetti che agiscono per loro conto (ad es., emittenti e fornitori di servizi).

Saranno 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).

Si prevede anche l'adozione di norme di secondo livello per meglio definire gli obblighi informativi circa gli *inducements*.

Best execution

La MiFID 2 introdurrà numerose innovazioni per le imprese di investimento che eseguono gli ordini della clientela. In particolare, l'*execution policy* dovrà essere formulata con chiarezza e con modalità che ne rendano agevole la comprensione.

Oltre agli obblighi già menzionati di pubblicità sulle principali sedi di esecuzione, gli intermediari saranno poi tenuti a rendere pubbliche gratuitamente informazioni relative alla qualità della esecuzione, quali prezzo, costi, velocità e probabilità di esecuzione per ciascun strumento finanziario.

La Mifid 2 introduce poi requisiti più onerosi in materia di *cross-selling*, informativa ai clienti in merito alla struttura dei costi degli strumenti finanziari offerti e rafforza gli obblighi di registrazione telefonica e registrazioni elettroniche.

Come notato, l'introduzione di questi obblighi si accompagna al rafforzamento dei poteri di vigilanza delle autorità nazionali e dell'ESMA, che avranno facoltà di effettuare valutazioni circa il merito dei prodotti offerti e di vietare su base temporanea la commercializzazione dei prodotti o lo svolgimento delle attività che ritengano idonee a compromettere la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato corso delle negoziazioni di borsa e gli interessi degli investitori.

3. Mercati

Le innovazioni più incisive portate dalla MiFID 2 e dalla MIFIR riguardano i mercati. Ovviamente, sono state anche quelle più controverse e continueranno ad animare il dibattito nei prossimi mesi.

L'intento generale è quello di favorire, quando non di imporre, lo svolgimento delle negoziazioni all'interno di sistemi di negoziazione regolamentati - siano essi mercati regolamentati veri e propri, sistemi multilaterali od OTF - ovvero internalizzatori sistematici (la cui disciplina viene riformata). Questo intento è inoltre perseguito estendendo i regimi di trasparenza *pre* e *post-trading* a una gamma più ampia di strumenti di capitale e di debito.

Di pari passo, si cerca di favorire l'accesso alle strutture di regolamento e di aumentare la concorrenza tra controparti centrali e sedi di negoziazione.

Ciò 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 gestiti ricadano nella definizione di MTF o di OTF o se convenga convertirli in quelle strutture. Inoltre, le imprese di investimento dovranno stabilire se – per le modalità di svolgimento dei servizi di negoziazione adottate – esse si prestino ad esse qualificate come internalizzatori sistematici con riferimento a una vasta gamma di strumenti di capitale o di debito. Il problema si porrà 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*.

Internalizzatori Sistematici

Il numero di soggetti che hanno acquisito la qualifica di internalizzatori sistematici è stato inferiore a quanto si prevedeva all'entrata in vigore della MiFID. La natura qualitativa dei presupposti per la qualificazione come internalizzatori sistematici ha reso la verifica da parte delle imprese circa la sussistenza di quei requisiti molto soggettiva e molte di esse hanno concluso di essere prive 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* di cui si dirà più innanzi, la MiFIR amplia il ruolo degli internalizzatori sistematici che copriranno numerosi titoli di capitale, intesi in senso ampio, compresi *depositary receipts*, gli ETF, i *certificates* e altri strumenti di analoga natura negoziati su mercati regolamentati, MTF od OTF. Pertanto, la tipologia di titoli negoziati dagli internalizzatori sistematici ricomprenderà anche titoli non rappresentativi di capitale.

Nel vigore della MiFID 2, un numero maggiore di intermediari ricadrà nella definizione di internalizzatore sistematico in riferimento a una gamma decisamente più ampia di strumenti finanziari.

Obblighi di negoziazione – Azioni e derivati

Onde assicurare che le azioni siano negoziate presso sedi di negoziazione nelle quali trovano applicazione requisiti di trasparenza, il testo della MiFIR introduce l'obbligo di

negoziare azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati o negoziate su gli MTF od OTF ovvero da internalizzatori sistematici esclusivamente presso tali sedi.

Le imprese di investimento potranno negoziare azioni al di fuori di quelle sedi solo in maniera non sistematica, regolare o frequente, ovvero su base “*ad hoc*” oppure in quei casi in cui la negoziazione non contribuisce alla formazione dei prezzi.

Analogamente spinta verso la negoziazione presso le sedi di negoziazione soggette a regolamentazione si riscontra con riferimento ai derivati *over the counter* standardizzati. La MiFIR attribuisce all’ESMA la facoltà di individuare i derivati soggetti agli obblighi di regolamento previsto dall’EMIR che soddisfano requisiti di sufficiente liquidità per essere negoziati unicamente presso o negoziate su MTF o OTF ovvero sedi di negoziazione di paesi terzi ritenute equivalenti.

Utilizzo di algoritmi, market making e accesso diretto

Le negoziazioni ad alta frequenza e attraverso algoritmi hanno destato particolare attenzione negli ultimi anni. La MiFID 2 impone particolari requisiti alle imprese di investimento che effettuano negoziazioni “*mediante l’utilizzo di algoritmi*”. Quest’ultimo concetto è definito in maniera ampia per ricomprendere qualsiasi modalità di negoziazione in cui un algoritmo calcolato tramite computer determina automaticamente parametri individuali di ordini (e.g. momento di immissione dell’ordine, tempi di esecuzione, prezzo o quantità dell’ordine) senza alcun - pur limitato - intervento umano. Questa definizione ricomprenderà inevitabilmente un numero elevato di sistemi elettronici.

Le imprese che utilizzano negoziazioni tramite algoritmi saranno tenute ad adottare sistemi e controlli del rischio atti ad assicurare che i sistemi di negoziazione siano flessibili, efficienti e siano soggetti a limiti e soglie idonei a prevenire l’erronea immissione di ordini o altre disfunzioni che potrebbero pregiudicare l’ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato. Esse sono inoltre tenute ad assicurare che i loro sistemi non siano utilizzati per commettere abusi di mercato.

Inoltre, la MiFID 2 imporrà alle imprese di investimento di comunicare all’autorità di vigilanza dello stato di origine e alle sedi di mercato l’utilizzo di strategie di negoziazione tramite algoritmi. Le autorità competenti avranno poi facoltà di richiedere ulteriori informazioni circa le strategie, parametri e limiti di negoziazione, così come i presidi di *compliance* e di controllo dei rischi che l’impresa ha adottato.

Onde garantire liquidità su base regolare e in maniera prevedibile nelle sedi di negoziazione, le imprese che utilizzano algoritmi per porre in essere strategie di *market making* (immettendo effettivamente nelle sedi di negoziazione ordini irrevocabili di acquisto e vendita nello stesso momento) saranno tenute a svolgere questa attività su base continuativa durante una fase degli orari di negoziazione. Queste imprese saranno soggette agli obblighi introdotti dalla MiFID 2 indipendentemente dalla qualifica

formale di *market makers*. Queste previsioni intendono ovviare al venir meno nei momenti critici della liquidità garantita dalle negoziazioni elettroniche.

La MiFID 2 impone inoltre alle imprese che offrono ai clienti accesso diretto alle sedi di negoziazione tramite mezzi elettronici (noto anche come “*direct market access*”) l’obbligo di utilizzare sistemi e controlli che assicurino che tale servizio sia adeguato ai clienti che ne usufruiscono e ad assicurare che questa modalità di negoziazione non crei o contribuisca a creare un mercato disordinato o si presti ad abusi di mercato. Le imprese di investimento che offrono accesso diretto alle sedi di negoziazione tramite mezzi elettronici sono tenute a verificare che i clienti che usufruiscono del servizio abbiano i requisiti previsti dalla MiFID 2 e dalle sedi di negoziazione cui hanno accesso diretto.

Requisiti di trasparenza pre e post negoziazione

La MiFIR amplierà il regime di trasparenza pre e post-negoziazione attualmente previsto per le azioni ad una più ampia gamma di strumenti *equity* e *non equity*.

Trasparenza per strumenti equity

Con riferimento agli strumenti “equità”, gli operatori dei mercati regolamentati, MTF e OTF saranno soggetti a requisiti di trasparenza pre-negoziazione. Essi dovranno 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. Ciò comporta un significativo ampliamento dell’ambito di applicazione del regime di trasparenza previsto dalla MiFID, che attualmente si applica soltanto alle azioni ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato.

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

Anche l’ambito applicativo dei requisiti di trasparenza post-negoziazione per strumenti equity è stato ampliato rispetto a quanto previsto dalla MiFID, sia con riferimento ai tipi di strumenti interessati sia con riferimento alle sedi di negoziazione (compresi MTF e OTF).

Regime di trasparenza per strumenti non equity

La MiFIR introdurrà requisiti di trasparenza pre e post negoziazione anche per le negoziazioni in strumenti non-equity trattati su mercati regolamentati, MTF e OTF. Gli operatori saranno tenuti a pubblicare prezzi correnti di offerta e di vendita e i dati circa la domanda sulla base di quei prezzi su base continuativa durante i normali orari di negoziazione.

Potranno essere accordate esenzioni per le vendite ai 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.

4. Paesi Terzi

MiFID 2 si propone di aumentare l'ampiezza del mercato unico consentendo allo stesso tempo all'Unione Europea di essere l'interlocutore principale a livello internazionale su tutte le questioni attinenti alla regolamentazione finanziaria per tutti gli Stati membri *"with one voice"*.

In questo quadro si inseriscono le modifiche relative al regime dei paesi terzi. La MiFID 2 introdurrà un regime armonizzato per l'accesso ai mercati dell'Unione da parte di soggetti insediati in paesi terzi basato su una valutazione di equivalenza dei paesi terzi svolta dalla Commissione. Il nuovo regime troverà 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, continueranno a trovare applicazione le disposizioni degli ordinamenti nazionali circa l'accesso al mercato domestico da parte di intermediari di paesi terzi.