

punto da implicare modifiche ai processi inter-aziendali⁵⁹ in modo da monitorare i rischi connessi ad una mancata ottemperanza (eventualmente sanzionabile dall'autorità amministrativa). Esempi di queste tecniche sono: obbligo di conferma tempestiva tra le controparti dei termini e delle condizioni del contratto stesso – per garantire la trasparenza contrattuale tra le controparti; riconciliazione dei portafogli – che permette alle controparti di verificare se i termini contrattuali combacino; compressione del portafoglio – ossia la cancellazione di contratti derivati di segno opposto ma con stesso importo in modo da diminuire il volume complessivo di un portafoglio, rendendolo così più facilmente gestibile e, teoricamente, meno rischioso; e inserimento all'interno del contratto stesso di clausole compromissorie che permettano la rapida risoluzione delle possibili controversie tra le parti come, ad esempio, arbitri e risoluzioni extragiudiziali delle controversie facilitando l'uso di mezzi di ricorso giudiziari effettivi in contesti transfrontalieri in cui la giurisdizione potrebbe risultare incerta.

Infine, per coadiuvare la vigilanza pubblica sui mercati degli strumenti derivati e mettere le autorità pubbliche in grado di ricevere le informazioni necessarie per monitorare l'ottemperanza dei soggetti vigilati, viene introdotto un ampio obbligo di reporting coincidente con la definizione di strumento finanziario derivato di cui alla MiFID, in quanto tutti i contratti derivati conclusi devono essere comunicati ad un Repertorio Dati. Nel rispetto delle competenze stabilite dal Trattato sull'Unione Europea e dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, l'Articolo 12 EMIR chiarisce come siano gli Stati membri tenuti a stabilire “le norme relative alle sanzioni da irrogare in caso di violazione” del Regolamento e ad adottare “tutte le misure necessarie ad assicurarne l'applicazione”.

5.3. Il MiFIR e l'obbligo di negoziazione

Il legislatore europeo ha completato il quadro regolamentare in materia introducendo, attraverso il pacchetto MiFID II, un obbligo di negoziazione per alcuni strumenti finanziari derivati, stabilendo automaticamente la nuova categoria degli Exchange Traded Derivatives – ETD, ossia i derivati negoziati su piattaforme organizzate ai sensi di legge. Tali piattaforme (*trading venues* in inglese) sono i Mercati Regolamentati, i Sistemi Multilaterali di

⁵⁹ Per processo inter-aziendale si intende qui la formalizzazione e l'implementazione di procedure interne – spesso informatizzate – che individuano gli uffici responsabili di ogni passaggio endoprocedimentale.

Negoziazione (MTF) e i Sistemi Organizzati di Negoziazione (OTF). Nel primo caso si tratta delle tradizionali borse valori. Il secondo caso, invece, è “più complesso” ed è stato introdotto nel 2004 dalla MiFID I. Si tratta di un “sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro, al suo interno e in base a *regole non discrezionali*, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti”⁶⁰ ai sensi della MiFID (nostra enfasi). Il terzo caso, infine, è stato ora introdotto dalla MiFID II e si presenta come un sistema multilaterale “che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti”⁶¹ ai sensi della MiFID.

La differenza più importante riguarda il livello di discrezionalità nella gestione di un sistema organizzato di negoziazione rispetto a un sistema multilaterale di negoziazione, in quanto il primo è sottoposto a regole discrezionali ed a requisiti di trasparenza *pre-* e *post-*negoziazione assai più blandi che impongono particolari limiti alle operazioni che il gestore del sistema può effettuare all’interno del sistema stesso. Inoltre, al fine di una maggiore trasparenza del mercato e nell’ottica di tutela degli investitori, è permessa la negoziazione solo su obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, quote di emissione e taluni derivati, e sono quindi escluse le azioni. Sembra pertanto chiaro che gli OTF sono stati concepiti come “categoria residuale”⁶² dalle regole più flessibili e, proprio per questa ragione, non è infondato ipotizzare un loro massiccio utilizzo per le negoziazioni su strumenti finanziari derivati. Tuttavia, a differenza del legislatore statunitense che ha previsto la creazione di una *trading venue* dedicata esclusivamente alla negoziazione di alcuni contratti derivati⁶³, la scelta europea è stata più flessibile ma, per certi versi, meno chiarificatrice del perimetro regolamentare.

In merito all’ambito soggettivo dell’obbligo di negoziazione introdotto dal MiFIR⁶⁴, questo riguarda le controparti che già ai sensi dell’EMIR sarebbero sottoposte all’obbligo di compensazione. Alla stessa maniera, l’ambito

⁶⁰ Art. 4 (2) 22, Direttiva 2014/65/UE

⁶¹ Art. 4 (2) 23, Direttiva 2014/65/UE

⁶² M. Penna e R. Paganin, ‘MiFID II e regolamentazione dei mercati: continuità e innovazione’, in «Diritto24», 29.03.2012, consultabile al seguente indirizzo internet: http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2012/03/mifid-ii-e-regolamentazione-dei-mercati-continuita-e-innovazione.php?refresh_ce=1.

⁶³ Così previsto dalla legislazione statunitense: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111-203, 124 Stat. 1376–2223).

⁶⁴ Articolo 32 del Regolamento 600/2014/UE.

oggettivo viene determinato dall'ESMA attraverso la stesura e pubblicazione di un registro che raccoglie le categorie di strumenti derivati ritenute sufficientemente liquidate da essere sottoposte ad obbligo di negoziazione.

Gli aspetti regolatori del MiFIR sono gli stessi già evidenziati per l'EMIR, essendo quest'ultima il testo normativo che dà uno scheletro alla regolamentazione europea in materia. Il MiFIR, tuttavia, pone il confine un po' più avanti (negoziare su piattaforme organizzate ai sensi di legge piuttosto che compensazione) nell'ottica di una tutela maggiore degli investitori – i quali godono di maggiore trasparenza – e di un più forte controllo degli operatori di mercato.

5.3. Effetti extra-territoriali di EMIR e MiFIR: una dimensione esterna del Diritto Privato Regolatorio Europeo?

Un aspetto fortemente innovativo ed assai rilevante introdotto dall'EMIR riguarda gli effetti extra-territoriali dell'obbligo di compensazione e delle tecniche di attenuazione del rischio, i quali si applicano a soggetti non-UE in due casi molto particolari. Il primo è di immediata comprensione e si verifica quando un contratto derivato è concluso da una controparte europea e una controparte non-UE e quest'ultima sarebbe soggetto agli obblighi EMIR se fosse stabilita in Europa. In questo contesto diventa quindi importante determinare lo status giuridico e il volume dell'attività in derivati della controparte non-UE, in quanto, ad esempio, l'EMIR si dovrebbe applicare ad un hedge fund autorizzato come tale in Giappone per il semplice fatto che in Europa questo verrebbe automaticamente classificato come controparte finanziaria.

Il secondo caso è assai più controverso e di difficile concretizzazione. Esso infatti riguarda due controparti non-UE che: a) sarebbero soggette ad EMIR nel caso cui fossero stabilite in Europa; e b) concludono un contratto derivato il quale ha un effetto diretto, rilevante e prevedibile nell'Unione ovvero diventa necessaria od opportuna l'applicazione degli obblighi di cui all'EMIR al fine di evitare l'elusione delle sue disposizioni⁶⁵.

Con proprio Regolamento Delegato⁶⁶, la Commissione europea ha tentato di chiarire questa astratta previsione precisando che un contratto derivato concluso tra controparti non-UE deve essere considerato come avente un ef-

⁶⁵ Articolo 4(4) e Articolo 11(14)(e) EMIR.

⁶⁶ Regolamento Delegato 285/2014/UE.

fetto diretto, sostanziale e prevedibile nell'Unione: a) quando le due controparti stabilite in un Paese terzo concludono tale contratto derivato attraverso le proprie succursali stabilite nel territorio della UE e che sarebbero considerate controparti finanziarie se fossero stabiliti nell'Unione; ovvero, b) quando almeno una controparte non-UE beneficia di una garanzia fornita da una controparte finanziaria EU che copre la totalità o una parte della passività derivante dal contratto derivato stesso, fatte salve alcune condizioni a cui deve sottostare la garanzia stessa⁶⁷.

Al fine di non lasciare alle libere interpretazioni delle giurisdizioni nazionali la definizione del contenuto del termine "garanzia", il Regolamento Delegato precisa all'Articolo 1 che per questa si deve intendere l'"obbligo giuridico esplicitamente documentato di un garante di coprire i pagamenti degli importi dovuti al beneficiario, o che potrebbero divenire esigibili, in applicazione dei contratti derivati OTC coperti dalla garanzia e conclusi dal soggetto garantito se vi è inadempimento, come definito nella garanzia, o quando il soggetto garantito non ha effettuato alcun pagamento". Per quanto il legislatore europeo abbia tentato un approccio il più esplicativo possibile ed abbia ristretto il campo alle sole garanzie esplicitamente documentate, la definizione testé riportata resta suscettibile di diverse interpretazioni, soprattutto in base alle prassi dei mercati nazionali.

Infine, nello stesso Regolamento Delegato la Commissione ha precisato che un contratto derivato è stato concepito al fine di eludere l'applicazione dell'EMIR "se il modo in cui tale contratto è stato concluso è considerato, nel suo complesso e tenuto conto di tutte le circostanze, come avente lo scopo principale di eludere l'applicazione" dell'EMIR stesso. In tale contesto, la Commissione ha chiaramente precisato che rientra in tale fattispecie qualsiasi accordo costituito da un contratto, una transazione, un regime, un'azione, un'operazione, un accordo, una sovvenzione, un'intesa, una promessa, un impegno o un evento che intrinsecamente manca di motivazioni commerciali, sostanza commerciale o giustificazione economica pertinente. È facile intuire che data l'ampiezza di tale previsione e ai fini di un'uniforme applicazione a livello europeo, in un futuro non troppo lontano si avranno ulteriori specificazioni non solo da parte dell'ESMA tramite le sue guidelines ma anche, se sollecitata attraverso un caso concreto, da parte della Corte di Giustizia dell'Unione Europea.

⁶⁷ L'Articolo 2 del Regolamento Delegato precisa le soglie oltre le quali si considera l'esistenza di una garanzia ai fini degli effetti extra-giurisdizionali dell'EMIR: 1) un ammontare nozionale aggregato di almeno 8 miliardi di Euro; 2) la garanzia deve essere pari ad almeno il 5 per cento della somma delle esposizioni correnti.

Nell'ambito dell'applicazione ultra-frontaliera dell'obbligo di negoziazione su trading venues, il MiFIR adotta lo stesso approccio seguito dall'EMIR, concentrandosi sui due requisiti dell'“effetto diretto, sostanziale e prevedibile in seno all'Unione o qualora tale obbligo sia necessario o appropriato per evitare il mancato rispetto di qualsiasi disposizione” del MiFIR⁶⁸. Tale portata extra-territoriale del diritto europeo tende a dare una dimensione esterna al Diritto Privato Europeo e alle proprie procedure di enforcement, soprattutto quelle pubbliche demandate alle autorità nazionali di vigilanza⁶⁹.

6. Conclusioni

Tramite l'EMIR e il MiFIR, il diritto privato regolatorio europeo dei mercati finanziari tenta per la prima volta un approccio olistico ai contratti derivati, ossia non si limita più ad una disanima parziale del fenomeno economico (come poteva essere, ad esempio, la regolamentazione dei soli contratti di garanzia finanziaria), ma cerca di regolamentarlo in maniera settorialmente omnicomprensiva con il fine dichiarato di rendere il mercato più efficiente attraverso un governo ottimizzato del rischio sistemico. Gli obblighi di compensazione e di negoziazione imposti sulle controparti rappresentano i limiti strutturali esterni all'autonomia contrattuale che consentono, da una parte, l'equo accesso al mercato concorrenziale mentre, dall'altra, contribuiscono a garantire un livello minimo di efficienza. Similmente, le tecniche di mitigazione del rischio assumono la forma di clausole contrattuali imposte *ex lege* e di procedure inter-aziendali che comportano l'espletamento di determinate obbligazioni al fine di garantire un livello di trasparenza contrattuale sufficiente a facilitare la conclusione delle transazioni e a coadiuvare l'attività di supervisione delle autorità di vigilanza. Infine, le stesse autorità pubbliche di regolazione – in particolare l'ESMA – sono chiamate a determinare il livello di standardizzazione e liquidità dei contratti necessario al corretto funzionamento del mercato: in questo caso si verifica – addirittura – l'impiego di misure amministrative per accertare *ex-lege* il livello di liquidità

⁶⁸ Articolo 28 (2), Regolamento 600/2014.

⁶⁹ Tranne rari casi, la ESMA non ha poteri diretti di supervisione: A. Marcacci, *Public supervision of securities markets in Europe: still running behind the US?*, in «Federalismi.it», 15, 2015.

degli strumenti finanziari, qualità di per sé sfuggibile⁷⁰ e di incerto inquadramento giuridico. L'intera struttura di regolazione creata dall'EMIR e dal MiFIR non solo è coerente con il diritto privato regolatorio europeo, ma contribuisce a rafforzarlo sia internamente (nei confronti dei diritti privati nazionali tradizionali in quanto li sostituisce) che esternamente (attraverso gli effetti extra-territoriali).

Riferimenti bibliografici

- Acharya, V.V., Cooley, T., Richardson, M., e Walter, I., *Market Failures And Regulatory Failures: Lessons From Past And Present Financial Crises*, 2009, -- consultabile al seguente indirizzo internet: http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/market_failures.pdf.
- Allen, F., Carletti, E., Krahen, J.P.r., Tyrell, M., *Liquidity and Crises*, Oxford – New York, Oxford University Press USA, 2011.
- Alpa, G., *Causa e contratto: profili attuali*, in *Causa e contratto nella prospettiva storico-comparatistica* a cura di L. Vacca, Torino, 1997, p. 245 ss.
- Amato, M., e Fantacci, L., *Fine della finanza*, Roma, Donzelli Editore, 2012.
- Amorosino, S., *Regolamentazione e deregolamentazione*, Roma, Enciclopedia delle scienze sociali, vol. VII, 1997.
- Barnier, M., *International cooperation: a sine qua non for the success of OTC derivatives markets reforms*, in «OTC Derivatives: New Rules, New Actors, New Risks», Banque de France, Financial Stability Review, 17, 2013.
- Casey, P., e Lannoo, K., *The Mifid Revolution*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.
- Cassese, S., *Regolazione e concorrenza*, in *Regolazione e concorrenza* a cura di G. Tesaro e M. D'Alberti, Bologna, il Mulino, 2000.
- Cherednychenko, O. O., *The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?*, in «Journal of Consumer Policy», 3, 2010, n. 34, pp. 403-424.
- Commissione Europea, *Il completamento del mercato interno: Libro bianco della Commissione per il Consiglio europeo*, Milano, 28-29.06.1985, COM(85) 310.
- Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo – Compensazione e regolamento nell'Unione europea - Prospettive future*, 28.4.2004, COM/2004/0312.
- Commissione Europea, *Progetto di accordo interistituzionale relativo all'inquadramento delle agenzie europee di regolazione*, Bruxelles, 25.02.2005, COM(2005)59, p. 4.

⁷⁰ Un'attenta analisi del concetto di liquidità e la sua evoluzione storica è offerta da M. Amato e L. Fantacci, *Fine della finanza*, Roma, Donzelli Editore, 2012.

- Commissione Europea, *Uno slancio maggiore per la regolamentazione in Europa*, 2011, -- consultabile al seguente indirizzo internet: http://cordis.europa.eu/result/rcn/87793_it.html.
- Cocozza, F., *Profili di Diritto Costituzionale applicato all'economia, vol. II*, Torino, Giappichelli, 2001, p. 48;
- Comparato, G., *Private Autonomy and Regulation In The Eu Case-Law*, in *European Regulatory Private Law – The Paradigms Tested*, a cura di H.W. Micklitz, Y. Svetiev, G. Comparato, Fiesole, EUI Working Paper LAW 2014/04, 2014.
- D'Alberti, M., *Riforma della regolazione e sviluppo dei mercati in Italia*, in *Regolazione e concorrenza* a cura di G. Tesauro e M. D'Alberti, Bologna, il Mulino, 2000.
- Deutsche Börse, *How Central Counterparties Strengthen the Safety and Integrity of Financial Markets*, Deutsche Börse White papers, 2014, p. 7, -- consultabile al seguente indirizzo internet: https://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/11_about_us/Public_Affairs/How_central_counterparties_strengthen_the_safety_and_integrity_of_financial_markets.pdf.
- Feder, N. M., *Deconstructing Over-the-Counter Derivatives*, in «Columbia Business Law Review», 2002, n. 3, p. 681.
- Ferrario, M., *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, in «I contratti», 2000, n. 3, p. 261.
- Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, -- consultabile al seguente indirizzo internet: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.
- Greco, N., *Introduzione alla "Analisi di impatto della Regolamentazione"*, Roma, Scuola Superiore della Pubblica Amministrazione edizioni, 2003.
- Greco, N., *Consistenza, articolazione ed ambiguità della "regolazione"*, in «Studi parlamentari e di politica costituzionale», 2004, p. 7.
- Girino, E., *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 17.
- Gottheil, F. M., *Principles of Microeconomics*, Cherriton House, Cengage Learning, 2013, p. 331 e ss.
- La Spina, A., e Majone, G., *Lo Stato regolatore*, Bologna, il Mulino, 2000.
- Lembo, M., *La rinegoziazione dei contratti derivati: problematiche giuridiche*, in «Il nuovo diritto», 84, 2007, n. 8-9, p. 512.
- Loader, D., *Clearing, Settlement and Custody*, Oxford, Butterworth-Heinemann, 2002, p. 2.
- Mak, V., *The Consumer in European Regulatory Private Law*, Tilburg Private Law Working Paper Series, No. 05/2015, 2015.
- Marcacci, A., *Public supervision of securities markets in Europe: still running behind the US?*, in «Federalismi.it», 15, 2015.
- Meucci, S., *"Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, in «Obbligazioni e Contratti», 4, 2008, p. 341.
- Micklitz, H.W., *The Concept of Competitive Contract Law*, in «Penn State International Law Review», 23, 2005, n. 3, pp. 549-586.

- Micklitz, H. W., *The Visible Hand of European Regulatory Private Law - The Transformation of European Private Law from Autonomy to Functionalism in Competition and Regulation*, EUI Working Papers, LAW 2008/14, 2008.
- Micklitz, H. W., *The Targeted Full Harmonisation Approach: Looking behind The Curtain*, in *Modernising and Harmonising Consumer Contract Law*, a cura di G. Howells e R. Schulze, Monaco di Baviera, Sellier, 2009, p. 50.
- Micklitz, H. W. e Patterson, D., *From the Nation State to the Market: The Evolution of EU Private Law*, EUI Working Papers, LAW 2012/15, 2012.
- Micklitz, H. W., *The internal vs. the external dimension of European private law – a conceptual design and a research agenda*, 1. EUI Working Papers, LAW 2015/35.
- Moosa, I. A., *Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation*, London, Palgrave Macmillan, 2015.
- Oldani, C., *I derivati finanziari. Dalla Bibbia alla Enron*, Milano, FrancoAngeli, 2010.
- Origoni, G., Cappelli G. e Partners, *Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*, Milano, IPSOA-Wolters Kluwer Italia, 2012.
- Parrella, F., *Attività finanziarie e strumenti finanziari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano, Giuffrè, 2008, p. 77.
- Penna, M. e Paganin, R., *MiFID II e regolamentazione dei mercati: continuità e innovazione*, in «Diritto24», 29.03.2012, -- consultabile al seguente indirizzo internet: http://www.diritto24.ilssole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2012/03/mifid-ii-e-regolamentazione-dei-mercati-continuita-e-innovazione.php?refresh_ce=1.
- Pezzini, B., *la regolamentazione economica tra Stato e regione*, in *L'economia e la legge*, a cura di G. Cocco, Atti del Convegno, Milano 4 dicembre 2006, p. 145.
- Pini, G., *Qualità delle regole e sviluppo locale*, in «Economia, Società, e Istituzioni» 18, 2006, n. 2, p. 117, nota n. 7.
- Rechtschaffen, A. N., *Capital Markets, Derivatives, and the Law: Evolution After Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2014, p. 158.
- Steigerwald, R. S., *Central Counterparty Clearing and Systemic Risk Regulation*, in *The World Scientific Handbook of Futures Markets* a cura di A.G. Malliaris e W.T. Ziemba, Singapore, World Scientific Publishing, 2016, pp. 181-246.
- Stout, L.A., *How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them can Prevent Another*, in «Lombard Street», 1, 2009, n. 7, -- consultabile al seguente indirizzo internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1432654.
- Torchia, L., *il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, Cedam, 1992, p. 418.
- Torrente, A. e Schlesinger, P., *Manuale di diritto privato*, Milano, Giuffrè, 2011, p. 174 e ss.
- Vitelli, F., *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, Giappichelli, 2013, p. 33.
- Yen, J. e Lai, K. K., *Emerging Financial Derivatives: Understanding exotic options and structured products*, New York, Routledge, 2014.
- Zatti, F., *La vigilanza tra regolamentazione e controllo. Contributo allo studio della regolazione del mercato mobiliare*, Padova, CEDAM, 2012.

- Zatti, F., *Riflessioni intorno ai principi e agli obiettivi della regolazione del mercato dei capitali in Italia*, in «Ricerche giuridiche», 3, 2014, n. 2.
- Zoppini, A., *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di M. Maugeri e A. Zoppini, Bologna, il Mulino, 2010, p. 9.
- Zoppini, A., *Diritto privato vs diritto amministrativo. (ovvero alla ricerca dei confini tra Stato e mercato)*, in «Judicium», 12.11.2012, p. 9.