



AMF ITALIA

ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI
MERCATI FINANZIARI

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione
e approfondimento

Anno II Numero 2/2024

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione e approfondimento

Anno II
Numero 2 - 2024

Direzione

Marco Ventoruzzo (*direttore responsabile*)

Gianluigi Gugliotta – Miriam Felici

Comitato scientifico

Marco Ventoruzzo (*coordinatore*)

Andrea Pisaneschi - Andrea Sironi - Enzo Moavero Milanesi - Filippo Annunziata - Luca Rossi - Luisa Torchia

Marco Onado - Paola Severino - Piergaetano Marchetti - Raffaele Lener

Comitato editoriale

Federico Riganti (*coordinatore*)

Riccardo Canossa – Michele Corgatelli – Giulia Schneider

Email redazione: rivista@amfitalia.org

I Quaderni AMF Italia ospitano anche contributi di soggetti esterni cui è assicurata la massima autonomia nell'esprimere proprie idee e opinioni in una prospettiva pluralistica. Essi, pertanto, non devono intendersi necessariamente esprimere posizioni condivise dell'Associazione.

Indice

Novità regolamentari

<i>Carla Avolio</i> , Le novità del reg. ELTIF 2.0 in materia di <i>exit</i> anticipata degli investitori.	8
<i>Luca Orciani</i> , I limiti di posizione in derivati su merci: uno strumento normativo di tipo quantitativo per l'efficientamento dei mercati finanziari?	11
<i>Federico Parmeggiani</i> , Gli ESG <i>Rating</i> nella proposta di Regolamento UE. Verso una nozione normativa delle valutazioni di sostenibilità.	15
<i>Isacco Girardi</i> , Il Regolamento sulla resilienza operativa digitale ("DORA"): obiettivi, disciplina e alcune sfide aperte.	18
<i>Giuseppe d'Agostino</i> , Rimodellare i mercati di negoziazione: le innovazioni nella disciplina di MiFID II / MiFIR alla luce della <i>Capital Markets Union</i> .	21
<i>Grazia Bonante, Salvatore Luciano Furnari, Davide Schettini</i> , La custodia degli strumenti finanziari digitali.	29

Giurisprudenza

Massime a cura di <i>Lara Archivolti e Stefano Montalbetti</i> .	34
--	----

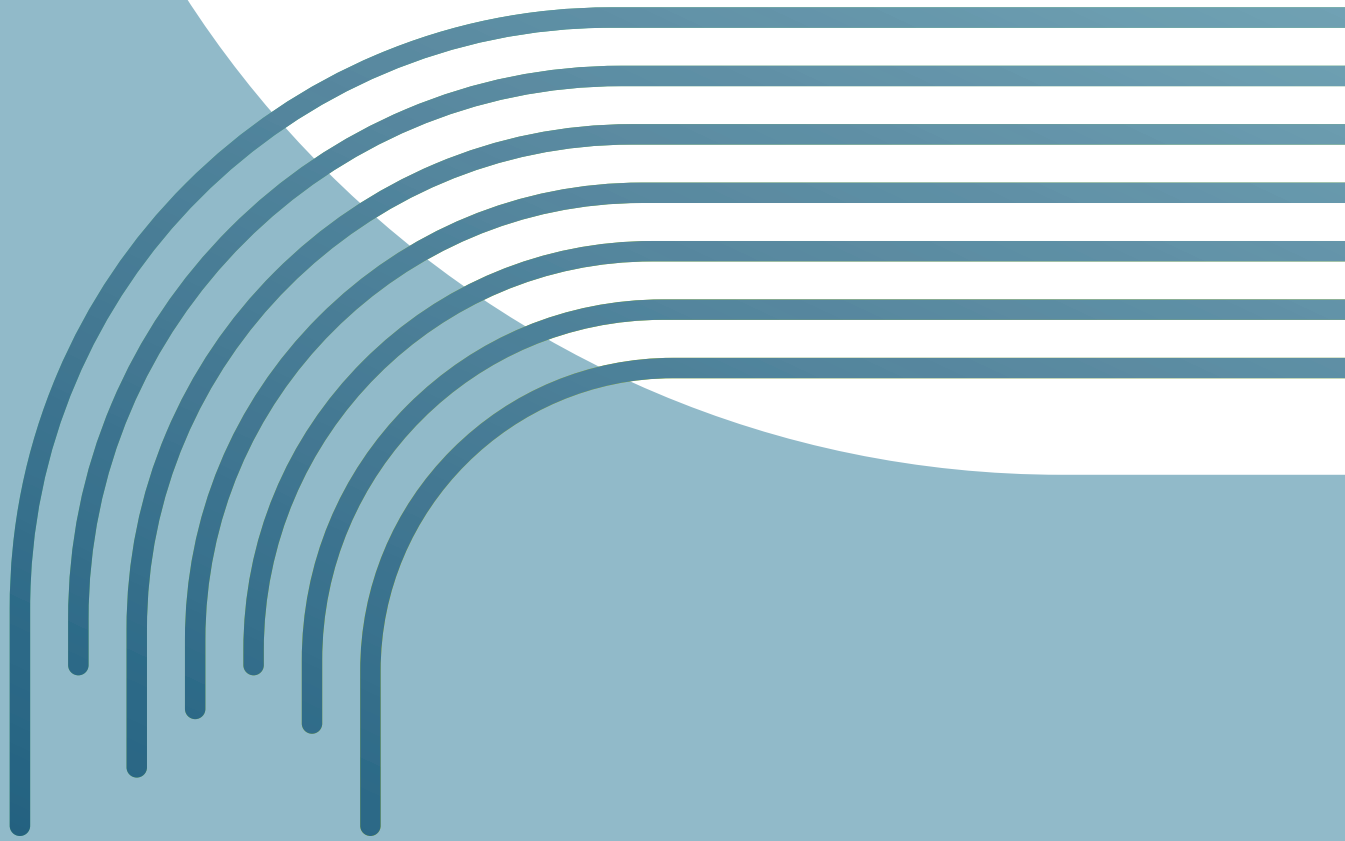
Angolo fiscale

<i>Patrizio Braccioni</i> , <i>Compliance</i> fiscale e <i>corporate governance</i> .	38
<i>Franco Fondi</i> , Delega per la riforma fiscale: spunti di riflessione in materia di IVA.	40

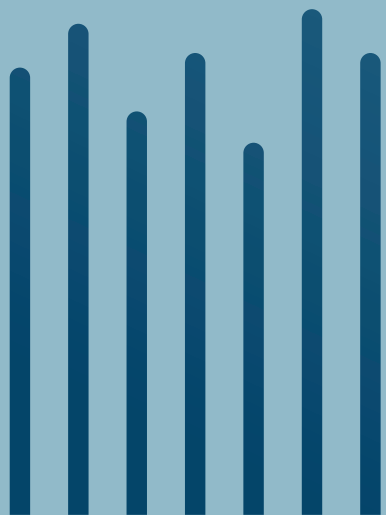
Uno sguardo al mercato

<i>Adam Wood, Manshika Arjoon</i> , The decline of Lit continuous trading in favour of alternative trading channels.	44
--	----

Eventi e formazione AMF Italia	49
---------------------------------------	-----------



**Novità
Regolamentari**



Le novità del reg. ELTIF 2.0 in materia di *exit* anticipata degli investitori

di Carla Avolio (Università di Bologna)

1. Sull'onda di una necessaria accelerazione europea verso il compimento della transizione verde e digitale, è stato emanato il reg. UE 2023/606 ("reg. ELTIF 2.0"), il cui dichiarato intento è quello di superare gli ostacoli che avevano sino dall'origine compromesso la funzionalità e il successo degli *European Long-Term investment fund* ("ELTIF"), fattispecie di fondo di matrice europea introdotta dal reg. UE 2015/760 nel tentativo di rispondere all'improcrastinabile esigenza di incanalare l'economia europea verso un «percorso di crescita intelligente, sostenibile e inclusiva»¹.

Il timido successo riscontrato dal prodotto in questione nel primo lustro di "vita" ha indotto le istituzioni a un ripensamento della regolamentazione degli ELTIF che presentava numerose "spigolature" normative, specie in materia di procedura autorizzativa, perimetrazione quali-quantitativa in materia di investimenti ammissibili, barriere poste a carico degli investitori *retail* e, soprattutto, in tema di rimborso anticipato che, in effetti, rappresentava il *punctum dolens* del reg. ELTIF².

2. La novella apportata dal reg. ELTIF 2.0 si muove in una triplice direzione.

Anzitutto, si sostituisce alla rigida perimetrazione qualitativa degli investimenti ammissibili una selezione più ampia di investimenti *eligible* che si apre a forme ulteriori di impiego dei capitali raccolti, aggiungendo all'impiego in strumenti di *equity* o *quasi-equity* emessi da imprese di portafoglio ammissibile anche la possibilità per l'ELTIF di investimento in obbligazioni verdi e in attività cartolarizzate, che comprendono esposizioni a lungo

termine compatibili con gli obiettivi di investimento dell'ELTIF. Al contempo, viene ampliata la nozione di imprese di portafoglio ammissibile, a cui possono iscriversi le imprese FinTech, nonché quelle imprese che, ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati, abbiano una capitalizzazione di mercato non superiore alla soglia di euro 1.500.000,00, soglia che nel reg. ELTIF era invece di euro 500.000,00. In ultimo, poi, l'ampliamento della gamma di strategie coinvolge anche l'investimento in altri fondi, il che consente di garantire una più rapida mobilitazione del capitale, favorendo così la circolazione dei capitali e accrescendo, di conseguenza, la credibilità dei fondi in questione.

Invero, l'intervento novellatore più rilevante concerne il profilo della composizione quantitativa del portafoglio dell'ELTIF, rispetto al quale il reg. ELTIF 2.0 incide, ammettendo un maggiore margine di investimento sulle attività liquide, funzionali altresì a soddisfare le eventuali richieste di *exit* anticipata degli investitori: l'ampliamento della soglia di capitale impiegabile in attività liquide (nella misura massima del 45% del capitale in luogo del solo 30% previsto dal reg. ELTIF) dimostra come si sia arrivati a conformare un prodotto che bilanci esigenze di illiquidità e di liquidità, pur senza compromettere la natura chiusa del fondo in questione³.

Ora, per garantire investimenti di lungo periodo e accrescere al contempo l'*appeal* del prodotto tra gli investitori al dettaglio – disincentivati da forme di investimento con limitate possibilità di *exit* – il legislatore europeo incentiva il ricorso a una modalità di "uscita" anticipata da parte degli investitori che non

1. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, 18 febbraio 2015; PARLAMENTO EUROPEO, *Costruire un'unione dei mercati dei capitali. Risoluzione del Parlamento europeo del 9 luglio 2015 su «Costruire un'Unione dei mercati dei capitali»*.

2. IOCCA, *I fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF) e le nuove disposizioni di vigilanza*, in NLCC, 2018, 1338 ss.; CICIANI, VENEZIANO e GARIBOLDI, *I fondi comuni di investimento a lungo termine*, in D'Apice (a cura di), *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Bologna, 2016, p. 402; sia consentito, inoltre, il rinvio ad AVOLIO C., *Dalla genesi alla liquidazione degli ELTIF. Un nuovo e "instabile" tassello nella composita disciplina della gestione collettiva del risparmio*, Milano, 2023.

3. Sul tema dell'ibridazione dei fondi, ANNUNZIATA, *Il "tempo" nella disciplina degli OICR*, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Morera, De Poli, Torino, 2018, 121 ss.

comporti tecnicamente un rimborso: la negoziazione sul mercato secondario delle quote. Tale ipotesi, già contemplata nel reg. ELTIF, aveva mostrato tutti i suoi limiti dovuti al mancato ricorso, da parte di gestori, investitori e partecipanti, alla negoziazione sul mercato secondario. L'*impasse* viene superata – almeno nella prospettiva del regolatore – dalla previsione di un meccanismo di abbinamento qualificato, volto a combinare le richieste di sottoscrizione e liquidazione, realizzando una sorta di mercato secondario “interno” al prodotto stesso che incentivi e faciliti la negoziabilità delle quote. Si tratta, tuttavia, di una possibilità che non opera di *default*, in quanto, per un verso, deve essere espressamente contemplata negli atti istitutivi del fondo e, per altro verso, la sua operatività è subordinata al ricorrere di specifiche condizioni, ovvero che l'ELTIF disponga di una politica *matching* delle richieste che sia compatibile con la strategia di investimento del prodotto e con la gestione della liquidità e che tale politica rispetti il principio di proporzionalità e di equità di trattamento, specie per l'ipotesi in cui vi sia un disallineamento tra investitori in uscita e investitori potenziali.

La complessità del meccanismo in discorso induce a dubitare della sua portata risolutiva rispetto al tema dell'uscita anticipata degli investitori, salvo che non si rintraccino nel mercato soggetti professionali che siano capaci di “assorbire” l'esigenza di disinvestimento, così da trasferire il rischio del *trading* sul mercato secondario in capo a soggetti a ciò deputati, in grado, quindi, di sopportare l'orizzonte temporale di lungo periodo. Diversamente, il meccanismo di abbinamento congeniato dal reg. ELTIF 2.0 potrebbe risultare inidoneo a soddisfare le esigenze di uscita anticipata degli investitori.

3. Rimane invariata, invece, la configurazione del rimborso anticipato in termini di possibilità che l'ELTIF può offrire ai suoi investitori se contemplata dagli atti istitutivi del fondo e al ricorrere di specifiche condizioni tassativamente indicate dalla disciplina regolamentare.

Sotto tale profilo, il reg. ELTIF 2.0 prende “coscienza” (sebbene solo in parte) di un'eccessiva genericità della regolamentazione originaria in materia di rimborso anticipato che risultava non chiara «riguardo ai criteri per valutare la percentuale di rimborso in qualsiasi periodo stabilito di tempo e alle informazioni minime da fornire alle autorità

competenti in merito alla possibilità di rimborso» (Considerando n. 31, reg. ELTIF 2.0). Nell'intento di rimediare a tali criticità, il reg. ELTIF 2.0 interviene su un duplice livello: per un verso, con la modifica di alcune delle condizioni necessarie per l'*early redemption* e, per altro, con un'espansione delle competenze attribuite all'ESMA, chiamata ad elaborare *draft regulatory technical standards* in modo da uniformare, a livello comunitario, l'applicazione e l'interpretazione di talune previsioni.

Nessuno degli interventi apportati dal regolamento in materia di rimborso anticipato altera la qualificazione dell'*early redemption* che, al pari di quanto desumibile dall'originaria lettera del regolamento, deve essere intesa quale diritto riconosciuto all'investitore *uti singulis*. Rimane inalterata, infatti, la scelta di subordinare il rimborso al ricorrere di specifiche condizioni, la cui vincolatività è coerente con l'obiettivo di mantenere immutati i tratti fisiognomici del fondo (natura chiusa e illiquida del fondo) e le finalità di rilancio dell'economia europea che un simile prodotto deve perseguire.

Se sotto il profilo delle condizioni cui è subordinato il diritto all'*early redemption* il reg. ELTIF 2.0 non incide significativamente, diversa è la scelta operata invece rispetto ai rimedi esercitabili dagli investitori a tutela del diritto al rimborso anticipato. Nello specifico, infatti, il reg. ELTIF 2.0 adotta la scelta di eliminare dalla regolamentazione del prodotto il potere – esercitabile dall'investitore insoddisfatto nella richiesta di rimborso – di agire per la liquidazione del prodotto (art. 18, paragrafo 4, reg. ELTIF) e ciò nell'intento di rimediare alla potenziale dannosità che un simile potere conferito a un singolo investitore potesse generare sia rispetto alla strategia di investimento, sia rispetto agli interessi dei restanti investitori (Considerando n. 30, reg. ELTIF 2.0).

Invero, l'abrogazione della disposizione *de qua* ha l'ovvio vantaggio di rimuovere dal tessuto normativo quella che era di certo la disposizione più insidiosa per la stabilità dell'ELTIF che rischiava di veder compromessa la sua attività *long-term* dall'egoistica scelta del singolo investitore di chiedere la liquidazione del fondo in ragione del mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso anticipato. Rimane, tuttavia, che la scelta ablativa seguita dal legislatore europeo non è di certo coerente con quell'esigenza di ampliamento degli spazi di armonizzazione del prodotto che si propugna nell'intento di portare a compimento la

tanto anelata *Capital Markets Union*; piuttosto, l'abrogazione della disposizione in questione pone un nuovo interrogativo in ordine al tipo di rimedio cui l'investitore può far ricorso allorché il suo diritto al rimborso anticipato sia rimasto disatteso.

In questo senso, infatti, l'esegesi del regolamento non fornisce spunti che consentano di definire un rimedio europeo azionabile, con la conseguenza che la tutela degli investitori rispetto alla richiesta di rimborso rimasta disattesa non può quindi che discendere da un rimedio legale contemplato dalla legislazione nazionale di appartenenza del prodotto.

Tale soluzione, pur costituendo un presidio astrattamente adeguato per l'investitore, manifesta *naturaliter* tutti i suoi limiti, stante la dimensione domestica del rimedio che l'investitore si troverà ad azionare per far valere un diritto connesso a un prodotto che – in teoria – si fregia della qualificazione europea.

In altri termini, come è inevitabile, il rischio è che l'ELTIF, pur aspirando a imporsi nel mercato come prodotto di matrice europea, finisca per assumere in concreto sempre più sembianze domestiche allorché, in assenza di specifiche previsioni comunitarie, dovrà ricorrersi all'applicazione di regole nazionali.

In quest'ottica, sarebbe stato auspicabile una scelta più coraggiosa che cogliesse l'occasione di regolamentare in modo armonizzato anche la disciplina della liquidazione del fondo, da sempre tema delicato e spigoloso, sul quale spesso si misura la tenuta e il successo di una tipologia di prodotto. L'auspicio, quindi, è che il legislatore torni nuovamente a interrogarsi su quali possano essere le ulteriori soluzioni normative da adottare nell'ottica di garantire all'istituto la possibilità di vedere efficacemente conseguiti i suoi scopi.

I limiti di posizione in derivati su merci: uno strumento normativo di tipo quantitativo per l'efficientamento dei mercati finanziari?

di Luca Orciani (Università di Bologna)

1. Una delle più significative innovazioni in materia di strumenti derivati su merci apportate dalla dir. 2014/65/UE - *Market in Financial Instruments* (c.d. MiFID II) è senz'altro rappresentata dall'introduzione di *position limit*, i quali risultano intrinsecamente basati su un approccio normativo di ordine quantitativo e sono divenuti applicabili a far data dal 3 gennaio 2018, a seguito del recepimento nell'ordinamento italiano della citata normativa sovranazionale mediante il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129. Questa disciplina si colloca nell'ambito di quel fenomeno di massiccia regolamentazione che, negli anni più recenti, ha in generale connotato i contratti derivati e segnatamente i prodotti derivati aventi un sottostante consistente in merci (*i.e. commodity*), a fronte di un precedente disinteresse dei regolatori europei e nazionali sul punto.

Del resto, l'attualità del tema e la sua centralità nell'ambito dell'ordinamento dei mercati finanziari sono altresì confermate dalla recente dir. 2021/338/UE del 16 febbraio 2021, poi recepita a livello interno mediante il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 31, che ha modificato gli artt. 68 ss. t.u.f., limitando l'applicazione dei limiti di posizione ai derivati su merci agricole, nonché a quelli considerati critici e significativi, ciò nell'intento di ridurre la complessità e calibrarne gli oneri di *compliance* nella fase di ripresa *post Covid*. A questo si aggiunga il reg. delegato 2022/1302/UE della Commissione del 20 aprile 2022 dedicato alle norme tecniche di regolamentazione relative all'applicazione dei limiti di posizione, nonché alle procedure per la richiesta di esenzione. Ciononostante, l'istituto è stato oggetto di una particolarmente limitata attenzione scientifica.

2. È chiaro che al fine di un corretto inquadramento della normativa in oggetto risulti imprescindibile fare sinergicamente dialogare le molteplici fonti sia di matrice interna che europea. A livello nazionale occorre considerare gli artt. 61 ss. reg. Mercati, che assolvono alla funzione di riprodurre le disposizioni di dettaglio contenute nella dir. MiFID II e strumentali alla definizione dei medesimi

limiti, le quali non hanno trovato attuazione a livello di normativa primaria. Infatti, l'art. 68 t.u.f. si limita a prevedere esclusivamente il potere della Consob di applicare un regime di limiti di posizione in ossequio alla metodologia di calcolo stabilita dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM), recependo i canoni procedurali europei per l'individuazione di tali limiti. In ambito sovranazionale, oltre agli artt. 57 e 58 dir. MiFID II, è imprescindibile la sistematizzazione di ogni passo della normativa con il già citato reg. delegato del 2022 avente funzione integratrice della detta direttiva.

Non deve poi trascurarsi come la notevole complessità tecnica di tale disciplina, con i connessi problemi interpretativi dovuti a letture non sempre univoche, determini sovente la necessità che la normativa in esame sia affiancata da un insieme di documenti, quali *Q&A*, raccomandazioni, *guideline et similia*, che, malgrado la loro formale non vincolatività, divengono per vero di necessaria applicazione. Essi assurgono a strumenti pragmatici di convergenza atti a promuovere approcci e pratiche di vigilanza comuni *ex art. 29*, par. 2, reg. 2010/1095/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio.

3. Risulta utile individuare succintamente le ragioni di fondo dell'intervento normativo-regolamentare, le quali possono fungere da prima guida ermeneutica nell'attesa di una sempre maggiore sedimentazione dell'esperienza giuridica sulla disciplina in esame. In questo senso appare necessario esplicitare le problematiche che si erano poste nei mercati finanziari a livello europeo, e così il profondo mutamento registratosi nei mercati dei derivati su merci nei primi otto anni del nuovo millennio, che può essere sintetizzato come il passaggio dalla funzione socialmente utile dei derivati su merci alla finanziarizzazione dei relativi mercati.

In particolare, si è assistito a un ampio rafforzamento del fenomeno di speculazione finanziaria, nonché della volatilità dei prezzi delle materie prime. Tali effetti appaiono riconducibili a una pluralità di concause, quali la maggiore centralità assunta dai

mercati delle materie prime che erano divenuti la meta degli investitori istituzionali, complici anche la mancanza di efficaci norme di settore, oltretutto l'elevata redditività media dei mercati rilevanti, laddove la crisi economica aveva per converso generato un accrescimento dei rischi con riferimento a svariate attività cui si correlava una contrazione dei relativi tassi di rendimento. Ciò ha determinato il rafforzamento in detti mercati del ruolo dei *player* finanziari, specificamente banche d'investimento, fondi pensione, *hedge fund* e via seguitando, con il diretto corollario dell'esponentiale incremento degli investimenti in tale settore.

Instabilità e imprevedibilità dei prezzi delle materie prime sono state specificamente ricondotte ai fallimenti di tali mercati dipendenti essenzialmente dall'opacità delle informazioni cui gli operatori potevano accedere, nonché al loro comportamento potenzialmente irrazionale che conduce in certe ipotesi a sovrastimare, o, viceversa, a sottostimare i prezzi delle materie prime. Accanto a tali cause deve aggiungersi l'assenza di regole, il che ben può determinare l'assunzione eccessiva di rischi, ovvero l'abuso della propria posizione da parte degli operatori. Devono poi anche essere considerati gli estremamente problematici riflessi sociali e di *food security* dei prezzi di prodotti agricoli, nonché le conseguenti richieste di una più efficiente e rigorosa regolamentazione.

Inizialmente, ossia *ante* crisi economica degli anni 2008 e successivi, si è cercato di risolvere le problematiche dei mercati delle *commodity*, adottando il paradigma normativo dell'implementazione degli obblighi informativi che avrebbero dovuto sortire l'effetto di orientare operatori e mercato verso scelte ottimali: in questa direzione si è appunto indirizzata la dir. 2004/39/CE (MiFID I).

4. La congiuntura finanziaria ha determinato l'ineludibile necessità di rivedere le modalità regolamentari soprattutto al fine di migliorare la stabilità dei mercati e limitare l'eccessiva volatilità dei prezzi, dando avvio a un processo volto ad approdare verso una nuova disciplina, in quanto il quadro precedente alla dir. MiFID II non era stato in grado di assolvere alle funzioni sperate proprio perché i relativi strumenti regolatori erano in larga misura stati oggetto di una *regulatory capture* da parte di quegli stessi interessi che invece avrebbero dovuto

governare. Di analogo avviso è in sostanza anche il mandato del G20 di Pittsburgh, ove si è esplicitato l'obiettivo di migliorare la regolamentazione, il funzionamento e la trasparenza dei mercati finanziari e delle materie prime.

Da questa prospettiva è interessante prendere in considerazione la genesi della disciplina dei limiti di posizione, i quali storicamente hanno visto un contrasto tra due grandi gruppi di interessi o, se si vuole, portatori di due differenti visioni di "politica" del diritto in questo ambito. Il primo gruppo è rappresentato dal settore finanziario, considerato che la "posta in gioco" in ordine alla previsione o meno di questi limiti era (ed in parte è) alta, perché i derivati su merci rappresentano un ottimo mercato per profitti, essendo sufficiente considerare che nel 2008 le prime dieci banche mondiali ne avevano registrati per 14,1 miliardi di dollari. In via subordinata, l'idea fatta propria da questo gruppo è che se deve intervenire una disciplina è bene che essa non sia di matrice europea, bensì nazionale, soprattutto nella determinazione quantitativa di simili limiti, in modo da lasciare spazio all'arbitraggio regolamentare, con la collegata esistenza di tante discipline interne per quanti sono i vari Paesi dell'Unione Europea, consentendo di fare riferimento allo Stato con la normativa più permissiva.

Vi era poi un secondo gruppo di interessi con una composizione bipartita: da un lato, si trovavano le organizzazioni di società civile, cioè *non profit organization* nel senso europeo del termine, ossia *lobby* strutturate che avevano invece aderito alla posizione per cui la speculazione sulle merci, in particolare quelle agricole, comportava prezzi *spot* (i.e. immediati) notevoli, rendendo inaccessibile il cibo a significative parti della popolazione; dall'altro, vi era un'alleanza di queste organizzazioni con gruppi di *agribusiness*, perché questo tipo di speculazione metteva gravemente in difficoltà gli agricoltori e quindi, seppure per valori diversi, ci si è fortemente orientati per una posizione contraria alla speculazione, ponendo un tetto alla stessa per il tramite dei *position limit* e facendo in modo che questi non fossero fissati dagli Stati membri, ma a livello centralizzato dall'ESMA, sì da contrastare il richiamato fenomeno di arbitraggio regolamentare.

L'Unione Europea, con la MiFID *review*, ha ritenuto di attribuire prevalenza a questo secondo approccio e ha introdotto, nell'ambito di una molteplicità di normative specifiche in punto di negoziazione ed

esecuzione dei derivati su merci, quelle concernenti la previsione di limiti *ex ante* alle posizioni in tali derivati per fini non di copertura e con riferimento precipuo alle entità finanziarie, ponendo un divieto agli operatori di detenere detti prodotti oltre una certa soglia quantitativa.

L'*intentio legislatoris* può complessivamente ravvisarsi nell'operare una scelta di compromesso idonea a realizzare un temperamento di differenti interessi: quello volto alla limitazione degli avversi effetti della speculazione e quello diretto a evitare di eccessivamente raffrenare le operazioni di copertura dei rischi (*hedging*), in quanto costituenti il *proprium* dei prodotti derivati, garantendo la necessaria liquidità al mercato.

In ogni caso, deve specificarsi che è particolarmente dibattuta e incerta a livello di scienze economiche la sussistenza di un rapporto di diretta proporzionalità corrente tra le fluttuazioni del mercato dei derivati (e quindi la speculazione finanziaria) e la volatilità dei prezzi *spot* delle *commodity*. Si noti però che la previsione di un regime di limiti di posizione finalizzati a salvaguardare i *futures market* da un'eccessiva speculazione che potrebbe determinare un'instabilità irragionevole o ingiustificata dei prezzi è presente anche nell'ordinamento statunitense, ove mediante il *Commodity Exchange Act* (CEA), la *Commodity Futures Trading Commission*, la quale ha la funzione di promuovere l'integrità, la resilienza e l'attività dei mercati dei derivati americani attraverso una solida regolamentazione, è stata autorizzata a imporre limiti sulla dimensione delle posizioni speculative nei mercati a termine.

5. Occorre ora prendere le mosse dalla definizione dei limiti di posizione, ricordando che essi rappresentano lo strumento mediante il quale il legislatore prevede il numero massimo di contratti che può essere detenuto da un singolo soggetto.

Nell'individuazione del perimetro oggettivo di applicazione di questi limiti, secondo l'iniziale impostazione del legislatore europeo, l'ambito di applicazione era molto vasto, nel senso che i *position limit* risultavano applicabili a tutti i derivati su merci rientranti nel regime definitorio del t.u.f. scambiati sulle varie sedi di negoziazione, nonché ai contratti negoziati *over the counter* (OTC), vale a dire fuori listino, e che fossero economicamente equivalenti ("EEOTC"), indipendentemente dalla merce

sottostante. Da questo punto di vista, la disposizione è stata modificata quanto alla tipologia del sottostante dei derivati e alla loro rilevanza, pur essendo rimasto immutato il riferimento alle varie *trading venue* di negoziazione.

La direttiva 2021/338/UE ha circoscritto l'applicazione dei limiti di posizione ai contratti aventi quale sottostante merci agricole e a quelli «*critici o significativi*», con l'intendimento, da un lato, di impedire di soffocare la liquidità e la crescita dei mercati delle merci meno sviluppati, tra i quali rientrano anche quelli energetici, ritenuti nodali per il rilancio del sistema economico a seguito della crisi pandemica, nonché, dall'altro lato, di preservare l'integrità dei mercati finanziari in cui vengono negoziati i derivati, con particolare riferimento ai casi in cui la *commodity* sia costituita da merci agricole, atteso il ruolo fondamentale che le stesse assolvono.

6. Secondo l'iniziale impianto della normativa, i limiti di posizione si applicavano, *ratione personae*, solamente alle posizioni detenute da entità finanziarie; per converso, essi non trovavano applicazione nei casi in cui si trattasse di posizioni detenute, direttamente o indirettamente, da entità non finanziarie (c.d. NFE) a fini di copertura, vale a dire quando tali posizioni fossero oggettivamente misurabili come riduzione dei rischi direttamente correlati all'attività commerciale della detta controparte. A seguito del recepimento della direttiva da ultimo menzionata, la distinzione tra le due tipologie di *entity* ha perduto rilevanza, seppure solamente in parte, considerato che i casi in cui le varie eccezioni sono applicabili anche alle entità finanziarie sono limitati.

7. Infine, il tema considerato nella sua globalità consente di svolgere alcune riflessioni di più ampio respiro in riferimento alla tecnica normativa da utilizzare per migliorare l'efficienza dei mercati finanziari e ridurre l'eccesso di speculazione, cercando di appurare se ed eventualmente entro quali soglie sia ottimale che il legislatore impieghi a tali fini un approccio quantitativo, appunto utilizzando dei limiti di posizione che si basano su numeri, oppure se risulti sufficiente limitare questa strada quantitativa ai soli obblighi di *reporting* senza prevedere diretti vincoli alle posizioni che si possono detenere, ovvero se tutto questo rischi inopportuno di irrigidire il complessivo sistema e così ostacolare la nascita di

nuovi derivati su merci, oltre allo sviluppo di quelli attuali. In altri termini, vi è la certezza che questi limiti aritmetici pongano un argine agli eccessi di speculazione dei mercati finanziari? Le esenzioni con finalità di temperamento della disciplina finiscono in realtà per consentire facili elusioni? Inoltre, come influiscono simili limiti sulla determinazione quantitativa dei prezzi dei derivati su merci?

In via alternativa, ci si deve domandare se, rispetto a questo approccio aritmetico e quantitativo, risulti invece preferibile e maggiormente efficace affidarsi a una tecnica normativa incentrata su metriche qualitative e maggiormente “sostanziali” che prescindano dalla rigidità del dato numerico, ponendo il loro fulcro su una situazione di fatto da ricercarsi nell’abuso.

In estrema sintesi, le conclusioni sono nel senso della verosimile impossibilità in tale settore di discostarsi dal primo tipo di approccio e così dell’importanza di predisporre adeguati regimi di *exemption* capaci di attenuare, o meglio di gestire, le problematiche correlate a una simile impostazione. Tutto ciò è tanto più importante se si considera che nel contesto italiano sarebbe auspicabile favorire la nascita di nuovi derivati su merci e lo sviluppo di quelli esistenti, data la loro essenzialità per la ripartenza economica successiva alla crisi pandemica, atteso che il ruolo delle sedi di negoziazione italiane in relazione ai derivati su merci è attualmente marginale.

Questa operazione dovrà essere compiuta tanto a livello di stretta interpretazione del diritto vigente quanto talvolta in una prospettiva di riforma dello stesso, ricercando il giusto punto di equilibrio tra flessibilità e rigidità della disciplina in esame. In fondo, come la filosofia del diritto da lungo tempo ormai ci ha insegnato approfondendo con varietà di accenti il concetto di “limite”, in molti casi il diritto è esattamente arte delle misure, delle proporzioni, dei confini e, appunto, dei giusti limiti.

Gli ESG Rating nella proposta di regolamento UE. Verso una nozione normativa delle valutazioni di sostenibilità

di Federico Parmeggiani (Università di Trento)

1. Background dell'intervento legislativo

Nell'ultimo quinquennio, le istituzioni dell'Unione Europea hanno dedicato numerosi interventi legislativi alla promozione di una concezione di mercato finanziario che, in ossequio agli obiettivi dell'agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (ossia, i.c.d. *Sustainable Development Goal*), incorpori il concetto di sostenibilità, declinato secondo l'ormai celeberrimo trinomio ESG (composto dalle tematiche ambientali, sociali e di *governance*). In particolare, nel marzo 2018 la Commissione ha pubblicato il piano d'azione sulla finanza sostenibile intitolato "*Financing Sustainable Growth*", da cui hanno preso le mosse alcuni importanti interventi regolamentari in materia, quali il Regolamento UE 2020/852, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, nonché il Regolamento delegato 2021/1253 concernente l'integrazione delle preferenze di sostenibilità nell'esercizio delle attività delle imprese di investimento. Al fine di dare esecuzione a tale piano, la Commissione ha cercato di appurare quali strumenti possano consentire agli investitori e agli intermediari di valutare i profili ESG del singolo investimento compiuto, producendo uno studio – intitolato in maniera eloquente "*Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research*" – che, passando in rassegna gli indicatori di sostenibilità maggiormente diffusi nel mercato, denunciava la scarsa precisione di questi nel quantificare il rispetto dei parametri ESG, nonché la carente trasparenza delle metodologie di calcolo poste alla base delle valutazioni stesse. Da tali rilievi ha origine la proposta di Regolamento UE in materia di ESG Rating (del 13 giugno 2023), avente lo scopo conclamato di migliorare "l'integrità, la trasparenza, la possibile comparabilità, la responsabilità, l'affidabilità, la buona *governance* e l'indipendenza delle attività di *rating* ESG". Tale proposta, sottoposta alla rituale consultazione aperta nonché all'esame del Consiglio dell'Unione Europea e del Parlamento Europeo nel febbraio 2024, si appresta ad essere tradotta in norme vigenti e introdurre alcune rilevanti novità nella prestazione dei *rating* ESG, servizio finora non

regolato, nonostante il suo esponenziale sviluppo.

2. Contenuti principali del testo normativo

La proposta di Regolamento affronta i principali aspetti regolamentari concernenti i *rating* ESG e prova a dirimere alcune questioni controverse emerse dal dibattito in materia negli ultimi anni. In primo luogo, sono puntualmente identificati i soggetti rientranti nel perimetro applicativo del Regolamento, quindi viene definita nei suoi contenuti rilevanti l'attività disciplinata, ossia la predisposizione e la divulgazione di un *rating* ESG, operazione non semplice in quanto tale servizio si è sviluppato al di fuori di qualsiasi inquadramento sistematico, grazie all'autonoma iniziativa di numerosi soggetti privati, con modalità marcatamente eterogenee. In secondo luogo, viene introdotto un puntuale procedimento di autorizzazione dei soggetti che intendono offrire tale servizio all'interno del territorio della UE, similmente a quanto previsto anni orsono per le agenzie di *rating* dal Regolamento CE 1060/2009. Sotto il profilo della vigilanza, il quadro normativo comprende una serie di puntuali requisiti organizzativi e operativi, tra i quali spiccano le attività incompatibili con la prestazione di attività di *rating* ESG, nonché le disposizioni concernenti il personale del soggetto che emette la valutazione. In ultimo, sono regolati i poteri di vigilanza posti in capo all'ESMA al fine di accertare il rispetto del Regolamento, nonché le sanzioni che l'autorità può irrogare per punirne le violazioni. Vediamo ora di approfondire sinteticamente gli aspetti più rilevanti che emergono da questo tentativo di regolare una materia dai contorni così sfuggenti.

3. Perimetro applicativo

In base all'art. 2 della proposta di Regolamento sono soggetti alla normativa i *provider* di *rating* ESG, stabiliti nel territorio dell'Unione Europea, i quali – mediante varie forme contrattuali – predispongono i *rating* ESG e ne consentono l'utilizzo alle imprese regolate dal diritto europolitano, nonché alle istituzioni dell'Unione e degli Stati Membri. Soggiacciono alla normativa anche gli analoghi soggetti stabiliti fuori

dall'Unione che tuttavia svolgono la suddetta attività a favore dei medesimi destinatari. La disciplina dispone sostanzialmente che tali *provider* siano persone giuridiche e svolgano l'attività di emissione dei *rating* ESG in maniera professionale. A tale scarna definizione sono, quindi, contrapposte numerose ipotesi di esclusione dalla normativa, al punto che il servizio regolato può quasi ricavarsi in veste di attività residuale. Il Regolamento non si applica, infatti, ai *rating* ESG non divulgati, a quelli elaborati in proprio dalle imprese per un mero uso *in-house* o infragruppo, a quelli predisposti da istituzioni pubbliche della UE o degli Stati Membri o da organizzazioni no-profit per finalità non commerciali, a quelli che fanno parte di più ampi servizi già regolati da altre normative della UE (ad es. i servizi di *crowdfunding* per le imprese di cui al Reg. UE 2020/1503, i *benchmark* finanziari di cui al Reg. 2016/1011/EU, nonché la stessa informativa sulla sostenibilità dei servizi finanziari Reg. UE 2019/2088). Pertanto, il legislatore europeo disciplina il *rating* ESG nella misura in cui sia erogato come un servizio completamente autonomo. A conferma di ciò, il medesimo art. 2 ribadisce che non sono considerati *rating* ESG, anche qualora includano valutazioni o misurazioni di sostenibilità ESG, i classici *credit rating* di cui al Reg. CE 1060/2009, le ricerche in materia di investimenti di cui alla Direttiva 2014/65/UE, nonché le revisioni e valutazioni cui sono soggetti i c.d. "*green bonds*". Dopo avere quasi delineato i contorni per sottrazione, il Regolamento definisce infine (art. 3) il *rating* ESG come un'opinione o uno *score* (o una combinazione di essi) concernente i profili ESG del soggetto valutato o l'esposizione di questo a tali rischi di sostenibilità. Tale valutazione deve necessariamente essere il frutto di un'apposita metodologia prestabilita e deve essere espressa secondo una preordinata scala di giudizi, a nulla rilevando il nome concretamente assegnatole dal soggetto che la emette, fosse pure esso diverso dal termine "*rating* ESG".

4. Procedimento di autorizzazione

Il *provider* che, in maniera onerosa e professionale, intenda emettere e divulgare *rating* ESG nel territorio dell'Unione Europea deve essere appositamente autorizzato dall'ESMA (art. 5). La domanda inviata all'autorità di vigilanza deve contenere (Allegato I al Reg.) le basilari informazioni societarie del *provider* richiedente, specificando l'identità dei soggetti che

ricoprono posizioni apicali nella *governance*, nonché gli analisti concretamente addetti alla predisposizione del *rating* ESG. Nella domanda debbono essere anche illustrate le metodologie utilizzate per la prestazione delle valutazioni ESG, descrivendo tutti gli specifici adempimenti che comprovano il rispetto dei requisiti organizzativi e operativi normativamente imposti, incluse le misure di prevenzione e gestione dei potenziali conflitti di interesse. Ricevute le informazioni, l'ESMA ha 25 giorni per chiedere integrazioni e 90 giorni per emettere una decisione definitiva. L'autorizzazione può essere revocata in caso di invio di false informazioni, di inattività per un anno del *provider* autorizzato, o di rilevanti violazioni della normativa dallo stesso perpetrate.

5. I requisiti organizzativi e operativi

Una volta ottenuta l'autorizzazione, la prestazione del servizio è condizionata al costante rispetto da parte del *provider* di svariati requisiti organizzativi e operativi. Sotto il profilo organizzativo (art. 14), quest'ultimo deve istituire procedure interne volte ad assicurare il carattere indipendente dei giudizi emessi e la piena conformità delle attività svolte con le norme del Regolamento. Una funzione aziendale di "*oversight*" deve essere appositamente istituita al fine di monitorare costantemente la correttezza di ogni aspetto della prestazione del servizio.

Sotto il profilo operativo, è innanzitutto ribadita l'incompatibilità dell'emissione di *rating* ESG con altre tipologie di servizi (art. 15). Tra questi, figura in maniera eclatante proprio l'emissione di *credit rating*, sancendo una difficoltosa conciliabilità tra lo status di agenzia di *rating* e la prestazione professionale di *rating* ESG. Il *provider* non può, inoltre, prestare servizi finanziari, né compiere attività di *benchmarking* o in generale fornire alcun tipo di consulenza a investitori e imprese. Sempre sul piano operativo è prescritto (art. 16) che gli analisti, incaricati di predisporre la valutazione, debbono essere adeguatamente formati e uniformarsi a varie norme di condotta, mentre l'alta dirigenza ha il dovere di restare estranea a qualsiasi legame con l'entità valutata e di astenersi dal compimento di qualsivoglia operazione concernente gli strumenti da quest'ultima emessi. In materia di conflitti di interesse, l'art. 23 impone al *provider* il dovere generale e finalisticamente orientato di tenere indenne l'attività di *rating* ESG da qualsiasi ipotesi di conflitto, prevedendo monitoraggi mirati

e intervenendo ove il conflitto si sia materializzato. Appare degna di nota la previsione (artt. 18 e 18a) del dovere di ricezione delle segnalazioni operate dagli utenti del *rating* ESG e in generale dagli *stakeholder*, la cui voce deve obbligatoriamente essere presa in considerazione al fine di appurare se quanto da costoro rilevato impatti sulle valutazioni emesse.

6. Le sanzioni

In caso di violazione delle norme del Regolamento, l'ESMA dispone di vari strumenti di intervento. In primo luogo, sono previste (art. 33) delle misure di vigilanza (“*supervisory measures*”) consistenti ad es. nella sospensione o revoca dell'autorizzazione, nel divieto temporaneo di emettere *rating* ESG e nell'ordine di astenersi da una specifica condotta. Tra queste misure è inclusa la facoltà dell'ESMA di irrogare sanzioni pecuniarie (art. 34) che possono essere liberamente quantificate dall'autorità in base alla condotta punita, entro il limite massimo del 10% del fatturato annuale del *provider*. Nei casi più gravi, è possibile irrogare una sanzione reiterata (art. 35), per indurre il *provider* a ottemperare a quanto ordinato dall'ESMA. Tale sanzione periodica può ammontare al massimo al 3% del fatturato giornaliero dell'anno precedente e può essere applicata per un termine massimo di sei mesi.

7. Il controverso ruolo delle agenzie di *rating*

Illustrata sinteticamente la normativa, è legittimo chiedersi quale ruolo potranno ritagliarsi nel segmento ESG le agenzie di *rating*, che fino ad oggi hanno trainato lo sviluppo di questo servizio. Come si è visto, l'emissione contemporanea di *credit rating* e di *rating* ESG pare tendenzialmente vietata, essendo ritenuta alla stregua di un'ipotesi di conflitto di interessi (v. “considerando” 22). Tale impostazione imporrebbe alle agenzie di *rating*, oggi leader nel settore dei giudizi di sostenibilità, il ricorso a *spin-off* societari o ad analoghe operazioni al fine di conservare la duplice operatività. D'altra parte, dal dettato dell'art. 2 si può evincere che la disciplina non si applichi ai *credit rating* che contengano anche giudizi relativi alla sfera ESG del soggetto valutato, nemmeno qualora questi ultimi assumano le vesti di veri e propri *score* di sostenibilità. Emerge, dunque, una certa ambiguità del legislatore, il quale da un lato proclama l'incompatibilità tra emissione di *rating* ESG e agenzie di *rating*, ma allo stesso tempo sembra

concedere a queste ultime un modo per aggirare la normativa, ossia semplicemente inserendo il giudizio di sostenibilità nel quadro di un più ampio giudizio sul merito di credito. Ad una simile contraddizione sarebbe stata preferibile l'inclusione piena delle agenzie di *rating* nella normativa, magari imponendo loro ulteriori requisiti operativi, analogamente a quanto già avvenuto in relazione a specifici servizi offerti dalle agenzie (ad es. i *rating* su prodotti strutturati o i *rating* sovrani). All'opposto, la situazione attuale potrebbe essere rettificata negando ai giudizi di sostenibilità contenuti nei *credit rating* qualsiasi capacità di rendere il soggetto valutato conforme alle normative in materia di investimenti sostenibili. In questo modo, farebbe nuovamente comparsa la discrezionale attribuzione di patenti di *compliance* regolamentare da parte del legislatore, nonostante i problemi, riscontrati e affrontati da decenni, derivanti dalla c.d. “*regulatory license*” delle agenzie di *rating*. Una strada impervia e perigliosa che sarebbe auspicabile non ripercorrere lungo il cammino legislativo dei *rating* ESG.

Il Regolamento sulla resilienza operativa digitale (“DORA”): obiettivi, disciplina e alcune sfide aperte

di Isacco Girardi (Università Cattolica del Sacro Cuore)

1. Obiettivi e ambito di applicazione

Il Regolamento (UE) 2022/2554 (d’ora in avanti, “DORA” o “Regolamento”) si applica a decorrere dal 17 gennaio 2025 (art. 64, co. 2, DORA). Considerato l’imminente approssimarsi del termine, si ritiene opportuno approfondire le finalità e le principali previsioni contenute nel Regolamento.

L’obiettivo principale del DORA è il «conseguimento di un elevato livello di resilienza operativa digitale per le entità finanziarie regolamentate» (Considerando n. 105 DORA). Da un punto di vista macro-prudenziale, la resilienza digitale è servente a una duplice finalità: (i) la protezione della stabilità del sistema finanziario e (ii) la tutela dell’integrità del mercato, nella prospettiva di preservare la posizione dei clienti degli enti finanziari (v., in particolare, Considerando n. 11 DORA).

In questo contesto, il legislatore europeo ha delineato una nozione ampia di «rischi informatici»: quest’ultima comprende tutti gli eventi in grado di incidere sulla sicurezza dei sistemi tecnologici, dei processi dagli stessi dipendenti e, infine, dei servizi forniti da terze parti (art. 3, co. 1, n. 5, DORA).

Il perimetro applicativo del DORA, inoltre, è particolarmente ampio e comprende un vasto numero di «entità finanziarie», tra cui, per esempio, gli «enti creditizi», gli «istituti di pagamento» e le «imprese di investimento» (art. 2, par. 1, lett. *a*, *b* ed *e*, DORA).

2. Gestione dei rischi tecnologici e conformazione degli assetti organizzativi

La prima strategia normativa per soddisfare gli obiettivi sopra indicati è particolarmente nota in ambito finanziario. Scartata l’ipotesi di incrementare i requisiti di capitale per la loro scarsa idoneità a incentivare condotte “virtuose”, il DORA lascia alle «entità finanziarie» la libertà di fissare la propensione al rischio ritenuta ottimale per il perseguimento dei loro obiettivi imprenditoriali e impone numerosi obblighi diretti ad assicurare un’adeguata gestione e mitigazione dei rischi informatici in concreto intrapresi. Il Regolamento, in altri termini, riduce la sfera discrezionale delle «entità finanziarie» nella

predisposizione degli assetti organizzativi, etero-determinando i tratti fondamentali dei presidi per garantire un’elevata resilienza operativa digitale.

Più nel dettaglio, con il supporto delle funzioni aziendali interessate, l’«organo di gestione» deve definire e approvare un «quadro per la gestione dei rischi informatici» e le relative misure di attuazione (art. 5, par. 1 e 2, co. 1, DORA), avendo la «responsabilità finale per la gestione dei rischi informatici» (art. 5, par. 2, co. 2, lett. *a*, DORA).

In questa prospettiva, l’«organo di gestione» è tenuto a: (i) predisporre «politiche» dirette a «garantire il mantenimento di *standard elevati*» in materia di protezione dei dati (art. 5, par. 2, co. 2, lett. *b*, DORA); (ii) definire «chiaramente ruoli e responsabilità per tutte le funzioni» coinvolte e stabilire «adeguati meccanismi di *governance*» (art. 5, par. 2, co. 2, lett. *c*, DORA); (iii) definire e approvare la «strategia di resilienza operativa digitale» (art. 5, par. 2, co. 2, lett. *d*, DORA); (iv) approvare, supervisionare e riesaminare l’«attuazione della politica di continuità operativa» e «dei piani di risposta e ripristino» (art. 5, par. 2, co. 2, lett. *e*); (v) approvare e riesaminare i «piani interni di audit», gli «audit» e le «più importanti modifiche» (art. 5, par. 2, co. 2, lett. *f*, DORA) e, infine, (vi) approvare e riesaminare la «politica ... relativa alle modalità per l’uso» dei servizi tecnologici prestati da un fornitore terzo (art. 5, par. 2, co. 2, lett. *h*, DORA).

Dopo l’individuazione del contenuto del «quadro per la gestione dei rischi informatici» (art. 6 DORA), il Regolamento puntualizza nel dettaglio i diversi doveri che gravano sulle «entità finanziarie» in relazione ai diversi profili del documento (artt. 7-14 DORA), agli incidenti informatici (artt. 17-19 DORA) e ai *test* di resilienza operativa digitale (artt. 24-27 DORA).

3. Esternalizzazione di servizi tecnologici e vigilanza pubblica sui fornitori critici

La seconda strategia normativa per soddisfare gli obiettivi sopra indicati riguarda la pratica aziendale dell’esternalizzazione in ambito tecnologico. Il perimetro della nozione di fornitura di servizi tecnologici è particolarmente ampio: vi rientrano

tutti i «servizi digitali e di dati forniti ... a uno o più utenti interni o esterni *su base continuativa*» (art. 3, co. 1, n. 21, DORA). A differenza di quanto previsto negli Orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea (d'ora in poi, "EBA") in materia di esternalizzazione, adottati il 25 febbraio 2019, il legislatore non considera il requisito relativo alla capacità della banca di realizzare *in house* il servizio (par. 12).

La soluzione pare apprezzabile perché, in coerenza con il suo intento (Considerando n. 63 DORA), amplia l'applicazione del Regolamento ai rapporti di terza parte e, soprattutto, elimina il dubbio circa la sussistenza del presupposto applicativo in esame con riferimento a tecnologie altamente specializzate e difficilmente sviluppabili in autonomia dagli intermediari tradizionali.

Le diverse regole previste dal legislatore europeo hanno l'obiettivo di assicurare la qualità e la continuità della fornitura di sistemi tecnologici (art. 3, co. 1, n. 1 e Considerando n. 64 DORA) lungo l'intero arco del rapporto contrattuale tra «entità finanziaria» e *provider*.

Il Regolamento attribuisce veste vincolante a regole già previste nell'ordinamento finanziario e, in particolare, negli Orientamenti EBA in materia di esternalizzazione. In tale direzione, il legislatore europeo ribadisce i principi generali in materia (come, per esempio, la piena responsabilità delle «entità finanziarie» rispetto all'adempimento della normativa a loro applicabile: art. 28, par. 1, lett. *a*, DORA) e specifica le diverse attività che devono essere svolte dalle «entità finanziarie» prima di stipulare un contratto per l'esternalizzazione di servizi tecnologici (artt. 28, par. 4 e 29 DORA). Il Regolamento, infine, impone la stipulazione del contratto di esternalizzazione per iscritto (art. 30, par. 1, DORA) e ne etero-determina il contenuto in relazione ai suoi aspetti fondamentali (art. 30, par. 2, DORA), prevedendo alcuni specifici elementi solo per l'esternalizzazione di servizi tecnologici essenziali o importanti (art. 30, par. 3, DORA).

Nella prospettiva sopra indicata, si colloca anche la più importante novità normativa in materia introdotta dal Regolamento. Mettendo da parte l'idea di proteggere la stabilità finanziaria attraverso la fissazione di limiti imperativi alle esposizioni verso terzi in ambito tecnologico (Considerando n. 67 DORA), il legislatore europeo ha creato un regime di vigilanza *ad hoc* per i fornitori di servizi tecnologici

a rilevanza sistemica e qualificati come critici dalle autorità di vigilanza europee (art. 31, par. 1, lett. *a*, DORA). Il protagonista principale del «quadro di sorveglianza» è la c.d. «autorità di sorveglianza capofila» (= l'autorità di vigilanza europea nominata secondo il criterio previsto dall'art. 31, par. 1, lett. *b*, DORA): quest'ultima – come, peraltro, già possibile alla luce delle regole attualmente applicabili – non solo può esercitare nei confronti dei *provider* critici poteri informativi, ispettivi e di indagine (art. 35, par. 1, lett. *a* e *b*, DORA), bensì deve elaborare un «piano di sorveglianza individuale» (art. 33, par. 4, DORA) e, soprattutto, ha il potere di formulare nei confronti del fornitore raccomandazioni su un ampio spettro di materie capaci di incidere sulla qualità e la continuità del servizio tecnologico (tra cui, per esempio, i «meccanismi di *governance*»: art. 35, par. 1, lett. *d*, DORA). L'«autorità di sorveglianza capofila» può poi richiedere al fornitore «relazioni in cui si specifichino le azioni adottate o i rimedi applicati ... in relazione a tali raccomandazioni (art. 35, par. 1, lett. *c*, DORA). Il mancato rispetto delle misure adottate dall'«autorità di sorveglianza capofila» è sanzionato con l'imposizione di una penalità di mora giornaliera (art. 35, par. 6, DORA), che può estendersi sino a sei mesi (art. 35, par. 7, DORA) e non può superare l'1% del «fatturato medio quotidiano realizzato a livello mondiale ... nel precedente esercizio» (art. 35, par. 8, DORA). Salvo i casi in cui la pubblicazione arrechi un «danno sproporzionato» ai soggetti coinvolti o metta «gravemente a rischio» interessi pubblici (come, per esempio, il «regolare funzionamento e l'integrità dei mercati», nonché la «stabilità dell'intero sistema finanziario»), l'autorità competente deve pubblicare le ipotesi di ingiustificata inottemperanza alle raccomandazioni formulate verso il fornitore critico (art. 42, par. 2, DORA). L'attrazione di tali soggetti all'interno del perimetro di vigilanza è da valutare positivamente: nondimeno, sorge qualche perplessità sulla reale capacità deterrente della sanzione reputazionale alle raccomandazioni. Su questo aspetto, forse, si sarebbe potuto fare di più.

4. Un giudizio conclusivo

L'intervento del legislatore europeo incrementa la resilienza operativa digitale e, per conseguenza, la stabilità del sistema finanziario, nonché l'integrità del mercato. Il perseguimento di tali obiettivi comporterà, tuttavia, un aumento dei costi in capo

agli enti che rientrano nel perimetro applicativo dell'intervento normativo e, dunque, la vera sfida per gli attori coinvolti e i regolatori europei sarà trovare un adeguato equilibrio tra istanze pubblicistiche e di efficienza.

In una prima prospettiva, è lo stesso Regolamento che cerca di trovare un bilanciamento tra le due esigenze, prevedendo per alcune «entità finanziarie» a ridotta rilevanza sistemica (art. 16, par. 1, DORA) un «quadro semplificato per la gestione dei rischi informatici», che esenta tali enti dal regime ordinario e gli impone l'applicazione di obblighi più generici e meno ampi (art. 16, par. 1, co. 1 e par. 2, DORA).

In una diversa prospettiva, per i soggetti non sottoposti al *framework* sopra indicato, il compiuto successo del Regolamento dipenderà (i) dalla capacità delle «entità finanziarie» di calibrare al meglio le misure attuative degli obblighi sopra descritti in relazione alle proprie specificità (art. 4, par. 1 e 2, DORA) e (ii) dalla disponibilità delle autorità di vigilanza competenti a tenere effettivamente conto del principio di proporzionalità nell'attività di supervisione, come richiesto dal Regolamento (art. 4, par. 3, DORA). Pur non essendo declinata in tal senso, la proporzionalità dovrebbe guidare l'«autorità di sorveglianza capofila» nella formulazione delle raccomandazioni verso i fornitori di servizi tecnologici critici e, pertanto, gli interventi non potranno eccedere nella misura, arrivando ad assumere quale modello di riferimento le imprese vigilate. Il consapevole adempimento dei compiti assegnati dal Regolamento passa per un'adeguata diffusione di competenze e conoscenze tecnologiche: da questo punto di vista, le «entità finanziarie» e la vigilanza devono farsi trovare pronte all'appuntamento (con riferimento agli enti vigilati, rispettivamente, artt. 5, par. 4, 6, par. 6 e 13, par. 1, DORA), se del caso assumendo nuovo personale o avviando percorsi interni di formazione.

Sempre nell'ottica di aumentare la certezza normativa e ridurre i costi di *compliance*, infine, sarebbe opportuno che i regolatori europei realizzino un adeguato coordinamento tra il DORA e le altre fonti già applicabili nel campo della gestione dei rischi informatici, come, per esempio, gli Orientamenti EBA sull'esternalizzazione e sulla gestione dei rischi relativi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione e di sicurezza, adottati il 28 novembre 2019.

Rimodellare i mercati di negoziazione: le innovazioni nella disciplina di MiFID II / MiFIR alla luce della *Capital Markets Union*

di Giuseppe d'Agostino (*Bird & Bird*)

1. Premessa

La Direttiva (UE) 2024/790 che modifica la MiFID II e il Regolamento (UE) 2024/791 che modifica il MiFIR sono entrati in vigore il 28 marzo 2024. Le modifiche al MiFIR si applicano a partire da tale data, mentre nel caso della MiFID II gli Stati membri devono adottare le necessarie disposizioni legislative, regolamentari e amministrative entro il 29 settembre 2025¹.

Il processo di revisione della “disciplina di mercato” disegnata dalla MiFID II / MiCAR si è sviluppato nell’arco di quasi due decenni, caratterizzati da *shock* come la crisi finanziaria internazionale del 2007-2011 e la pandemia COVID-19 del 2020-2021. Questi eventi hanno colpito duramente il settore finanziario e hanno richiesto un vero e proprio programma di riforme, culminato nel Piano d’azione della Commissione per l’Unione dei mercati dei capitali del settembre 2020.

MiFID I: Preludio alla riforma

La direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID), in applicazione dal 1° novembre 2007, ha modernizzato la regolamentazione dei mercati finanziari nell’Unione europea (UE). L’introduzione di sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), gestiti da imprese di investimento o da operatori di mercato regolamentati, e l’eliminazione dell’obbligo per gli Stati membri di limitare la negoziazione

di strumenti finanziari a sedi specifiche hanno promosso l’armonizzazione e l’efficienza. Ciò ha favorito la concorrenza tra le sedi esistenti (mercati regolamentati) e i nuovi sistemi multilaterali di negoziazione, prevedendo requisiti di trasparenza pre e post-negoziazione per i titoli azionari, con esenzioni basate sul modello di mercato e sul tipo di ordine o transazione.

La crisi finanziaria del 2007-2011 come spartiacque

La crisi finanziaria – iniziata negli Stati Uniti nel febbraio 2007 e culminata nel crollo di Lehman Brothers nel 2008 ha creato un potente e vasto circolo vizioso di sfiducia tra le imprese finanziarie, drastica contrazione della liquidità dei mercati e fallimenti operativi nel sistema finanziario su scala internazionale, con conseguenze importanti per lo stato dell’economia mondiale.

In tale contesto, i leader del G20 hanno incaricato il *Financial Stability Board* (FSB) di sviluppare soluzioni per garantire la stabilità del sistema finanziario internazionale, con particolare attenzione alle misure volte a ridurre il rischio finanziario sistemico e a migliorare la trasparenza e la negoziazione degli strumenti finanziari, in particolare dei derivati OTC².

In linea con l’accordo del G20, l’UE ha adottato una serie di provvedimenti per raggiungere gli obiettivi dell’FSB, tra cui misure per promuovere

1. Come indicato nella revisione del MiFIR e ulteriormente chiarito dalla Commissione europea nel progetto di comunicazione del 27 marzo 2024 e nella dichiarazione pubblica dell’ESMA della stessa data, in tutti i casi in cui le disposizioni del MiFIR devono essere integrate da regolamenti delegati della Commissione nuovi o modificati per essere pienamente operative, i regolamenti delegati esistenti applicabili prima del 28 marzo 2024 continuano ad applicarsi, insieme alle disposizioni che essi integrano, al fine di garantire la certezza del diritto per i partecipanti al mercato per quanto riguarda il regime applicabile [cfr. Progetto di comunicazione della Commissione europea (C(2024) 2083) – pubblicato il 27 marzo 2024 – sull’interpretazione e l’attuazione delle disposizioni transitorie della revisione MiFIR per quanto riguarda il miglioramento della trasparenza dei dati, la rimozione degli ostacoli all’emergere di nastri consolidati, l’ottimizzazione degli obblighi di negoziazione e il divieto di ricevere pagamenti per il flusso di ordini e la dichiarazione pubblica dell’ESMA (ESMA74-2134169708-7163) sulla “Transizione per l’applicazione della revisione MiFID II/MiFIR”].

la stabilità finanziaria; interventi per promuovere la crescita economica favorendo lo sviluppo di canali finanziari diretti all'economia che integrino i tipici canali bancari; l'introduzione di discipline sulle infrastrutture di mercato; la revisione del quadro normativo per l'intermediazione mobiliare e i mercati finanziari.

2. L'importanza di MiFID II / MiFIR nel contesto post-crisi finanziaria

Nell'ottobre 2011, la Commissione europea ha così avviato un processo di consultazione sulla regolamentazione dei mercati finanziari, che è culminato nella pubblicazione delle proposte di modifica della MiFID II e del MiFIR e del regolamento [EMIR] sui derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni³.

Questo processo si è concluso con la pubblicazione del testo finale di MiFID II e MiFIR nel giugno 2014. Le disposizioni ivi contenute sono state attuate a partire dal 3 gennaio 2017. Le disposizioni di questi testi legislativi, anche se con molteplici adattamenti parziali, sono ancora in vigore.

Il corpus MiFID II / MiFIR, nella sua parte relativa alla disciplina di mercato, è stato concepito

per fornire soluzioni ai problemi incontrati durante i primi 3,5 anni di operatività della MiFID I e alle lacune normative emerse durante la crisi finanziaria (in particolare per quanto riguarda la negoziazione di derivati), attraverso una maggiore armonizzazione delle regole⁴, pur prevedendo non poche aree di flessibilità.

In particolare, le principali innovazioni hanno riguardato:

- l'estensione della copertura regolamentare per includere nuovi operatori di mercato (fornitori di servizi di dati), nuove categorie di strumenti finanziari e nuove strutture di negoziazione multilaterali come i sistemi organizzati di negoziazione (OTF) per prodotti non azionari e derivati precedentemente non regolamentati, equiparando gli standard regolamentari per tutte le sedi di negoziazione;
- l'aumento della trasparenza pre e post-negoziazione delle *sedi di negoziazione* attraverso la pubblicazione obbligatoria dei dati su ordini ed eseguiti;
- il rafforzamento della protezione degli investitori.

Ma sono stati introdotti altri nuovi elementi⁵, non

2. Si vedano i comunicati finali del G20 relativi al vertice di Pittsburgh, 24-25 settembre 2009, e al vertice di Seul, 11-12 novembre 2010. In questi comunicati, il G20 ha auspicato l'adozione di misure volte a ridurre il rischio finanziario sistemico, ad aumentare i requisiti prudenziali delle banche e gli standard di liquidità, a rafforzare l'infrastruttura di mercato per la negoziazione degli strumenti finanziari e, in particolare, a sottoporre alcune categorie di derivati a requisiti di negoziazione, compensazione e trasparenza, nonché a migliorare l'organizzazione della vigilanza.

3. Si veda COM(2011) 656 del 20.10.2011 [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] e COM(2011) 652 del 20.10.2011 [Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento [EMIR] sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni].

4. La relazione che accompagna le proposte legislative per la sostituzione della MiFID I rivela anche un profondo cambiamento di rotta nell'attuazione della strategia finora osservata per la regolamentazione del settore finanziario, ovvero l'impegno della Commissione europea a "ridurre al minimo, ove opportuno, le discrezionalità a disposizione degli Stati membri nelle direttive UE sui servizi finanziari" (p. 2), con l'obiettivo di creare un "single rulebook" per i mercati finanziari dell'UE.

5. Tra questi vale la pena di citare: (1) il *Consolidated tape*, ovvero un sistema elettronico per la centralizzazione e la diffusione dei dati di mercato di tutte le sedi di negoziazione dell'UE, gestito dal *Consolidated tape Provider* (CTP), finalizzato a migliorare la trasparenza dei mercati nel loro complesso; (2) l'obbligo di negoziare i derivati standardizzati (idonei alla compensazione) in sedi di negoziazione organizzate; (3) l'introduzione di mercati di crescita per le PMI all'interno dei sistemi commerciali multilaterali per facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese; (4) accesso non discriminatorio ai sistemi di compensazione e regolamento in tutta l'Unione per facilitare le operazioni transfrontaliere e sostenere il buon funzionamento dei mercati finanziari; (5) la disciplina del *trading algoritmico* e ad alta frequenza per mitigare i rischi di instabilità del mercato adattando gli standard alle tecnologie emergenti; (6) dotare le autorità nazionali competenti di ampi poteri di applicazione, compreso il potere di intervento diretto per proteggere gli investitori, assicurare il regolare funzionamento dei mercati finanziari e preservare la stabilità del sistema finanziario.

da ultimo per mitigare alcuni “effetti collaterali” dell’apertura alla concorrenza tra le sedi di negoziazione prodotta dalla MiFID I, i cui benefici “*non sono arrivati in egual misura a tutti i partecipanti al mercato e non sempre sono stati trasferiti agli investitori finali, al dettaglio o all’ingrosso*”⁶.

3. I piani d’azione della Commissione europea per la *Capital Markets Union*

In effetti, anche prima dell’adozione di MiFID II e MiFIR, era ampiamente riconosciuto a livello istituzionale che il quadro normativo dei mercati finanziari dell’UE, pur essendo completo, non era sufficientemente in grado di affrontare la frammentazione nazionale dei mercati dei capitali dell’UE a causa delle differenze nel diritto societario, nella fiscalità e nelle procedure di insolvenza tra gli Stati membri e della mancanza o dell’incoerenza nell’applicazione delle norme europee⁷.

Nel settembre 2015, la Commissione europea ha lanciato un primo piano d’azione *Capital Markets Union* (CMU) con l’obiettivo di superare le sfide presenti. Questo piano si proponeva, da un lato, di stimolare il flusso di risparmio finanziario privato verso l’economia reale e, dall’altro, di ridurre gli

ostacoli all’accesso al mercato dei capitali per le imprese, in particolare le PMI.

Questo primo piano è nato dalla consapevolezza delle sfide significative (e degli ostacoli pratici) nel processo di integrazione dei mercati finanziari europei, accentuate dall’imminente Brexit. Così, l’obiettivo di realizzare un “mercato finanziario unico” in Europa, argomento-chiave della politica di regolamentazione del settore finanziario dell’Unione europea (allora Comunità europea) sin dal maggio 1999⁸, veniva sostituito dalla più pragmatica finalità di costruire un’unione di mercati di capitali (necessariamente nazionali), mediante azioni praticabili di perfezionamento delle strutture esistenti.

Nel corso del tempo, la gestione dell’agenda normativa dell’UE è stata complicata dagli sviluppi di politiche successive, come il piano d’azione Fintech nel 2018 e l’iniziativa per un *Green Deal* europeo nel 2019. Con il diffondersi della pandemia COVID-19 nel 2020, è cresciuta la convinzione a livello di istituzioni europee della necessità di un nuovo piano CMU per sostenere la ripresa economica e le transizioni verdi e digitali (le cosiddette *transizioni gemelle*), tenendo conto della competitività globale e dell’autonomia strategica dell’UE.

6. Cfr. cit. COM(2011) 656 del 20.10.2011, pag. 3.

7. La relazione del 2011 che accompagna le modifiche proposte cita esplicitamente la “frammentazione del mercato dovuta alla concorrenza” (tra le sedi di negoziazione) come fattore di complessità per la raccolta dei dati di mercato e quindi dell’attività di negoziazione.

8. Si veda la comunicazione della Commissione “Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan”, COM(1999) 232 dell’11.05.1999. In questo documento, la Commissione europea ha delineato formalmente il piano delle misure da adottare per realizzare un mercato interno integrato dei servizi finanziari entro il 2005. L’insufficiente sviluppo dei mercati dei capitali è stato attribuito principalmente all’approccio frammentario della regolamentazione dei mercati mobiliari. Comunicazione, questa, che rafforzava quanto già rappresentato nella precedente comunicazione del 28 ottobre 1998 intitolata “Financial services: building a framework for action”.

In questo contesto, nel settembre 2020 la Commissione ha rivisto completamente il piano CMU, stabilendo nuove priorità, tra cui il pacchetto *Listing Act 2022* per migliorare l'attrattiva dei mercati pubblici dei capitali per le società dell'UE⁹, e il regolamento ESAP per centralizzare l'accesso alle informazioni finanziarie e sulla sostenibilità¹⁰, e introducendo la revisione della regolamentazione dei depositari centrali di titoli (CSDR)¹¹, la "Strategia di investimento al dettaglio" per assicurare la centralità degli investitori e la promozione di un "*consolidated tape*" per la raccolta e la gestione accentrata dei dati sulle negoziazioni di strumenti finanziari in tutte le sedi dell'UE.

La rilevanza di questo piano è stata da ultimo rilanciata dalla BCE in una dichiarazione pubblicata il 7 marzo 2024 in cui ha posto nuovamente l'accento sulla creazione di un mercato unico dei capitali (letteralmente: "*a single market for capital*") e suggerendo un possibile "*rebranding*" della CMU in linea con gli obiettivi originari¹².

In linea con questa posizione, la BCE ritiene, tra l'altro, che sia necessario procedere all'istituzione di una vigilanza integrata dei mercati dei capitali dell'UE, basata sulle Autorità di vigilanza europee per la supervisione diretta delle istituzioni finanziarie sistemiche dell'UE che operano a livello transfrontaliero, e che si debbano intraprendere

interventi specifici nell'infrastruttura dei mercati finanziari europei per promuoverne il consolidamento, al fine di garantire il corretto funzionamento del sistema finanziario del continente.

4. La revisione del pacchetto normativo MiFID II e MiFIR

La "relazione" delle comunicazioni (COM(2021) 726 e COM(2021) 727 del 25 novembre 2021), che contengono rispettivamente la proposta di direttiva che modifica la MiFID II e la proposta di regolamento che modifica il MiFIR, delinea l'obiettivo specifico rispetto al quale sarà misurata l'efficacia delle innovazioni normative promosse: "*Al fine di conseguire risultati in relazione al suo obiettivo di promuovere un vero e proprio mercato unico efficiente per la negoziazione, la Commissione ha individuato tre aree prioritarie di revisione:*

- *migliorare la trasparenza e la disponibilità dei dati di mercato,*
- *migliorare le condizioni di parità tra le sedi di esecuzione e*
- *garantire che l'infrastruttura di mercato dell'UE possa rimanere competitiva a livello internazionale*"¹³.

La maggior parte delle misure legislative è contenuta nel regolamento che modifica il MiFIR; la proposta di direttiva contiene infatti modifiche

9. Il 1° febbraio 2024 il Consiglio e il Parlamento hanno raggiunto un accordo provvisorio. Il 22 febbraio 2024, la Commissione ECON ha approvato l'accordo provvisorio di Trilogo sul "*Listing package*". La posizione del Parlamento in prima lettura è prevista per la sessione plenaria del 22 aprile 2024. Il pacchetto "*Listing Act*" apporta anche modifiche alla MiFID II, in particolare alla "regola della disaggregazione della ricerca" (che consente pagamenti aggregati per i servizi di ricerca e di esecuzione degli ordini relativi a strumenti finanziari di società quotate).

10. Il regolamento sul Punto di Accesso Unico Europeo (ESAP), parte del pacchetto *Capital Markets Union*, è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 20 dicembre 2023. Si tratta di una piattaforma digitale che mira a fornire un accesso continuo in tutta l'UE a tutte le informazioni (comprese quelle finanziarie e relative alla sostenibilità) divulgate al pubblico dalle società, comprese quelle finanziarie.

11. La revisione del Regolamento (UE) n. 909/2014 sui "depositari centrali di titoli" (CSDR) era finalizzata a consentire agli operatori di fornire servizi di settlement transfrontalieri, in modo da sviluppare un'industria dei servizi di post-negoziazione più integrata nell'UE. Il 13 dicembre 2023 è stato emanato il regolamento (UE) 2023/2845 del Parlamento europeo e del Consiglio, che modifica il regolamento (UE) n. 909/2014 e il regolamento (UE) n. 236/2012. Parallelamente, la Commissione europea ha portato avanti la revisione del Regolamento (UE) 648/2012 sui derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR). La posizione del Parlamento in prima lettura è attesa per la sessione plenaria del 22 aprile 2024.

12. Cfr. "Statement by the ECB Governing Council on advancing the Capital Markets Union" del 7 marzo 2024 disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240307~76c2ab2747.en.html>.

alla MiFID II di natura necessaria solo per allineare i due testi e garantire la coerenza complessiva del quadro normativo. Le due proposte vanno quindi lette insieme.

Le modifiche proposte sono suddivise in sezioni specifiche, ognuna delle quali affronta aree normative e di mercato specifiche.

4.1. Trasparenza e accesso alle informazioni di mercato

Il Consolidated Tape. Questo sistema svolge un ruolo cruciale nel disegno del legislatore europeo per l'integrazione del sistema dei mercati di negoziazione dell'UE, in quanto consolida e diffonde in tempo reale i "dati di mercato fondamentali" (*core market data*), tra cui, per i titoli azionari, i migliori prezzi proposti in acquisto e in vendita, i relativi volumi e le transazioni eseguite (informazioni su prezzo/volume e tempo) e, per i titoli non azionari, i dati relativi alle operazioni eseguite, nonché i cosiddetti "dati regolamentari" relativi, ad esempio, allo stato dei sistemi di *order-matching* di tutte le sedi di negoziazione e degli internalizzatori sistematici dell'UE.

L'accesso a dati di mercato di alta qualità per tutte le parti interessate mira dunque a facilitare le negoziazioni su strumenti finanziari attraverso il continuo aggiornamento e diffusione di informazioni granulari (a livello di specifico strumento finanziario)

sull'operatività delle sedi di negoziazione, consentendo altresì una progettazione più solida delle politiche di *best execution*¹⁴.

I Consolidated Tape Providers (CTP) e i Data Contributors. Il regolamento (UE) n. 600/2014 fornisce già un quadro legislativo per i fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione di dati di mercato (*Consolidated Tape Providers – CTP*).

Ad oggi, tuttavia, nessun soggetto sottoposto a vigilanza ha richiesto l'autorizzazione a operare come CTP. La Commissione cita tre ragioni principali: (1) l'incertezza sulle modalità con cui un CTP dovrebbe ottenere i dati dalle varie sedi di esecuzione o dai fornitori di servizi di comunicazione dei dati (APA) interessati; (2) la non armonizzazione dei dati comunicati dalle sedi di esecuzione, che ne riduce la qualità nel consolidamento e ne aumenta i costi; (3) l'assenza di incentivi commerciali per operare come CTP.

Al fine di rimuovere questi ostacoli, il regolamento di modifica del MiFIR ha introdotto l'obbligo per tutti i gestori delle sedi di negoziazione e per gli APA¹⁵ dell'UE di trasmettere i *regulatory data* e i dati di mercato relativi alle azioni, agli ETF e alle obbligazioni negoziati in una sede di negoziazione e ai derivati OTC soggetti all'obbligo di compensazione al centro dati del fornitore di servizi di "consolidated

13. Cfr. COM(2021) 726 sulla proposta di direttiva che modifica la MiFID II ("*Direttiva (UE) 2024/... del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari*") e COM(2021) 727 sulla proposta di regolamento che modifica il MiFIR.

14. Possiamo parlare, in questo contesto informativo, di *dynamic execution strategy*. Infatti, i sistemi di "consolidated tape" consentiranno alle imprese di investimento di progettare e monitorare costantemente l'efficacia dei propri dispositivi di trasmissione ed esecuzione degli ordini e delle strategie ad essi sottese sulla base di un'ampia base di dati, che sarà tecnicamente facilmente accessibile, in modo da poter individuare e, se del caso, correggere eventuali carenze nei meccanismi adottati e nella logica che li sottende, nonché valutare meglio i fattori in base ai quali scegliere le sedi di negoziazione e/o i soggetti ai quali trasmettere gli ordini dei clienti per l'esecuzione, in accordo all'art. 27 MiFID II e artt. 65 e 66b del reg. delegato (UE) 2017/565.

15. Un "APA" (Approved Publication Arrangement) è un soggetto autorizzato ai sensi del presente regolamento a pubblicare le segnalazioni delle operazioni concluse per conto delle imprese di investimento ai sensi degli articoli 20 e 21 del MiFIR.

tape” (art. 22-bis - Fornitura di dati di mercato al CTP).

L’obbligo dei “contributori di dati di mercato” si estende alla modalità di trasmissione in un formato armonizzato e in tempo reale, tramite un protocollo di trasmissione di alta qualità. Ogni CTP sceglie il protocollo da utilizzare per la trasmissione diretta dei dati al proprio centro-dati.

I contributori di dati non ricevono alcun compenso per la loro trasmissione al CTP, ad eccezione dei compensi ricevuti ai sensi dell’articolo 27-nonies, paragrafi 5, 6 e 7.

Nel nuovo MiFIR, i CTP accreditati devono garantire l’accuratezza, la tempestività e la coerenza dei dati ricevuti. Essi operano per specifiche classi di attività (azioni e fondi indicizzati quotati, obbligazioni, derivati quotati e OTC). I CTP sono autorizzati per un periodo di cinque anni attraverso un processo selettivo gestito dall’ESMA, garantendo così il controllo sull’intero sistema di generazione e trasmissione dei dati forniti al sistema di pubblicazione consolidato. Solo i CTP selezionati e autorizzati dall’ESMA possono raccogliere dati dai contributori in conformità alla regola del contributo obbligatorio.

Un CTP riscuote le tariffe dagli utenti (professionali), fornendo l’accesso gratuito al *consolidated tape* ad investitori al dettaglio, agli accademici, alle organizzazioni della società civile e alle autorità competenti. Nel caso di gestione di un *consolidated tape per azioni* ed ETF, il CTP è tenuto a ridistribuire parte dei suoi ricavi secondo i criteri stabiliti dall’articolo 27-nonies, paragrafi 6 e 7, del nuovo MiFIR. Nel caso di un CT per strumenti finanziari diversi da azioni ed ETF, il CTP può decidere o meno di ridistribuire parte dei ricavi ricevuti ai contributori dei dati.

Qualità dei dati (Articolo 22-ter). Per garantire l’accuratezza e la tempestività delle informazioni fornite ai sistemi di “*consolidated tape*”, l’ESMA è chiamato ad elaborare progetti di RTS per specificare il protocollo di trasmissione, le misure sulle segnalazioni di negoziazioni errate e le norme relative alla qualità dei dati, comprese le disposizioni sulla cooperazione tra i soggetti che contribuiscono ai dati e il CTP, tenendo conto del parere di un gruppo di esperti selezionati dalla Commissione attraverso una procedura aperta, degli sviluppi internazionali e degli standard concordati a livello di Unione o internazionale.

Sincronizzazione dei dati (Articolo 22-quater – Sincronizzazione dei “*business clocks*”). Un’altra componente fondamentale del sistema è data dalla sincronizzazione temporale dei dati trasmessi. A tal fine, tutti i soggetti che contribuiscono ai dati e il fornitore di *consolidated tape* devono applicare marcature temporali armonizzate e sincronizzare i propri sistemi, noti come “*business clock*”, seguendo gli RTS sviluppati dall’ESMA e approvati dalla Commissione europea. Il Regolamento (UE) che modifica il MiFIR estende questo obbligo non solo alle sedi di negoziazione e ai loro membri, ma anche agli internalizzatori sistematici, agli APA e ai CTP. Poiché questo requisito è ora contenuto nel Regolamento (UE) n. 600/2014, viene eliminato dalla Direttiva 2014/65/UE.

Per il sistema UE dei mercati di negoziazione, l’eliminazione delle barriere all’implementazione di un *consolidated tape* per ogni *asset class* considerata da MiFIR mira a generare i seguenti benefici:

- **maggior trasparenza:** il *consolidated tape* fornisce una visione completa delle attività di *trading*, garantendo l’accesso a informazioni aggiornate a tutti i partecipanti al mercato e riducendo così drasticamente le asimmetrie informative nei mercati;
- **miglioramento dell’efficienza del mercato nei processi di determinazione dei prezzi** nei vari mercati di negoziazione;
- **decisioni di investimento informate:** gli investitori, sia istituzionali che *retail*, beneficiano di dati accurati e tempestivi per effettuare scelte di investimento informate, migliorando così le loro strategie e potenzialmente i rendimenti;
- **una maggiore sorveglianza del mercato da parte delle autorità di vigilanza:** il sistema facilita l’identificazione e la prevenzione di pratiche di mercato abusive, migliorando così la protezione degli investitori e l’integrità del mercato

Tuttavia, va evidenziato che l’introduzione del “*consolidated tape*” non elimina i problemi associati alla frammentazione delle negoziazioni tra le sedi di mercato, né riduce i costi associati alle differenze nelle modalità operative di trasmissione ed esecuzione degli ordini.

4.2. Semplificazione del quadro normativo e chiarezza operativa

Trasferimento della regolamentazione dei sistemi multilaterali da MiFID II a MiFIR. Il trasferimento delle disposizioni da una direttiva a un regolamento ha importanti implicazioni giuridiche e pratiche per il sistema giuridico dell'UE e per gli attori coinvolti. Garantirà l'applicazione diretta in tutti gli Stati membri senza la necessità di una legislazione nazionale di attuazione, assicurando così un "level playing field" tra i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e i sistemi organizzati di negoziazione (OTF) attraverso l'uniformità e la coerenza nell'interpretazione e nell'applicazione delle norme che disciplinano i sistemi multilaterali di negoziazione a livello UE.

Allineamento dell'obbligo di rendere disponibili i dati pre e post-negoziazione con l'obbligo di fornire dati al CTP:

i titoli II e III del regolamento (UE) n. 600/2014 impongono alle sedi di negoziazione, agli APA, alle imprese di investimento e agli internalizzatori sistematici di rendere pubblici i dati pre-negoziazione e post-negoziazione relativi alle operazioni su ciascuno strumento specifico. Questo obbligo è essenziale per consentire ai partecipanti al mercato di accedere a questi dati. Tuttavia, al fine di evitare un onere eccessivo per i contributori di dati, l'obbligo di pubblicazione dei dati è allineato il più possibile con l'obbligo di fornire dati al CTP.

Modifiche relative all'accesso elettronico diretto. La revisione riguarda l'obbligo per i fornitori di accesso elettronico diretto di essere imprese di investimento o istituti creditizi autorizzati. La nuova direttiva riconosce l'efficacia della funzione di *gate-keeper* svolta da tali imprese e istituti, consentendo una maggiore flessibilità operativa e riducendo l'onere normativo per le imprese che forniscono accesso diretto ai propri clienti.

Introduzione dello status di designated publication entity.

Questa innovazione consente a un'impresa di investimento di essere responsabile nel rendere pubblica un'operazione attraverso un APA senza dover optare per lo status di internalizzatore sistematico. L'ESMA dovrebbe tenere un registro pubblico di tali entità designate per categoria di strumenti finanziari,

in modo che i partecipanti al mercato possano identificarle.

Best Execution: s'introduce la sospensione temporanea degli obblighi di reportistica relativi alla *best execution* per le sedi di esecuzione, in attesa di una valutazione tecnica dell'utilità delle informazioni prodotte. Si tratta di una misura di alleggerimento amministrativo che va letta insieme alla disposizione che prevede il potenziamento dello strumento informativo costituito dal sistema consolidato di pubblicazione dei dati di mercato.

L'ESMA è chiamata a elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione (RTS) sui criteri da considerare per stabilire e valutare l'efficacia della strategia di esecuzione degli ordini ai sensi dell'articolo 27, paragrafi 5 e 7, della MiFID II, tenendo conto della differenza tra clienti al dettaglio e clienti professionali.

4.3. Gestione della volatilità eccessiva e dei mercati dei derivati

Regole per limitare la volatilità eccessiva e valutazione del quadro normativo: la direttiva 2014/65/UE impone alle sedi di negoziazione di attuare meccanismi per limitare la volatilità eccessiva, come le interruzioni delle negoziazioni e i collar di prezzo. La direttiva di modifica prevede requisiti di trasparenza rafforzati per l'attivazione di questi meccanismi in situazioni eccezionali al fine di mantenere la stabilità dei mercati finanziari. L'ESMA è incaricata di definire, tramite RTS, i parametri tecnici di questi meccanismi. In ogni caso, i mercati regolamentati mantengono un'ampia discrezionalità sui meccanismi e sui parametri da adottare. Le autorità nazionali competenti sono chiamate a monitorare l'uso di questi meccanismi e a esercitare la vigilanza.

Miglioramenti agli obblighi di negoziazione: ad esempio, imponendo un unico tetto al volume di *dark trading* di uno strumento azionario al livello della negoziazione totale di quello strumento nell'Unione.

Allineamento dell'obbligo di negoziazione dei derivati (compresi i derivati OTC) nelle sedi di negoziazione con l'obbligo di compensazione dei derivati.

Obblighi di trasparenza per le operazioni in derivati. Nel caso dei derivati, indipendentemente dal fatto che

siano negoziati in sedi di negoziazione o al di fuori di esse, tuttavia, tali obblighi si applicano in relazione a (1) derivati sufficientemente standardizzati per i quali esiste un obbligo di compensazione ai sensi del regolamento (UE) n. 648/2012), anche armonizzando il regime di differimento per la pubblicazione dei dati post-negoziazione relativi alle operazioni in strumenti diversi dai titoli di capitale (ed eliminando la discrezionalità delle autorità nazionali competenti)¹⁶, ossia (2) se il sottostante è negoziato in una sede di negoziazione o (3) se il sottostante è un indice o un paniere composto da strumenti finanziari negoziati in una sede di negoziazione.

L'articolo 13 del nuovo MiFIR impone ai partecipanti al mercato e alle imprese di investimento di fornire un accesso non discriminatorio ai dati pre e post-negoziazione a condizioni commerciali eque. Tali condizioni devono riflettere i costi di produzione e distribuzione delle informazioni, aumentati di un ragionevole margine di profitto.

Le informazioni devono essere rese disponibili gratuitamente al pubblico entro 15 minuti dalla loro pubblicazione, in un formato leggibile da macchina e utilizzabile da tutti gli utenti, compresi gli investitori al dettaglio.

Divieto di ricevere o offrire pagamenti per l'instradamento di flussi di ordini verso specifiche sedi di negoziazione. Il Regolamento (UE) modificativo del MiFIR vieta alle imprese di investimento di ricevere compensi, commissioni o benefici non monetari per l'instradamento di flussi di ordini verso sedi di negoziazione specifiche, al fine di superare le divergenze interpretative e nell'applicazione delle norme sulla *best execution* da parte delle autorità nazionali. Le diverse interpretazioni di questo articolo da parte delle autorità nazionali competenti hanno portato ad approcci divergenti nell'applicazione e nella vigilanza delle pratiche di mercato. Questa misura rafforza il principio della migliore esecuzione

degli ordini alle migliori condizioni possibili per i clienti, impedendo l'interferenza di conflitti di interesse che potrebbero compromettere l'integrità della scelta della sede di esecuzione. Le imprese sono tenute a monitorare e ottimizzare l'efficacia dei loro sistemi di esecuzione.

5. Conclusioni

Il quadro normativo europeo per le sedi di negoziazione di strumenti finanziari, modificato da MiFID II e MiFIR, promuove l'innovazione, l'integrità e l'efficienza dei mercati finanziari europei, con l'obiettivo di ottimizzare le discipline esistenti. Infatti, le modifiche apportate da MiFID II e MiFIR hanno introdotto principi operativi uniformi e trasparenza informativa per le sedi di negoziazione sulla scia dell'attuale piano CMU, che non ha l'ambizione di rivitalizzare il progetto del "mercato finanziario unico". In questo contesto, l'introduzione del requisito del *consolidated tape* migliorerà significativamente l'accesso delle imprese di investimento a dati di mercato di alta qualità e consentirà loro di definire meglio le strategie di trasmissione ed esecuzione degli ordini, in linea con un'applicazione "non formale" delle regole di *best execution* della MiFID II, facilitandone l'attuazione e il monitoraggio. In questo scenario, la questione dell'integrazione transfrontaliera delle infrastrutture di mercato rimane sullo sfondo, ma potrebbe essere affrontata in una versione aggiornata della CMU (come proposto dalla BCE).

16. Per le obbligazioni, gli strumenti finanziari strutturati e le quote di emissione o loro categorie, il regime di differimento della pubblicazione post-negoziazione delle informazioni dovrà essere determinato per categorie di operazioni, tenendo conto delle dimensioni delle operazioni e della liquidità degli strumenti finanziari interessati. L'ESMA è incaricata di elaborare progetti di standard tecnici di regolamentazione a questo proposito anche per il caso delle obbligazioni.

La custodia degli strumenti finanziari digitali

di Grazia Bonante, Salvatore Luciano Furnari, Davide Schettini (Studio Lener & Partners)

In una delle più acute riflessioni sulle conseguenze della dematerializzazione si leggeva come la diffusione dei mezzi elettronici avesse - nell'*esiliare* la carta - alterato un elemento fondamentale della circolazione dei titoli di credito: la coppia "*spossezzamento/impossezzamento*" di documenti per scambiare prerogative giuridiche documentate¹.

L'alterazione del modello originario segnava il "*passaggio da una circolazione immediata (mi spossezzo del titolo e ti impossezzo del titolo) ad una circolazione intermediata (acquisti se e soltanto se l'intermediario aggiorna il suo volatile documento)*"².

La funzione dell'intermediario che tiene i conti su cui sono registrati i titoli dematerializzati diveniva così centrale nella loro circolazione da indurre a parlare appunto di "circolazione intermediata"³.

Si preconizzava che "*se la consecuzione spossezzamento/impossezzamento del documento cartaceo fosse replicabile [...] con riguardo al documento elettronico suscettibile di essere disappropriato dall'alienante ed appropriato dall'acquirente in modo, di volta in volta, irreversibile ed esclusivo [...] nulla cambierebbe rispetto alla secolare tradizione della circolazione dei documenti cartacei, perché la relazione tra chi si spossezza e chi si impossezza sarebbe, come è stata in quella tradizione immediata*"⁴.

Sembra che il ricorso alla tecnologia DLT consenta adesso lo spossezzamento/impossezzamento in modo "*irreversibile ed esclusivo*" tra le parti dello scambio, così riportando in auge fenomeni di circolazione

immediata e - inevitabilmente - ridimensionando il ruolo dell'intermediario custode⁵.

Ci sembra allora interessante domandarsi quale sia la funzione che residua in capo all'intermediario in un ecosistema così profondamente mutato e quale sia il regime giuridico più adatto alle nuove forme di "custodia".

Come noto, ai sensi dell'art. 83-*quater* del Testo Unico della Finanza, il *trasferimento* degli strumenti finanziari dematerializzati nonché *l'esercizio dei relativi diritti patrimoniali* possono effettuarsi soltanto per il tramite degli intermediari. In effetti, solo alla registrazione in conto consegue l'attribuzione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti incorporati negli strumenti finanziari e il trasferimento dei titoli, così come la costituzione di vincoli su di essi, si effettua unicamente mediante registrazioni in conto.

Nel sistema del Testo Unico, la funzione dell'intermediario è così connaturata al regime di circolazione dei titoli dematerializzati da giustificare un regime molto penetrante di responsabilità (quasi da esercizio di attività pericolosa) verso il titolare del conto per i danni derivanti dall'attività di tenuta dei conti e dal trasferimento suo tramite degli strumenti finanziari (83-*decies*, comma 1(a)).

Cosa è del regime di responsabilità dell'intermediario in un regime di circolazione per così dire "disintermediata", e cioè immediata, qual è quello che si verifica in un ambiente DLT?

Il nuovo decreto FinTech⁶ consente ora di emettere "strumenti finanziari digitali" adottando

1. Cfr. P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito. Documenti circolanti, circolazione intermediata e password*, III ed., Giappichelli, 2012.

2. *Ibidem*.

3. Cfr. R. LENER, *Letteralità, sufficienza e necessità del documento?*, in AA.VV, P. Spada, *il diritto commerciale e i ragazzi di via Panisperna*, Unidroit, 2024, (in corso di pubblicazione).

4. *Ibidem*.

5. Cfr. R. LENER, *La circolazione disintermediata dei crediti deteriorati* in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, numero speciale, p. 135.

6. D.l. 17 marzo 2023 n. 25 (conv. con modificazioni dalla l. 10 maggio 2023 n. 52).

un regime di circolazione che ricalca quello della gestione accentrata di strumenti finanziari. Gli artt. 5 e da 7 a 10 del decreto FinTech riproducono le disposizioni degli artt. 83 *quinquies* – 83 *octies* del TUF sull'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità di strumenti finanziari dematerializzati.

In particolare, in seguito all'avvenuta scritturazione in DLT, “*il soggetto in favore del quale è effettuata ha la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali (...)*”. La scritturazione/registrazione in DLT degli strumenti finanziari emessi in forma digitale consegue i medesimi effetti della scritturazione contabile a norma degli artt. 83-*bis* e ss. TUF, sul presupposto che gli strumenti finanziari dematerializzati e quelli *tokenizzati* esistano “*solo come scritturazioni in un registro per la circolazione digitale*”⁷.

Tuttavia, una DLT è articolata secondo strutture completamente diverse da quelle del sistema di gestione accentrata – che vede i depositari centrali, l'emittente e gli intermediari coinvolti a vario titolo nell'attività di aggiornamento, manutenzione e quadratura delle scritture che rappresentano gli strumenti finanziari dematerializzati – che impongono un ripensamento dei ruoli e del regime di responsabilità dei soggetti che intervengono nella circolazione dei titoli.

Nonostante l'introduzione della figura del responsabile del registro⁸, non esiste infatti un vero e proprio *custode* della DLT che ospita gli strumenti finanziari digitali. Il registro è distribuito tra vari “nodi” informatici che lo mantengono e aggiornano, nessuno dei quali in posizione sovraordinata rispetto agli altri. Ciascuno dei nodi custodisce una copia del registro, di modo che il venir meno di uno di essi non comporta la perdita dei dati. La DLT, quindi, custodisce i dati relativi ai token e alle operazioni

di acquisto o di vendita, tenendone una traccia, in maniera trasparente e non alterabile.

Il nucleo fondamentale delle attività di custodia di strumenti finanziari può rinvenirsi nella disciplina del deposito di titoli in amministrazione. Ai sensi dell'art. 1838 c.c., la banca che assume il deposito dei titoli - oltre a custodirli - esige gli interessi o i dividendi, verifica i sorteggi per l'attribuzione di premi o per il rimborso del capitale, cura le riscossioni e in generale provvede alla tutela dei diritti inerenti ai titoli. È possibile immaginare che in un ambiente DLT queste attività accessorie alla custodia materiale del titolo siano - o possano essere in un futuro recente - svolte in maniera “automatizzata” da uno *smart-contract*.

I token *creati* sulla DLT sono ancorati a uno specifico utilizzatore, identificato per mezzo di una coppia di chiavi crittografiche (una pubblica e una privata). Essi possono essere trasferiti solo per mezzo di tali chiavi dal soggetto in favore del quale è effettuata la registrazione in DLT (che - come si è detto - ha legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali).

Il sistema DLT conosce tuttavia una tecnica di condivisione delle chiavi che comporta la possibilità di intervenire nei trasferimenti degli strumenti finanziari.

Ipotizzando un sistema nel quale le funzioni che abbiamo definito “accessorie” alla custodia materiale dei titoli (o alla tenuta delle registrazioni) siano svolte in piena autonomia da uno *smart contract*, è possibile dire che la custodia degli strumenti finanziari in DLT si riduce alla *detenzione* delle chiavi crittografiche private?

La sicurezza degli strumenti finanziari digitali dipende in gran parte dalla protezione delle chiavi private, essenziali alla circolazione *immediata* degli strumenti finanziari che è tratto caratterizzante della

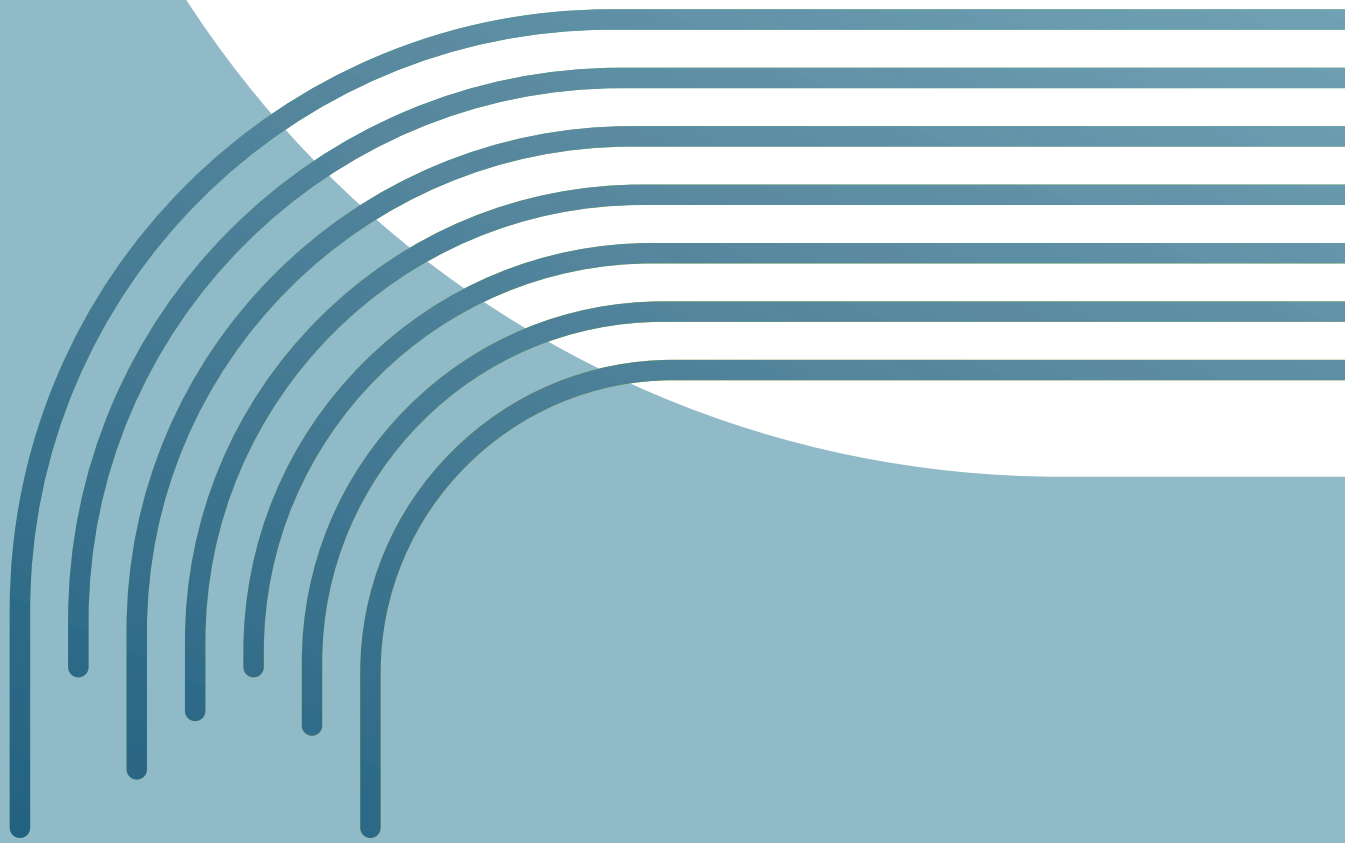
7. Cfr. G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Padova, 2023, p. 337.

8. Come noto, ai sensi dell'art. 19, il registro sul quale vengono effettuate le scritturazioni deve essere “detenuto” da un soggetto “identificabile”. Ai sensi dell'art. 3, questo ruolo può essere svolto, oltre che da una Infrastruttura DLT (come definita dal Regolamento DLT), anche dalla Banca d'Italia, dal Ministero dell'Economia, oppure da un c.d. “responsabile del registro”. Il ruolo di responsabile del registro può essere ricoperto da “l'emittente, o il soggetto terzo individuato come responsabile del registro dall'emittente” che sia iscritto in un apposito elenco tenuto dalla Consob.

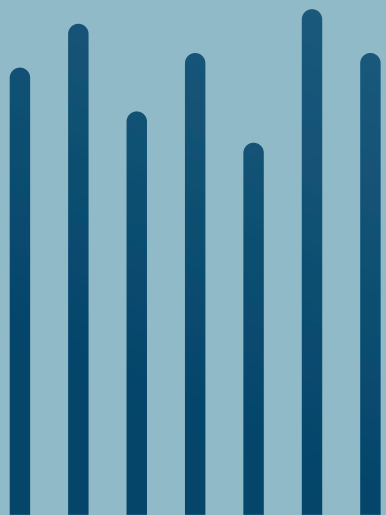
DLT, cui si accennava in premessa “*mi spossesso del titolo e ti impossessi del titolo*”.

La gestione e la protezione delle chiavi private sembra così diventare il fulcro della custodia degli strumenti finanziari digitali.

L’innovatività di una simile impostazione troverà il suo banco di prova con riferimento al ruolo del depositario degli OICR che presto ciroleranno in ambiente DLT. Per espressa previsione di legge, infatti, il depositario assume responsabilità diretta nei confronti dei sottoscrittori in ordine alla *custodia* degli attivi di pertinenza degli organismi di investimento collettivo.



Giurisprudenza



A cura di Lara Archivolti (Università di Trento) e Stefano Montalberti (università Bocconi)

Cassazione Civile, Sez. I, n. 1653 del 16 gennaio 2024

Oggetto: Intermediazione finanziaria e mercato mobiliare – Consob – doveri di vigilanza

La diligenza richiesta alla Consob nell'attività di controllo e verifica della veridicità dei dati contenuti nel prospetto informativo risponde ai criteri di cui all'art. 1176, comma 2, c.c., sicché può essere ravvisata una colpa in capo all'autorità di vigilanza laddove sia stata autorizzata la pubblicazione del prospetto informativo in presenza di una manifesta falsità delle informazioni contenute nel prospetto ovvero nei casi in cui la Consob abbia omissis di svolgere i necessari approfondimenti nonostante specifiche segnalazioni che abbiano denunciato tali falsità. Non può, quindi, ravvisarsi un obbligo di valutazione nel merito da parte della Consob delle informazioni fornite dal soggetto che richiede l'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari, e pertanto all'autorità non è richiesto lo svolgimento di operazioni di due diligence sui dati e sulle informazioni riportati nel prospetto, esercizio che, tra l'altro, si porrebbe in contrasto con le perseguite esigenze di semplificazione e riduzione della durata dei procedimenti istruttori.

* * *

Cassazione Civile, Sez. II, n. 1147 dell'11 gennaio 2024

Oggetto: Illeciti – market abuse – insider trading secondario – sanzioni – accertamento – nesso causale

La fattispecie sanzionatoria prevista dall'art. 187-bis T.U.F. per la condotta di trading del cosiddetto insider secondario suppone che sia accertato il nesso eziologico tra il possesso dell'informazione e l'utilizzo che ne sia fatto compiendo operazioni su strumenti finanziari; non impone, invece, di accertare il collegamento causale orientato tra l'informazione posseduta e l'attività trasmissiva di un informatore qualificato, né occorre, ai fini della configurabilità dell'illecito, la prova che l'informazione – intesa quale “conoscenza” – sia stata trasmessa da altri all'agente.

* * *

Cassazione Civile, Sez. I, n. 7368 del 19 marzo 2024

Oggetto: Derivati – mark to market – costi impliciti – fair value negativo – nullità

In tema di contratti derivati, la mancata menzione del mark to market e dei costi impliciti e, dunque, la mancata esplicitazione del fair value negativo del derivato può incidere sulla validità del contratto e determinarne la nullità. L'occultamento del reale valore dello strumento finanziario è stato considerato, alternativamente, come un risultato non coerente con la causa del contratto, come una condizione che rende indeterminabile l'oggetto di questo, o come un inadempimento dell'intermediario agli obblighi informativi nei confronti dell'investitore. La necessità di inserire le indicazioni relative a tali elementi nel contratto è coerente con la necessità di specificare i rischi associati all'investimento, le caratteristiche dello strumento finanziario e il prezzo che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario e ai servizi ad esso collegati.

* * *

Cassazione Civile, sez. III, n. 2510 del 26 gennaio 2024

Oggetto: Leasing immobiliare – Clausola di “rischio cambio” – mutamento della causa del contratto – esclusione

La presenza della clausola di “rischio cambio” in un contratto di leasing immobiliare non muta lo schema tipico del leasing stipulato tra le parti e non comporta il mutamento della causa del contratto; allo stesso modo, l'inserimento della suddetta clausola non testimonia l'intenzione dell'utilizzatore di investire del denaro per realizzare un lucro finanziario invece che commerciale né l'intenzione di concludere il contratto al solo fine di speculare sul tasso di cambio. La clausola di “rischio cambio”, infatti, è una normale clausola di valore diretta alla individuazione della prestazione del debitore e non integra uno strumento finanziario assimilabile allo swap.

* * *

Cassazione Civile, Sez. II, n. 8440 del 28 marzo 2024

Oggetto: Società quotate – amministratori di società e organo di controllo – operazioni con parti correlate

In tema di operazioni con parti correlate che riguardino una società quotata, la finalità della normativa di riferimento è quella di approntare una regolamentazione idonea a preservare evidenti esigenze di trasparenza sia all'interno che all'esterno della società, in presenza di fenomeni connotati potenzialmente da una situazione di conflitto di interessi. In particolare, le regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate devono essere adottate in una fase anteriore a quella della delibera dell'organo gestorio, ossia durante la fase istruttoria che precede ed è prodromica all'approvazione dell'operazione che compete al consiglio di amministrazione della società quotata. Il giudice di merito deve, inoltre, attenersi al principio della prevalenza della sostanza sulla forma per valutare in concreto il rispetto della disciplina a tutela delle operazioni con parti correlate.

* * *

Cassazione Civile, Sez. II, n. 4148 del 15 febbraio 2024

Oggetto: Società di capitali – amministratori – contratto – obbligazioni – patto di non concorrenza

La natura contrattuale del patto di non concorrenza, previsto nel contratto tra l'amministratore delegato e la società, rende irrilevante l'indagine sull'applicazione della disciplina legale del divieto di non concorrenza per gli amministratori previsto dall'art. 2390 del codice civile e la sua eventuale applicazione anche alle società a responsabilità limitata, avendo le parti voluto stabilire un regolamentato patto di natura negoziale a cui attenersi.

* * *

Cassazione Civile, Sez. I, n. 2629 del 29 gennaio 2024

Oggetto: Società di capitali – società per azioni – clausola di recesso *ad nutum* – liceità

*È lecita la clausola statutaria di una società per azioni che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio, la quale, ai sensi dell'art. 2437, comma 4, c.c., preveda, quale ulteriore causa di recesso, la facoltà dei soci di recedere dalla società *ad nutum* con un termine congruo di preavviso.*

* * *

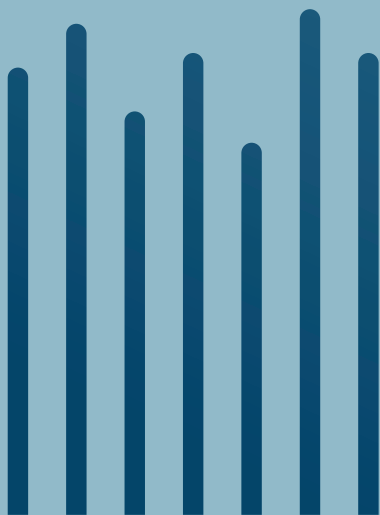
Arbitro Controversie Finanziarie, Decisione n. 6976 e Decisione n. 6977 del 9 novembre 2023

Oggetto: Responsabilità dell'intermediario – responsabilità del collocatore – obblighi di condotta in sede di sottoscrizione dell'investimento – inapplicabilità dell'art. 1228 c.c.

Mentre l'adempimento degli obblighi di rendicontazione e di informativa circa l'andamento dei fondi compete alla società di gestione, l'adempimento degli obblighi di condotta nella fase genetica del rapporto di investimento compete al distributore del fondo. Ne discende che, in presenza di un soggetto collocatore diverso dal gestore, è sul distributore che gravano gli obblighi informativi e l'adempimento delle regole di condotta prodromiche alla sottoscrizione delle quote e, quindi, anche le verifiche di adeguatezza dell'investimento. Non può – dunque – trovare applicazione l'art. 1228 c.c. che si riferisce alle "obbligazioni proprie" del debitore (la società di gestione).

The image features a light blue background with a large, dark blue curved shape on the left side. A series of seven dark blue curved lines flow from the top right towards the center, curving downwards. Below these lines, the text 'Angolo fiscale' is written in a dark blue serif font. At the bottom left, there is a bar chart consisting of seven vertical dark blue bars of varying heights.

Angolo fiscale



Compliance fiscale e corporate governance

di Patrizio Braccioni (Annunziata & Conso)

In un recente articolo pubblicato sul n. 2 di *Bancaria*¹ abbiamo avuto modo di analizzare le connessioni assai strette tra la *compliance* fiscale, secondo il modello introdotto dal d.lgs. 30 dicembre 2023 n. 221 intitolato “Disposizioni in materia di adempimento collaborativo”, alcuni aspetti della sostenibilità, in particolare il disposto dell’art. 2, co. 1, n. 17 del regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019, relativo all’informativa sulla sostenibilità nei servizi finanziari, come modificato dal regolamento (UE) 2020/852 del 18 giugno 2020, e, “*last but not least*”, le più rilevanti novità sulla corporate governance contenute nei “G20/OECD *Principles of Corporate Governance*” del 2023.

Questi ultimi sono stati fatti oggetto di grande attenzione in Italia.

In questa sede ci preme fare qualche passo in avanti e sviluppare ulteriori riflessioni su *compliance* fiscale e *corporate governance* nella realtà italiana partendo dai due seguenti aspetti.

Il primo è la cristallizzazione del concetto di *compliance* fiscale come ormai radicato nella legislazione a seguito della pubblicazione del d.lgs. 221/2023.

Infatti, l’art. 7-bis di detto provvedimento ha introdotto un regime compiuto di *compliance* fiscale volontaria, con durata almeno biennale, utilizzabile da tutte le imprese indipendentemente dalle dimensioni, quindi non selettivo come il regime di adempimento collaborativo, cui ad oggi possono accedere le società con volume d’affari non inferiore a € 750 milioni.

Ne consegue che, idealmente, tutte le imprese potranno dotarsi di un “*tax control framework*” al fine di prevenire violazioni della normativa tributaria in cambio di alcuni benefici sostanziali, tra cui una sensibile riduzione delle sanzioni sia amministrative sia penali.

Altro punto di partenza è l’assenza di qualunque

riferimento specifico alla fiscalità nelle buone prassi di *corporate governance* italiane, come sintetizzate nel Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana.

Ora, di recente è apparso su *Diritto Bancario* un interessante articolo di Bruno Cova² nel quale, ponendosi a confronto i contenuti del Codice di *Corporate Governance* italiano ed i principi OCSE, si osserva che tra le tematiche assenti nel primo e invece ben presenti nei secondi vi è proprio la tematica fiscale, in particolare, come correttamente nota il citato A., la prevenzione della pianificazione fiscale aggressiva.

Sul piano concettuale e terminologico in effetti la prevenzione della pianificazione fiscale aggressiva e la conformità sostanziale alla normativa tributaria (appunto la *compliance* fiscale) sono a dir poco due facce della stessa medaglia, nel senso che se la *compliance* fiscale ha indubbiamente una portata più ampia, tra le conseguenze necessarie della stessa vi è senz’altro il divieto di realizzare operazioni societarie e/o finanziarie che consentano l’ottenimento di benefici fiscali illegittimi.

Inutile poi ricordare che, come peraltro da noi sottolineato in altro recente articolo cui per comodità si rinvia³, le violazioni fiscali sono assai sovente prodromiche rispetto a reati di riciclaggio, autoriciclaggio, corruzione e altri reati di natura economica.

L’adozione di un regime di *compliance* fiscale (sia quindi, ove applicabile, il regime di adempimento collaborativo, sia il regime generale di *compliance* fiscale di cui all’art. 7-bis più sopra citato) e la conseguente istituzione di solidi presidi del rischio fiscale nell’ambito del sistema dei controlli interni, prima ancora di avere un impatto sulla gestione meramente fiscale dell’impresa, dovrebbero costituire di per sé una buona prassi di *corporate governance* complessiva dell’impresa.

1. P. BRACCIONI, *Compliance Fiscale, sostenibilità e spunti per il codice di corporate governance anche alla luce dei principi OCSE*, in *Bancaria*, n. 2/2024, p. 70 ss.

2. B. COVA, *Principi di corporate governance G20/OCSE: rilevanza per gli operatori*, in *Diritto Bancario*, 13 febbraio 2024.

3. P. BRACCIONI, *È possibile un’integrazione tra normativa fiscale e regolamentazione finanziaria? Due ipotesi in tema di antiriciclaggio e di trasparenza dei prodotti finanziari*, in *Bancaria*, n. 9/2023, p. 56 ss.

Prevenire il rischio fiscale, infatti, equivale comunque a minimizzare rischi di commissione di altre violazioni normative e di altri reati, quindi l'istituzione di un adeguato *tax control framework* può espandere in via diretta e mediata la sua valenza ed efficacia anche in ambiti diversi da quello fiscale.

Si può quindi sostenere che le conseguenze più rilevanti dell'adozione di modelli di *compliance* fiscale sono le ripercussioni positive sulla correttezza della gestione complessiva dell'impresa, che viene rafforzata in misura significativa.

Quanto sopra vale sicuramente per tutte le tipologie di imprese, ma assume una rilevanza particolare per le banche e per gli intermediari finanziari in genere.

Infatti, a tutti questi soggetti fanno capo molteplici obblighi e responsabilità di natura tributaria che travalicano la gestione fiscale tipica delle imprese; essi si estendono infatti anche ad una lunga serie di doveri e adempimenti riferibili alla gestione della clientela.

Se ne ricordano i più significativi: obblighi di certificazione fiscale, obblighi di scambio internazionale di informazioni di carattere fiscale (FATCA e CRS), obblighi di segnalazione all'Anagrafe Rapporti Tributarî, obblighi di comunicazione di operazioni di pianificazione fiscale aggressiva (DAC 6), obblighi di calcolo e versamento delle imposte sui redditi di natura finanziaria dei propri clienti, mentre all'orizzonte si profilano obblighi di scambio di informazioni fiscali a livello internazionale anche in materia di operazioni su cripto-attività.

In conclusione, ci pare di avere accertato che la *compliance* fiscale ha ripercussioni positive sulla *corporate governance* complessiva dell'impresa.

Ci sia consentita qualche riflessione finale volta a rendere questa affermazione ancora più concreta.

La prima riflessione è nel senso dell'opportunità di armonizzare e integrare la *compliance* fiscale con gli altri presidi esistenti in azienda.

Talora la complessità della materia fiscale, in uno con l'incessante produzione normativa e le conseguenti modifiche di regole preesistenti, conduce

purtroppo a forme di "ghettizzazione" della fiscalità, la cui gestione viene lasciata esclusivamente ai soli esperti, *tax directors*, consulenti ed i rispettivi teams, ciò senza la consapevolezza di come la fiscalità si trovi di fatto a permeare moltissime attività e moltissimi processi aziendali ad ogni livello.

La rilevanza della fiscalità (lasciando ovviamente a *tax directors* e consulenti la gestione dei complessi aspetti tecnici) e la consapevolezza della sua applicazione estesa praticamente a tutti gli ambiti aziendali, dovrebbe piuttosto essere patrimonio culturale comune dell'impresa.

A nostro parere è questo, tra pochi altri, un aspetto meno noto ma altrettanto essenziale per la realizzazione di un sistema di *compliance* fiscale efficace e ben integrato; in relazione a questo punto, vi sono già sul mercato esempi significativi di società che dedicano risorse ad una formazione fiscale di base a favore di tutto il personale, formazione segmentata con riferimento a ruoli e mansioni svolte da singole unità organizzative o gruppi di dipendenti.

Nel caso degli intermediari finanziari, in questo modo vengono enormemente rafforzati i controlli di primo livello.

In conclusione, non sarebbe questa una buona prassi di *corporate governance*?

Delega per la riforma fiscale: spunti di riflessione in materia di IVA

di Franco Fondi (Studio Fondi)

L'art. 7 delle Legge delega per la riforma fiscale (L. 9 agosto 2023, n. 111) prevede Principi e criteri direttivi per la revisione dell'imposta sul valore aggiunto.

Anche se gli interventi delineati parrebbero prioritariamente focalizzati sul settore immobiliare, alcune delle linee guida indicate nella legge delega sono di interesse per gli operatori finanziari che come è noto effettuano in gran parte operazioni esenti da IVA.

La legge delega prevede in particolare:

1) la revisione delle disposizioni che disciplinano le operazioni esenti, anche individuando le operazioni per le quali i contribuenti possono optare per l'imponibilità, in linea con i criteri posti dalla normativa dell'Unione europea;

2) la revisione della disciplina della detrazione per consentire ai soggetti passivi di rendere la detrazione maggiormente aderente all'effettivo utilizzo dei beni e dei servizi impiegati ai fini delle operazioni soggette all'imposta, prevedendo, in particolare, la facoltà di applicare il pro-rata di detraibilità ai soli beni e servizi utilizzati da un soggetto passivo sia per operazioni che danno diritto a detrazione sia per operazioni che non danno tale diritto;

3) la razionalizzazione della disciplina del gruppo IVA al fine di semplificare le disposizioni previste per la costituzione del gruppo e per l'applicazione dell'istituto.

I primi due aspetti riguardano la definizione del regime delle esenzioni e la disciplina delle detrazioni.

Come detto si tratta di questioni di particolare rilievo per gli intermediari finanziari che, come è noto, effettuano operazioni attive in gran parte esenti da IVA con conseguente indetraibilità dell'IVA sugli acquisti, solo parzialmente mitigabile attraverso la adozione di regimi speciali come l'articolo 36 del DPR 633/1972.

Per quanto riguarda il perimetro delle esenzioni occorre premettere che i possibili interventi dovranno comunque tenere conto della normativa comunitaria in materia di esenzioni (cfr. Art 135 Direttiva Comunità Europea del 28/11/2006 n. 112).

Punti di attenzione meritevoli di un intervento normativo:

i) una chiara definizione del regime IVA applicabile ai servizi di investimento;

ii) una chiara definizione delle prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione in ambito finanziario;

iii) una chiara ed univoca definizione del concetto di prestazioni accessorie ai servizi esenti nell'ambito dei servizi c.d. «complessi».

Si sottolinea che questi interventi potrebbero essere l'occasione per fare chiarezza sul regime di esenzione IVA dei servizi finanziari anche in considerazione della variabile e non sempre coerente prassi interpretativa e giurisprudenziale in materia.

Meritevole di attenzione è il regime IVA applicabile alle prestazioni di servizi in materia di ricerca e di consulenza finanziaria oggetto di interpretazioni nazionali ed europee spesso discordanti. A questo proposito sono evidenti le difficoltà degli intermediari finanziari nel definire gli elementi caratterizzanti la connessione tra la consulenza e gli strumenti finanziari oggetto di raccomandazione al fine di ricondurre nell'ambito dell'esenzione IVA la consulenza stessa (cfr. *Working paper* 849/2015 e *Guidelines* del 4-5 giugno 2015 del Comitato IVA Ue).

Vanno altresì poste in evidenza le paradossali conseguenze a cui può portare un diverso trattamento IVA basato sulla utilizzazione di tali servizi anziché sulle loro caratteristiche oggettive.

Attualmente è infatti prevista l'esenzione di tali servizi quando sono prestati ai gestori di fondi comuni di investimento, in quanto fatti rientrare nell'alveo della "gestione di fondi di investimento", e la imponibilità IVA quando prestati nell'ambito delle gestioni individuali di portafogli.

In ragione della connessione funzionale ed organica che sia la "consulenza finanziaria" che la "ricerca finanziaria" hanno con le sottostanti operazioni di negoziazione degli strumenti finanziari sarebbe auspicabile che tali servizi fossero esplicitamente ricompresi nell'elenco delle operazioni esenti da IVA in quanto prestazioni "relative ad azioni, obbligazioni ed altri titoli non rappresentativi di merci e a quote sociali" di cui all'art. 135 della Direttiva 2006/112/CE (Direttiva IVA).

Fare chiarezza sul regime IVA applicabile alle fattispecie di *mandato, mediazione e intermediazione* relativamente alle operazioni in ambito finanziario (ossia di prestazioni che realizzano un'interposizione nella circolazione dei titoli e dei servizi bancari e finanziari) si rivela necessario alla luce delle molteplici e non sempre coerenti interpretazioni fornite dalla prassi e dalla giurisprudenza e potrebbe avere anche effetti indiretti sulle modalità di esecuzione ed offerta di alcuni servizi di investimento.

Altro aspetto da considerare riguarda la diversa qualificazione IVA dei servizi resi nell'ambito dei contratti che, seppure a preminente contenuto finanziario, sono caratterizzati dalla combinazione di due o più servizi remunerati mediante un unico compenso (c.d. "*operazioni complesse*").

In tali circostanze, le scelte adottate in sede europea vanno sovente nella direzione di adottare criteri restrittivi volti a tassare con IVA anche servizi e operazioni che, come la stessa direttiva IVA prevede, se autonomamente considerati sarebbero esenti IVA (Cfr. tra le altre Corte di Giustizia UE sentenza 4 settembre 2019, Causa C-71/18).

Per quanto riguarda gli interventi relativamente al regime delle detrazioni, la delega si propone di rendere la detrazione maggiormente aderente all'effettivo utilizzo dei beni e dei servizi impiegati ai fini delle operazioni soggette all'imposta.

In Italia, in luogo della detrazione diretta in presenza di servizi acquistati per svolgere attività imponibili, gli intermediari finanziari che effettuano sia operazioni esenti (negoiazione) che con IVA (gestioni patrimoniali) devono applicare la normativa sul pro-rata «generale» di detrazione *ex art. 19 bis* del DPR 633/1972 oppure possono:

- optare per la indetraibilità totale *ex art. 36 bis* del DPR 633/1972;

- optare per la separazione delle attività *ex art. 36* del DPR 633/1972) (che comunque può essere onerosa dal punto di vista amministrativo e non priva di rischi interpretativi per quanto riguarda la individuazione delle «attività» separabili e gli acquisti promiscui).

Sotto questo profilo la delega prevede la possibilità di introdurre norme che, in alternativa alla esenzione, possano permettere di scegliere di fatturare con IVA operazioni o servizi finanziari (*option to tax*) come peraltro è già previsto nell'ordinamento nazionale con riferimento ad alcune prestazioni di servizi / cessioni di beni in ambito immobiliare (cfr. art. 10, nn. 8 e 8

bis del DPR 633/1972).

Il vantaggio di tale opzione si determinerebbe soprattutto nel caso in cui i committenti dei servizi possano detrarre l'IVA sugli acquisti con la conseguenza che l'assoggettamento ad IVA delle prestazioni che sarebbero state altrimenti esenti ridurrebbe/eliminarrebbe la indetraibilità dell'IVA sugli acquisti per effetto del pro-rata.

Un ulteriore intervento previsto dalla legge delega riguarda la revisione della normativa in materia di Gruppo IVA.

Potranno essere rivisti alcuni vincoli attualmente previsti dalla normativa tra cui in particolare il principio "*all in, all out*", in base al quale l'opzione per la costituzione del Gruppo IVA vincola tutti i soggetti legati da vincoli finanziari, economici e organizzativi.

A titolo esemplificativo, si potrebbe superare il suddetto principio consentendo, dunque, anche solo ad alcuni soggetti per i quali ricorrano i suddetti vincoli previsti dalla normativa vigente, di costituire un Gruppo IVA.

Le ragioni di convenienza della opzione per il Gruppo IVA sono:

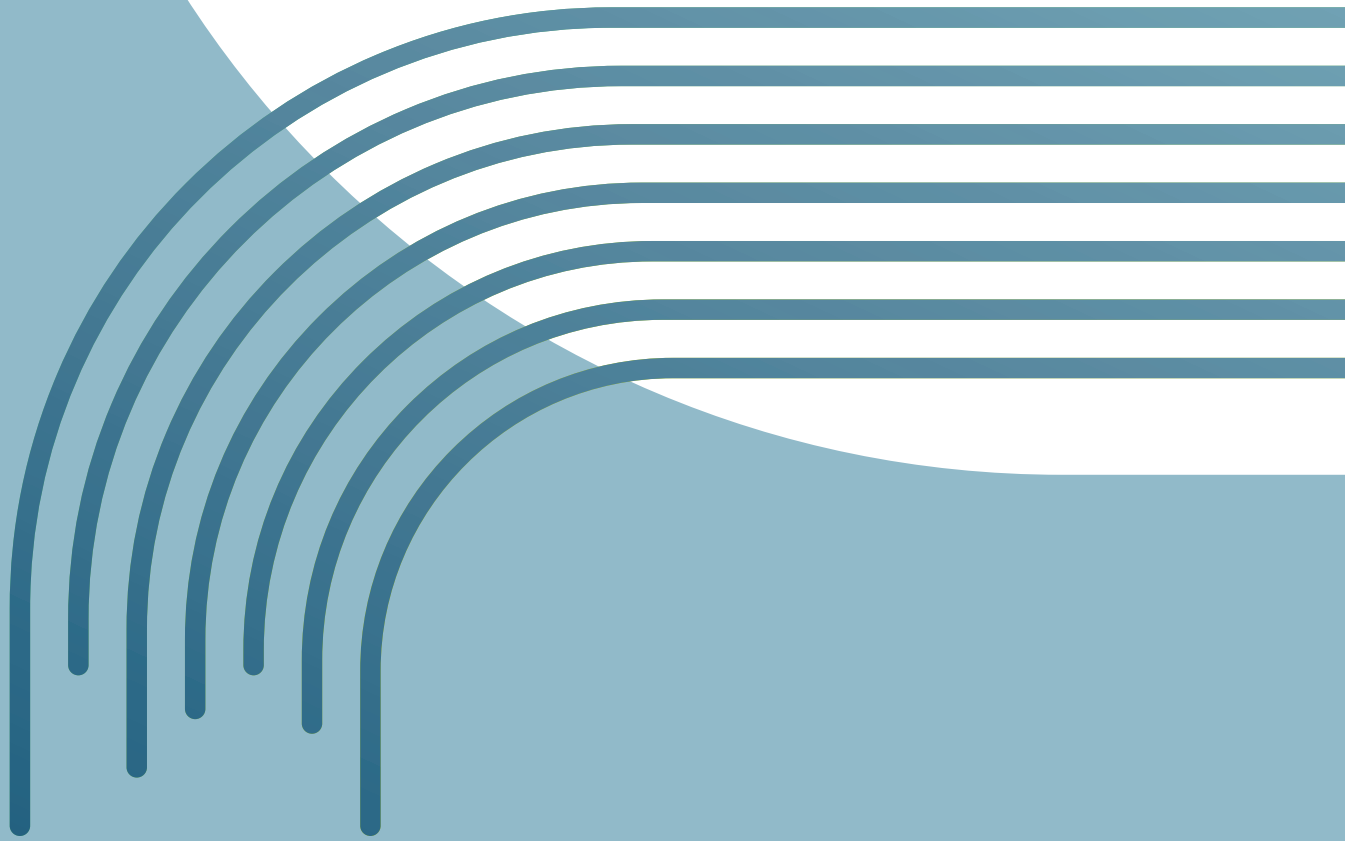
- di carattere economico, poiché permette il risparmio dei costi associati all'indetraibilità dell'IVA assolta sugli acquisti di beni e servizi infragruppo;

- di carattere amministrativo, in quanto determina il venir meno degli obblighi IVA per le operazioni infragruppo e pone gli adempimenti dichiarativi in carico esclusivamente al rappresentante del Gruppo;

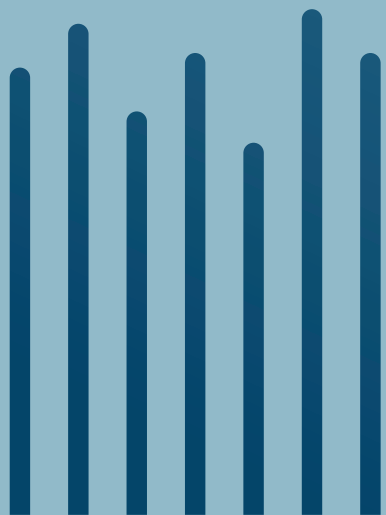
- di carattere finanziario, poiché produce l'automatica compensazione delle posizioni debitorie e creditorie IVA dei partecipanti.

Questo istituto non ha avuto sino ad oggi ampia diffusione tra gli intermediari finanziari ma potrebbe tornare di interesse per i gruppi di imprese del settore bancario e assicurativo, per i quali è venuta meno la possibilità di utilizzare il regime di esenzione per i consorzi *ex art. 10 co. 2* del DPR 633/72 che limita l'esenzione alle attività di interesse pubblico menzionate nell'art. 132 della direttiva 2006/112/E (cfr. Corte di Giustizia UE 21.9.2017 cause C-326/15, C-605/15, C-616/15).

La costituzione di un Gruppo IVA, al ricorrere dei relativi requisiti, potrebbe essere infatti l'unica soluzione operativa percorribile per limitare le penalizzazioni che derivano dall'indetraibilità dell'IVA assolta sull'acquisto di servizi infragruppo necessari allo svolgimento della propria attività.



Uno sguardo al mercato



The decline of Lit continuous trading in favour of alternative trading channels

di Adam Wood (Turquoise Global & London Stock Exchange) e Manshika Arjoon (London Stock Exchange)

According to big xyt's data analysis, 2023 was one of the worst years for UK and European Lit orderbooks since 2016, with continuous Lit intra-day equities trading (excl. dark trading and auction) reaching a new low of 37% of the overall market, a drop of 12% since the implementation of MiFID II in 2018.

Internal market analysis revealed Italy to be the European market with the highest volume traded on its Lit continuous orderbook with on average 63% Lit share of trading (SoT), a staggering number when compared to Spain's Lit SoT in its home market of 34%. Given the size of Italy's Lit continuous orderbook, was the country able to defy the global decline in Lit continuous trading observed across Europe and the UK? Unfortunately not. Graph 1, reflecting the volume traded on all Italian equity indices, shows us in fact that the Lit continuous SoT in Italy declined by 14 percentage points in the past five years, in favour of a number of alternative trading channels.

Supporting data by big xyt revealed indeed that in 2023 Lit order books accounted for about 57.90% of the total addressable volume traded in the UK and European equities, followed by Lit closing auctions with 22.35% of the volume, dark trading with 11.31% and periodic auctions with 5.71%. Such unintended

fragmentation of liquidity ultimately resulted in the drying up of price formation on the Lit continuous orderbooks in favour of Systematic Internalisers, dark pools and closing auction trading.

This article focuses on the rise of dark pools and closing auctions as alternative trading channels within the orderbook, emphasising the level of liquidity fragmentation within as well as between an orderbook.

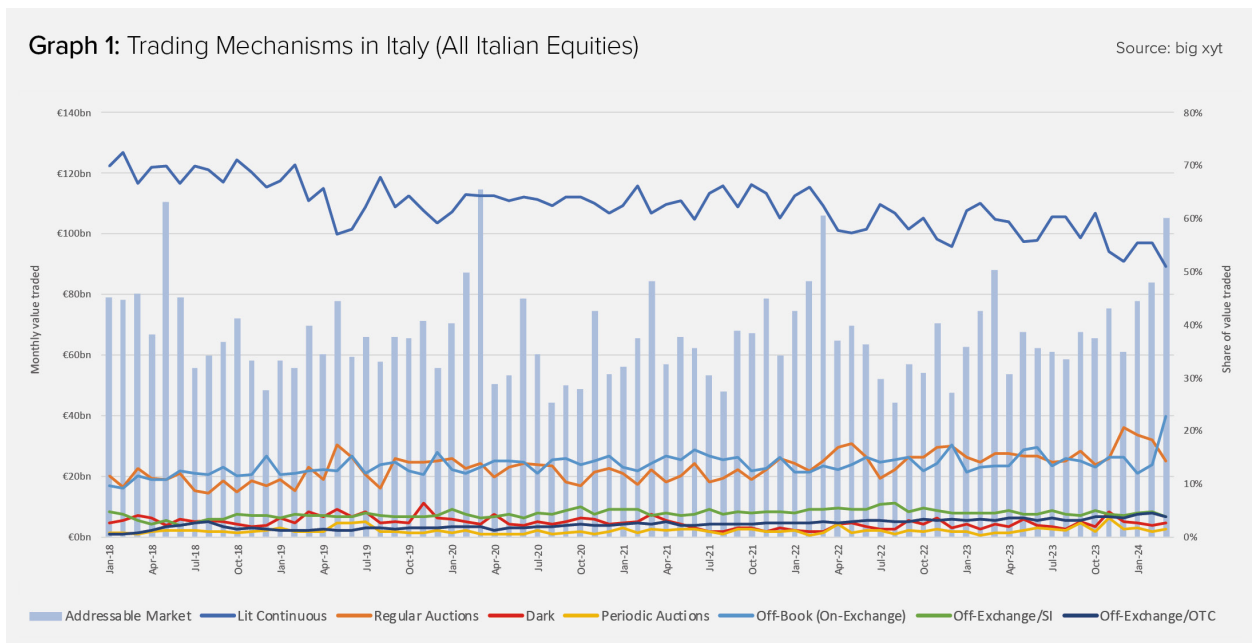
Dark pools allow investors to trade large order sizes without any public exposure until after the trade is executed, making them very attractive to investors, particularly in volatile markets. Graph 2 looking at the price movement of large trades pre and post execution suggests a much lower price reversion for dark volumes, revealing the significantly lower market impact and therefore information leakages that dark trading results in.

Dark pool can furthermore lead to better price execution and have lower transaction costs than Lit trading as trades tend to cross the midpoint of the bid-ask spread, reducing as such costs associated with the spread.

When looking at dark trading across the main European markets, Italian dark volumes seem to be the low-

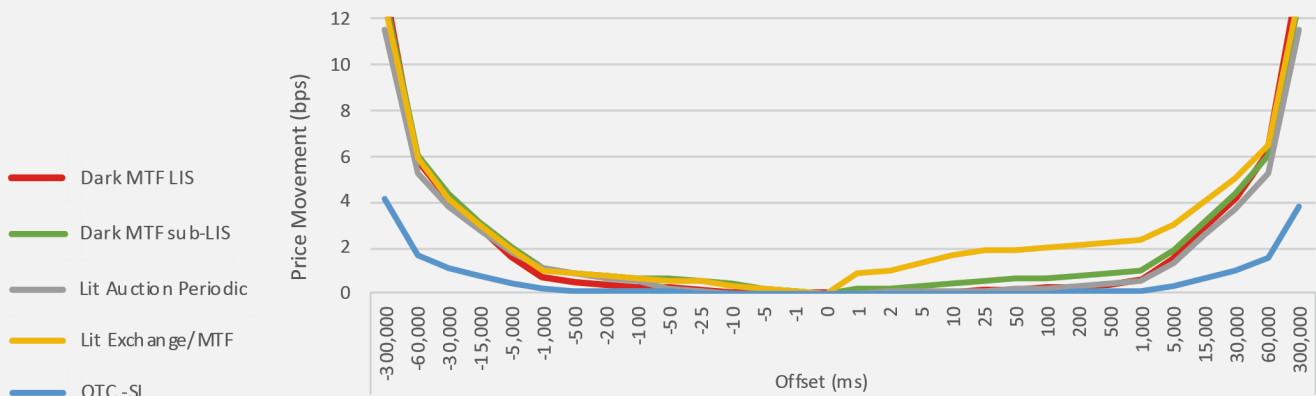
Graph 1: Trading Mechanisms in Italy (All Italian Equities)

Source: big xyt



Graph 2: Price Reversion across Italian Equities

Source: big xyt



est amongst European peers with the Swiss market trading almost double Italian’s dark volumes (Graph 3). Why is there such a big gap and what does it says about dark trading in Italy when compared to its European peers?

When looking at the volume traded on the dark channel in Italy, numbers show dark volumes to have stagnated at a share of value traded of 4.8% in the past three years regardless of volatility levels and market peers’ behaviour. Despite the need for further investigation regarding the underlying reasons for such divergence, one thing is clear – dark trading in Italy has been and is still being underutilised. The second orderbook trading channel we will analyse is the increasing volume traded at the closing auction. When it comes to trading at the closing auction price, over 20% of overall volume across all European venues now take place at closing auctions

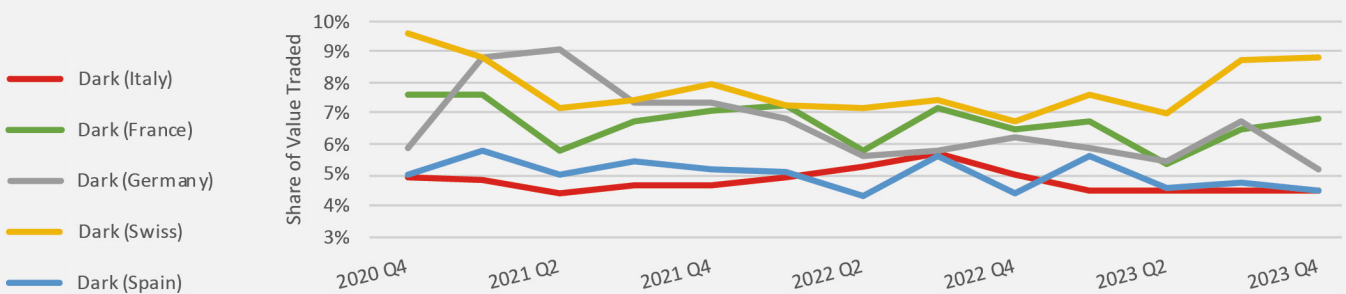
highlighting their critical role in equity trading by being the largest liquidity event in the day for any trader.

How important is the closing auction mechanism in Italy and how accurately does the closing auction price represent the market?

Analysis recognises the increase in passive investing coupled with increasingly complex and fragmented markets as key contributor factors of higher closing auction volumes, highlighting the importance and greater utilisation of closing auction channels across Europe and the UK. The difficulty in finding sizeable Lit intra-day liquidity in the market, caused by declining Lit continuous trading and fragmentation, has incentivised traders to wait until the end of day to benefit from the concentrated pool of liquidity available at a single point in time,

Graph 3: Dark Trading (Italy vs EU Peers)

Source: big xyt

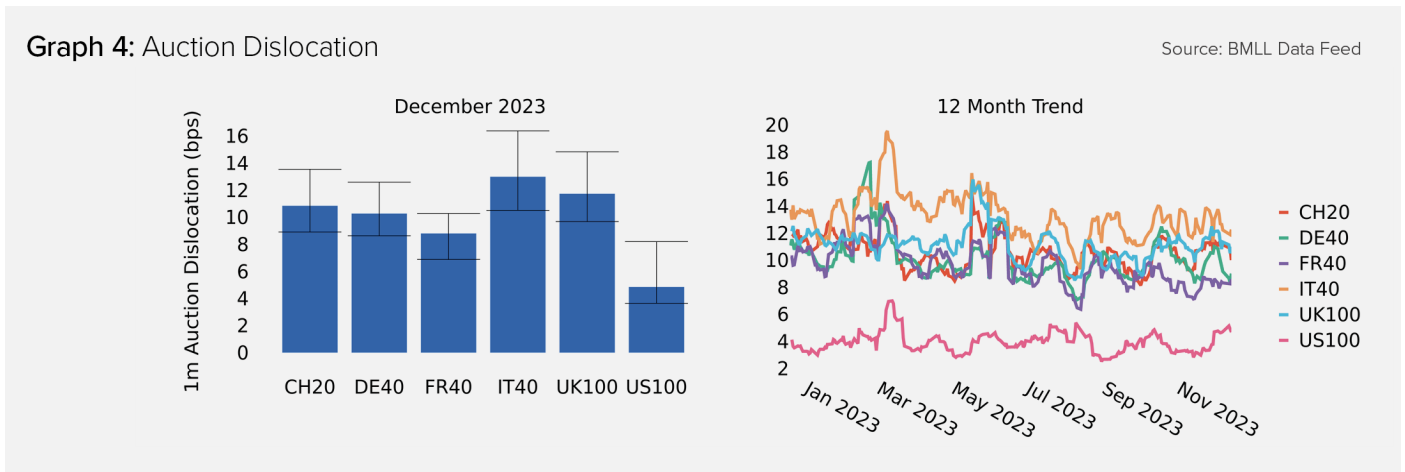


ultimately increasing auction dislocation.

Auction dislocation, according to BMLL Technologies, is a metric that measures the change in basis points between the mid-point price one minute prior to the end of continuous trading and the closing price of the auction on the Regulated Market.

As graph 4 shows, Italy has the highest auction dislocation amongst its peers, with a mid-point price change of 13 basis point (bps). In contrast France has the lowest auction dislocation of approx. 8 bps, an astonishing 5-bps difference. One could use this metric to justify the rise of closing auction mechanism given how interdependent they are, nonetheless, it is worth

shedding some light on the market inefficiencies such level of auction dislocation in Italy points to. Intraday continuous Lit trading does not provide traders with enough high quality liquidity, forcing them to wait until the end of day to trade their positions. Nevertheless, as flow migrates to the later part of the day and the closing mechanism, liquidity in the Lit orderbooks has become increasingly harder to find resulting in a vicious cycle. Utilising alternative trading channels such as dark pools could potentially help break such cycle, reducing market inefficiency and improving execution.



References:

[Europe’s Fragmented Liquidity Challenge - FlexTrade - Big XYT data](#)

[Why the Decline in Continuous Lit Trading? \(fixglobal.com\)](#)

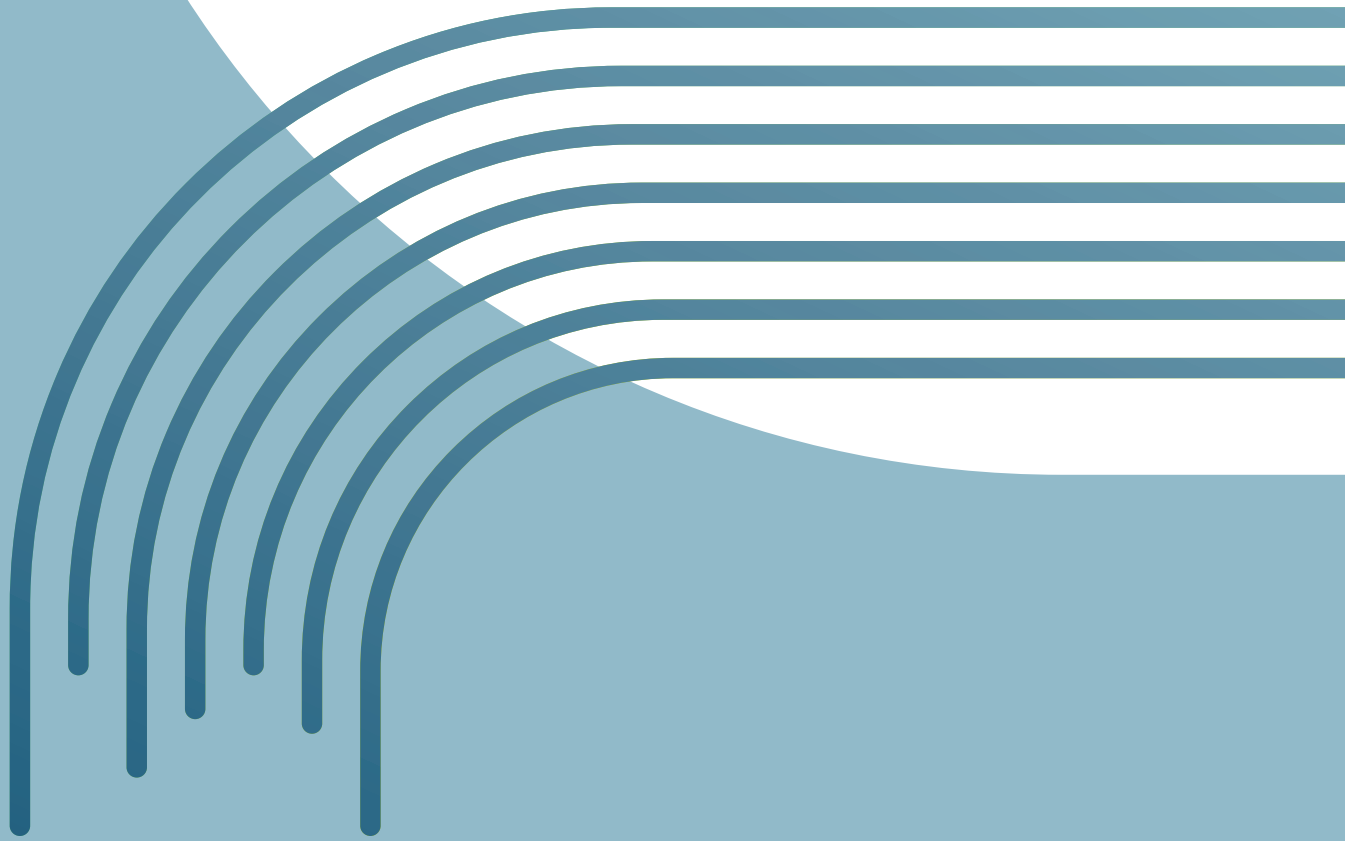
[BMLL Technologies | Sounding the bell: understanding the closing...](#)

This document contains text, data, graphics, photographs, illustrations, artwork, names, logos, trade marks, service marks and information (“Information”) connected with London Stock Exchange Group plc and members of its group (“LSEG”). LSEG endeavours to ensure Information is accurate, however Information is provided “AS IS” and on an “AS AVAILABLE” basis. LSEG does not warrant the accuracy, timeliness, completeness, performance or fitness for a particular purpose of the report or any of the Information.

No responsibility is accepted by or on behalf of any members of LSEG for any errors, omissions, or inaccurate Information. No action should be taken or omitted to be taken in reliance upon this Information. LSEG accepts no liability for the results of any action taken on the basis of the Information.

The information contained in this document does not constitute professional, legal, regulatory, financial or investment advice. Advice from a suitably qualified professional should always be sought in relation to any particular matter or circumstance.





Eventi e formazione
AMF Italia

L'Associazione è da sempre impegnata nell'organizzazione di corsi, seminari, webinar, come strumenti di aggiornamento su tematiche regolamentari e occasioni di confronto e approfondimento, anche grazie all'intervento, in qualità di relatori, di professionisti, docenti universitari e funzionari delle istituzioni e degli stessi intermediari.

Di seguito i corsi/seminari svolti di recente e una panoramica di quelli già pianificati per i prossimi mesi:

<i>La finanza tra fisco e sviluppo - Incontro con Viceministro Leo</i>	6 febbraio	Evento
<i>Life after MiCAR: lo stato di attuazione del Regolamento in Italia e in Europa e il potenziale impatto sui modelli di business nel settore del retail</i>	7 febbraio	Caffè in compagnia
<i>The Italian Derivatives Market: legal challenges and way forward, in collaborazione con Studio Chiomenti e WIFM</i>	20 febbraio	Evento
<i>Giurisprudenza in materia di servizi di investimento. Un dialogo tra giuristi e operatori su temi attuali - presso Camera dei deputati Roma</i>	27 febbraio	Evento
<i>Approvazione definitiva del DDL Capitali: le principali novità</i>	13 marzo	Evento
<i>Innovazione e tecnologia in ambito finanziario: dall'Artificial Intelligence ai crypto-assets, novità normative e tecnologiche</i>	27 marzo	Caffè in compagnia
<i>La finanza sostenibile nei mercati dei capitali: dagli ICMA principles agli European Green Bond</i>	16 aprile	Caffè in compagnia
<i>Con Academy Euronext: Il nuovo regime di reporting e le nuove proposte in materia di clearing</i>	19 aprile	Corso
<i>Il Framework DORA: i principali impatti e come approcciare il percorso di adeguamento</i>	7 maggio	Caffè in compagnia
<i>Con FINTECH Edulab - Innovazione e tecnologia in ambito finanziario: dall'Artificial Intelligence ai crypto-assets, novità normative e tecnologiche</i>	8, 15, 22, 29 maggio 5, 12, 19, 26 giugno	Corso
<i>Servizi di investimento e crowdfunding alla prova del fintech</i>	16 maggio	Caffè in compagnia
<i>Massimizzare efficienza e risparmio con gli Indici Proxy. L'esempio del SIX Global Index</i>	21 maggio	Caffè in compagnia
<i>Capital Markets Union</i>	30 maggio	Evento
<i>Intelligenza Artificiale: rischi e opportunità per l'industria finanziaria</i>	13 giugno	Caffè in compagnia
<i>L'avvio del consolidated tape paneuropeo</i>	18 giugno	Evento
<i>Con Academy Euronext: Cartolarizzazioni</i>	27 giugno	Corso

www.amfitalia.org