

MiFIR, EMIR e strumenti derivati: un esempio di Diritto Privato Regolatorio Europeo

di Antonio Marcacci*

L'articolo affronta il fenomeno dei contratti derivati nel contesto del Diritto Privato Regolatorio Europeo (Dpre). Dopo aver definito cosa si intende per DPRE, viene esaminata la definizione di strumento finanziario derivato nel diritto europeo, per poi passare all'analisi della legislazione europea post-crisi. Prendendo in considerazione i testi normativi europei che affrontano direttamente la materia dei contratti derivati, l'articolo vuole dimostrare come l'interesse del Legislatore europeo sia volto soprattutto all'adozione di standard uniformanti e al favorire l'accesso ai mercati (aspetto regolatorio del diritto privato), piuttosto che ad una disciplina armonizzata del contratto – incluso quello derivato – a livello continentale (diritto privato in senso stretto). Nonostante l'estrema tecnicità economico-finanziaria dell'argomento ne renda difficile un inquadramento in termini giuridici, il rapporto tra gli strumenti finanziari derivati e il diritto europeo pare essere un chiaro esempio di Diritto Privato Regolatorio Europeo.

Parole chiave: EMIR, MiFIR, strumenti finanziari derivati, Diritto Privato Regolatorio Europeo, Diritto Europeo dei Mercati Finanziari

This article frames the phenomenon of derivative financial instruments within the context of the European Regulatory Private Law (ERPL). After giving an account of the ERPL, the article – firstly – examines the statutory definition of derivative financial instruments under EU law, and – secondly – analyzes the post-crisis Eu-

* L'autore intende ringraziare il Professor Hans-Wolfgang Micklitz per la costante guida e il Dottor Matteo Paganini per gli utili commenti sulle parti di natura più propriamente economica. Ogni eventuale errore o imprecisione è da addebitarsi esclusivamente all'autore.

Le opinioni espresse nel presente elaborato sono riconducibili all'autore soltanto e non anche a presenti o passati datori di lavoro di questo.

Economia e diritto del terziario (ISSNe 1972-5256), 2017, 3

ropean regulation. Taking into account the EU pieces of legislation directly addressing derivative contracts, the article claims that the interest of the EU law-maker is to adopt unifying standards and facilitate access to markets (regulatory aspect of the private law), rather than setting forth rules harmonizing contract law as such at a continental level (private law in stricto sensu). Although it is difficult to develop such a technical topic in legal terms, the European legislation concerning derivative financial instruments looks like a clear template of European Regulatory Private Law.

Keywords: EMIR, MiFIR, derivative financial instruments, European Regulatory Private Law, European Law of Financial Markets

JEL Classification: K220, K120

1. Introduzione

La crisi finanziaria esplosa nel 2008 ha avuto il merito di far luce sull'importante e potenzialmente devastante ruolo che gli strumenti finanziari derivati giocano nel moderno mercato finanziario. In particolare, questi contratti hanno subito l'infausta sorte di essere associati ad un business opaco e moralmente discutibile che i grandi operatori finanziari avrebbero utilizzato per saziare la loro bulimia di facile profitto. Di fronte a tale fenomeno, il Legislatore non poteva restare inerte, in particolare quello europeo data la dimensione intrinsecamente transnazionale dei mercati degli strumenti derivati¹.

Questo articolo affronta il fenomeno dei contratti derivati nel contesto del Diritto Privato Regolatorio Europeo (Dpre). Dopo aver definito cosa si intende per Dpre, l'articolo prima esamina la definizione di strumento finanziario derivato nel diritto europeo, per poi passare all'analisi della legislazione europea post-crisi. Prendendo in considerazione i testi normativi europei che affrontano direttamente la materia dei contratti derivati, l'articolo vuole dimostrare come l'interesse del Legislatore europeo sia volto soprattutto all'adozione di standard uniformanti e al favorire l'accesso ai mercati (aspetto regolatorio del diritto privato) piuttosto che ad una disciplina armonizzata del contratto derivato a livello continentale (diritto privato in senso stretto). Nonostante l'estrema tecnicità economico-finanziaria dell'argomento ne renda difficile un inquadramento in termini giuridici, il rapporto

¹ Nel 2012, oltre l'80 per cento delle transazioni in derivati sul credito avevano natura transfrontaliera, come indicato da: M. Barnier, *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.

tra gli strumenti finanziari derivati e il diritto europeo pare essere un chiaro esempio di Diritto Privato Regolatorio Europeo.

2. Il fenomeno del Diritto Privato Regolatorio Europeo

Il Diritto Privato Regolatorio Europeo (Dpre) – lo *European Regulatory Private Law* in inglese – è un fenomeno legato alla modalità di sviluppo che il Diritto dell’Unione Europea ha assunto dall’adozione del Libro Bianco per il Completamento del Mercato Interno² del 1985 fino ad oggi³. Il Dpre può essere interpretato come (la nascita di) un diritto privato europeo autosufficiente (rispetto ai diritti privati nazionali tradizionali), in cui l’aggettivo “privato” allude all’obiettivo di facilitare i rapporti tra privati, mentre il termine “regolatorio” sottintende il costante sforzo di disciplinare tali rapporti tra privati così da realizzare obiettivi di politica pubblica,⁴ in particolare l’efficienza delle transazioni – misurata in termini economici – e la stabilità del mercato (come accade, soprattutto, nel diritto dei mercati finanziari).

Purtroppo, il termine “*regulation*” e “*regulatory*” non è di immediata traduzione nella lingua italiana⁵. Infatti, in italiano la distinzione tra “regolazione” e “regolamentazione” non risulta chiara ed univoca e normalmente

² Commissione Europea, *Il completamento del mercato interno: Libro bianco della Commissione per il Consiglio europeo*, Milano, 28-29.06.1985, COM(85) 310.

³ H.W. Micklitz, *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.

⁴ Come chiarito da Mak in: V. Mak, *The Consumer in European Regulatory Private Law*, Tilburg Private Law Working Paper Series, No. 05/2015, 2015.

⁵ Sulla nozione di “regolazione” e la distinzione con “regolamentazione”: L. Torchia, *il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, Cedam, 1992, p. 418; F. Coccozza, *Profili di Diritto Costituzionale applicato all’economia*, vol. II, Torino, Giappichelli, 2001, p. 48; A. La Spina e G. Majone, *Lo Stato regolatore*, Bologna, il Mulino, 2000; N. Greco, *Consistenza, articolazione ed ambiguità della “regolazione”*, in «Studi parlamentari e di politica costituzionale», 2004, p. 7; N. Greco, *Introduzione alla “Analisi di impatto della Regolamentazione”*, Roma, Scuola Superiore della Pubblica Amministrazione edizioni, 2003; B. Pezzini, *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; S. Amorosino, *Regolamentazione e deregolamentazione*, Roma, Enciclopedia delle scienze sociali, vol. VII, 1997; S. Cassese, *Regolazione e concorrenza*, in *Regolazione e concorrenza* a cura di G. Tesauro e M. D’Alberti, Bologna, Il Mulino, 2000; M. D’Alberti, *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; F. Zatti, *La vigilanza tra regolamentazione e controllo. Contributo allo studio della regolazione del mercato mobiliare*, Padova, CEDAM, 2012.

entrambi i termini vengono tradotti in inglese con “*regulation*”. Secondo la Commissione Europea, le attività di “regolamentazione” implicano “l’adozione di norme giuridiche vincolanti di portata generale”⁶, mentre “le attività di regolazione non comportano necessariamente l’adozione di atti normativi”⁷ e sarebbero quindi legati alla più generale azione – delle istituzioni pubbliche e non – di guidare il mercato verso un determinato obiettivo.

La regolazione, quindi, includendo in sé gli strumenti propri della regolamentazione, ne avrebbe una portata più ampia e riguarderebbe “una serie di norme che mirano a garantire risultati che il mercato, spontaneamente, non assicurerebbe”⁸. Zoppini precisa come oggigiorno con tale termine si intenda “l’insieme delle discipline che mirano a reagire al mercato e/o a garantire con l’eteronomia il mercato concorrenziale”⁹. Per coerenza contenutistica, il termine “*regulatory*” viene tradotto qui con “regolatorio”, sposando la dizione adottata dallo stesso Zoppini¹⁰.

Secondo Micklitz, l’aspetto chiave del Dpre è quello di non essere fondato – a differenza dei diritti privati nazionali tradizionali – né sulla libertà contrattuale (*freedom of contract*), l’autonomia privata o l’*autonomie de la volonté*, né sulla responsabilità extracontrattuale (*tort*), sulla *unerlaubte Handlung* o la *responsabilité d’autrui*¹¹. Il Dpre ha come proprio *leitmotiv* quello di garantire il corretto ed efficiente funzionamento del mercato, il

⁶ Commissione Europea, *Progetto di accordo interistituzionale relativo all’inquadramento delle agenzie europee di regolazione*, Bruxelles, 25.02.2005, COM(2005)59, p. 4. Sempre la Commissione Europea: “Con il termine regolamentazione si intende la legislazione amministrativa che descrive i diritti e attribuisce le responsabilità, al fine di garantire che il governo funzioni in modo ben congegnato e ne derivi di conseguenza una società efficiente”. 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

⁷ Commissione Europea, *supra* 6, p. 4.

⁸ G. Pini, *Qualità delle regole e sviluppo locale*, in «Economia, Società, e Istituzioni» 18, 2, 2006, p. 117, nota n. 7.

⁹ L’autore continua affermando che la regolazione mira “a correggere l’asimmetria informativa tra le parti, a evitare il prodursi di esternalità negative, a rimediare alle situazioni di monopolio. In particolare, la regolazione si esplica essenzialmente in forma di norme imperative che integrano il contenuto dei rapporti giuridici privati, così da disciplinare l’agire degli attori economici e orientare i comportamenti verso i risultati allocativi ritenuti socialmente preferibili, in quanto coerenti al paradigma concorrenziale”, A. Zoppini, *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.

¹⁰ A. Zoppini, *Diritto privato vs diritto amministrativo. (ovvero alla ricerca dei confini tra Stato e mercato)*, in «Judicium», 12.11.2012, p. 9.

¹¹ H.W. Micklitz, *The internal vs. the external dimension of European private law – a conceptual design and a research agenda*, 1. EUI Working Papers, LAW 2015/35.

quale da ambiente in cui hanno luogo atti e fatti giuridicamente rilevanti diventa esso stesso principio di diritto: si tratta del processo di economizzazione del diritto¹². In questo contesto, il diritto diviene regolatorio in quanto necessario per la creazione del Mercato Interno e, al tempo stesso, concorrenziale¹³ in quanto gli assiomi sui quali le misure di regolazione si basano sono le libertà del mercato e la concorrenza¹⁴.

Per realizzare i succitati obiettivi di politica pubblica (efficienza e stabilità, soprattutto nel caso del diritto dei mercati finanziari), il diritto privato regolatorio europeo utilizza due strumenti tradizionalmente giudicati in contrapposizione: norme di natura privatistica (in particolare, norme imperative) e norme di natura pubblicistica¹⁵ (quali i regolamenti amministrativi autoritativi delle autorità pubbliche di regolazione, come ad esempio la Consob o la Banca d'Italia nei rispettivi ambiti di competenza¹⁶). La dicotomia deriva dalle tradizionali funzioni svolte dal diritto privato e dal diritto pubblico: l'autonomia individuale fondata sulla libertà contrattuale *versus* la regolazione pubblica come espressione di un'eteronomia autoritativa¹⁷. In questo contesto, il Dpre, pur continuando a coesistere accanto ai diritti privati nazionali, adotta strumenti di armonizzazione di natura pubblicistica che gli consentono di penetrare nel corpus delle tradizioni privatistiche nazionali.

¹² H.W. Micklitz, *supra* 3, p. 6.

¹³ Sull'uso "concorrenziale" dei contratti nel Mercato Interno: H.W. Micklitz, *The Concept of Competitive Contract Law*, in «Penn State International Law Review», 23, 3, 2005, pp. 549-586.

¹⁴ H.W. Micklitz, *supra* 3, p. 6. H.W. Micklitz aggiunge come gli Stati stiano diventando emittenti di un diritto positivo, ivi compreso il diritto privato, che ha il compito di garantire il mercato da se stesso: dallo Stato Nazione si passa allo Stato-Mercato. H.W. Micklitz e D. Patterson, *From the Nation State to the Market: The Evolution of EU Private Law*, EUI Working Papers, LAW 2012/15, 2012.

¹⁵ H.W. Micklitz, *supra* 3.

¹⁶ Sull'evoluzione nel tempo dei compiti di Banca d'Italia e Consob, Zatti ricorda come "il modello di vigilanza adottato [...nella] prima fase, definibile come istituzionale o per soggetti, viene progressivamente sostituito da un modello inquadrabile [...] in uno schema di tipo funzionale, sempre più assimilabile ad un modello "per finalità", correlato ai principi/obiettivi che ciascuna autorità di vigilanza è chiamata dalla legge a garantire e a perseguire nell'esercizio della propria specifica attività di vigilanza." F. Zatti, "Riflessioni intorno ai principi e agli obiettivi della regolazione del mercato dei capitali in Italia", in «Ricerche giuridiche», 3, 2014, 2.

¹⁷ G. Comparato, *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.

Il Dpre adotta una doppia tecnica, svolgendo un ruolo attivo o passivo a seconda delle circostanze e dei periodi storici. Il ruolo attivo si concretizza nell'adozione di misure di approssimazione ed armonizzazione che si vanno direttamente a sostituire alle norme già esistenti di origine nazionale e che si considera ostacolino l'efficiente funzionamento delle forze di mercato. Il ruolo negativo, invece, si concretizza attraverso la rimozione degli ostacoli e l'abbattimento delle barriere create dalle normative nazionali all'integrazione del mercato interno¹⁸. Il risultato è che più il Dpre gioca un ruolo attivo, più questo si incunea nei diritti privati nazionali.

Più nel dettaglio, Micklitz sostiene come il Dpre si sostanzia attraverso l'uso di sette determinati "parametri" che gli consentono di raggiungere i fini prefissati. Tali parametri sono:

- a) utilizzo strumentale, a favore del meccanismo di mercato, della tutela di quella che è considerata essere la parte debole della relazione contrattuale;
- b) fusione tra pubblicità, informazione pre-contrattuale e conclusione del contratto attraverso una rete di doveri informativi finalizzati a rendere la parte debole edotta sui termini del contratto, necessaria per la conclusione dello stesso;
- c) trasparenza contrattuale – finalizzata alla reciproca comprensione dei termini contrattuali – e trasparenza concorrenziale – finalizzata alla comprensione dei vantaggi e degli svantaggi derivanti dal contratto sulla base delle informazioni fornite;
- d) standardizzazione del contratto in modo da facilitare il passaggio di informazioni tra le controparti e ridurre il tempo necessario per la conclusione;
- e) equità intesa come parità di accesso al mercato degli operatori, attraverso il passaggio dalla giustizia sociale tipica del diritto privato tradizionale alla cosiddetta "giustizia di accesso" [*Zugangsgerechtigkeit*];
- f) facilitazione del diritto di rescissione e scioglimento ex-post del contratto, così da facilitare la concorrenza tra gli erogatori di un servizio;
- g) mezzi di ricorso giudiziari effettivi, in particolare i meccanismi di risoluzione extragiudiziale delle controversie utilizzati non solo per "rassicurare" il consumatore in merito ai bassi costi di un'eventuale

¹⁸ V. Mak, *supra* 4.

lite con il fornitore di un servizio, ma anche per facilitare il superamento di contese tra operatori che agiscono su un piano transnazionale che si sottrae ai classici limiti territoriali delle giurisdizioni statali¹⁹.

Accanto a tali parametri che sostanziano l'uso regolatorio del diritto privato, il Dpre si caratterizza per preferire l'uso di clausole obbligatorie *ex lege* rispetto all'autonomia delle parti²⁰ – al fine di evitare che le controparti derogino dal comportamento efficiente economicamente inteso per perseguire un profitto individuale in grado di generare potenziali esternalità negative – e il c.d. *public enforcement*²¹ eseguito dalle autorità di regolazione del mercato le quali hanno il compito di vigilare sugli operatori affinché sia garantito l'efficiente e stabile andamento del mercato.

Tali strumenti e parametri sono usati nelle direttive e nei regolamenti inerenti il Mercato Interno, anche – e soprattutto – in quelli del diritto dei mercati finanziari. In particolare, nell'ambito della legislazione sugli strumenti finanziari derivati, i più recenti interventi legislativi hanno definito gli obblighi di compensazione o negoziazione cui le controparti devono sottostare una volta concluso un contratto derivato (il rispetto di determinate condizioni consente l'*equo accesso al mercato*) nel caso in cui questo sia giudicato sufficientemente standardizzato e liquido da un'autorità amministrativa pubblica europea (*standardizzazione del contratto al fine di facilitare le transazioni e incrementare la liquidità*)²².

Sebbene tali obblighi sorgano nel momento in cui un contratto viene concluso, essi non derivano dal contratto in quanto tale: non sono, infatti, obbligazioni contrattuali che le controparti decidono di assumere (*mandatory rules*). Non solo, quando la valutazione di standardizzazione conduce ad un esito negativo, i contratti derivati stipulati tra privati devono necessariamente contenere clausole imposte *ex lege* che comportano l'espletamento di determinate obbligazioni e la creazione di procedure aziendali interne di controllo (le cosiddette “tecniche di mitigazione del rischio”, *trasparenza contrattuale*

¹⁹ H.W. Micklitz, *supra* 3, 26 e ss. Per la versione in Italiano, cfr: in *Seminari del Consiglio Nazionale Forense: Collana 'Studi storici e giuridici*, a cura di G. Alpa e R. Mazzei, 2010, pp. 125-192.

²⁰ H.W. Micklitz, *supra* 3, p. 32.

²¹ H.W. Micklitz, *supra* 3, p. 35.

²² Il concetto è chiaramente espresso da Rechtschaffen: “*Standardization increases liquidity because many participants can trade the same financial instrument.*” A.N. Rechtschaffen, *Capital Markets, Derivatives, and the Law: Evolution After Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2014, p. 158.

e concorrenziale) e a prevenire distorsioni del mercato e governare eventuali contenziosi (*mezzi di ricorso giudiziari effettivi e di vigilanza pubblica*).

3. Il contratto derivato nel Diritto Europeo dei Mercati Finanziari: l'assoggettamento alle regole di condotta della MiFID

Caratteristica fondamentale dei contratti derivati è quella di essere strumenti finanziari il cui valore è principalmente²³ determinato dall'andamento di un'attività sottostante detta "*underlying asset*"²⁴ oppure dal verificarsi di un evento oggettivamente osservabile nel futuro. La relazione tra il valore finanziario del contratto derivato e il suo *underlying asset* è calcolato in base ad una funzione matematica: prima della data di scadenza si parla, in generale, di valore del derivato, mentre quando si giunge alla scadenza si parla di "pay-off"²⁵, che in italiano si potrebbe tradurre all'incirca con l'espressione "ottenimento del profitto".

In generale, l'oggetto di un contratto riguarda (il diritto su) la cosa che questo trasferisce da una controparte all'altra oppure la prestazione che una delle parti è tenuta a fare nei confronti dell'altra²⁶. In particolare, per quanto riguarda lo strumento finanziario derivato, le controparti non sono di solito interessate alla compravendita di un bene, ma alla differenza tra il valore finanziario di questo ad una data X e il valore finanziario dello stesso bene ad una data Y. La "cosa" oggetto del contratto è, quindi, il differenziale prodotto dalla comparazione tra il prezzo determinato al momento della conclusione del contratto e il prezzo determinabile alla scadenza del contratto²⁷. Nel

²³ La definizione di strumento finanziario derivato è cosa complessa anche da un punto di vista finanziario in quanto il valore del derivato dipende anche da altri fattori oltre che dal sottostante, come ad esempio il rischio di fallimento della controparte, rischio di fallimento di sé stessi, rischio di *funding*, costo del capitale, ecc.

²⁴ L'espressione "*underlying asset*" è spesso tradotto in italiano con il semplice "sottostante". Nelle parole di Feder: "Underlyings can be anything that interests markets: cash instruments, like stocks and bonds; tangibles, like commodities; or intangibles, like interest rates, currency rates, stock market indices, and credit quality". N.M. Feder, *Deconstructing Over-the-Counter Derivatives*, in «Columbia Business Law Review», 2002, 3, 2002, p. 681. Vedere anche: J. Yen e K. K. Lai, *Emerging Financial Derivatives: Understanding exotic options and structured products*, New York, Routledge, 2014.

²⁵ Sulle nozioni di base del contratto derivato: G. Origoni, G. Cappelli & Partners, *Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*, Milano, IPSOA - Wolters Kluwer Italia, 2012.

²⁶ Per una disamina in materia, vedere: A. Torrente e P. Schlesinger, *Manuale di diritto privato*, Milano, Giuffrè, 2011, p. 174 e ss.

²⁷ Per una disamina in materia, vedere: E. Girino, *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 17; F. Vitelli, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, Giappichelli, 2013,

caso di contratti derivati con consegna fisica del sottostante, tale consegna fisica non modifica la struttura contrattuale del derivato incidendo sull'oggetto in quanto "il sinallagma, consistente nel contrapposto impegno alla liquidazione del differenziale (negativo o positivo, a seconda della parte), non coincide con lo scambio bene contro prezzo"²⁸.

I contratti derivati sono inseriti dalla Markets in Financial Instruments Directive – MiFID I²⁹ nell'elenco degli "strumenti finanziari". Tali "strumenti" risultano essere una categoria flessibile di contratti di natura finanziaria, inserita all'interno della macro-categoria dei prodotti finanziari, i quali sono definibili come una "forma di investimento di natura finanziaria"³⁰. Aspetto cruciale è che la MiFID non solo non offre una definizione giuridica univoca di cosa si debba intendere per strumento derivato, ma non fornisce nemmeno un'indicazione definitoria dei singoli contratti derivati, lacuna che resta presente anche nel testo della recentissima MiFID II³¹. La MiFID infatti si limita a citare la denominazione di tali contratti, lasciando alle pratiche di mercato il compito di indicarne il contenuto. Tuttavia, l'approccio seguito dalla MiFID si rileva coerente con il fine di tale normativa, che è quello di regolare a livello europeo non tanto i singoli aspetti contrattuali degli strumenti finanziari, quanto l'efficiente prestazione dei servizi di investimento connessi a tali contratti. Gli aspetti di natura squisitamente contrattuale, come la definizione della causa³², sono lasciati ai singoli diritti privati e alle giurisprudenze nazionali.

p. 33; M. Lembo, *La rinegoziazione dei contratti derivati: problematiche giuridiche*, in «Il nuovo diritto», 84, 2007, 8-9, p. 512; S. Meucci, "Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID, in «Obbligazioni e Contratti», 4, 2008, p. 341;

²⁸ M. Ferrario, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, in «I contratti», 3, 2000, p. 261.

²⁹ Direttiva 2004/39/EC.

³⁰ D. Lgs. 58 del 1998, Art. 1, c.1, lett. u). Per una dettagliata disamina della nozione di prodotto finanziario, vedere: F. Parrella, *Attività finanziarie e strumenti finanziari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano, Giuffrè, 2008, p. 77.

³¹ Directive 2014/65/EU.

³² In Italia, stante la più recente giurisprudenza, la causa di un contratto derivato deve essere necessariamente ricercata non nella categoria "strumenti finanziari" in genere ma nella fattispecie specifica riferita al contratto derivato stesso e la funzione economico sociale di tale negozio. In particolare, la sintesi degli interessi reali dei contraenti è ritrovata, in altre parole, nella "consapevole e razionale creazione di alce" legate ad una scommessa ritenuta meritevole di tutela nel perimetro dell'art. 1935 c.c. (Nella più recente giurisprudenza: *Sentenza n° 3459 del 18 Settembre 2013 Corte d'appello di Milano*. Vedi anche: *Sentenza del 17 Gennaio 2014 Tribunale Torino, sez. I civile*; *Sentenza del 2 aprile 2012 Tribunale Orvieto*; *Sentenza dell'8 febbraio 2012 Tribunale Milano*). Tale scommessa può perseguire un fine di copertura di rischio o un fine

È importante evidenziare l'estrema elasticità e ampiezza della categoria di strumento finanziario, e questo non solo perché la MiFID stessa elenca un gran numero di contratti, ma soprattutto perché le Pubbliche Amministrazioni nazionali possono, con proprio provvedimento amministrativo, includere, sulla base delle succitate pratiche di mercato, altre forme contrattuali non direttamente previste dell'atto legislativo europeo.³³ L'inclusione dei contratti derivati nella categoria di strumenti finanziari comporta automaticamente il loro assoggettamento alla disciplina delle c.d. "regole di condotta" prevista dalla MiFID: in questo modo, le autorità di vigilanza e regolazione del mercato non sono solo investite del tradizionale potere di controllo dei mercati – *trading venues* – ma vengono anche dotate del potere di ampliare l'applicazione della MiFID e, attraverso questa, modificare norme di natura contrattuale.

E sono proprio le regole di condotta della MiFID ad avere per prime assoggettato i contratti derivati al Dpre. La Mifid, infatti, è un perfetto esempio di Dpre in quanto persegue non il fine di uniformare la categoria contrattuale "strumenti finanziari" a livello continentale, ma ha l'obiettivo di ridurre l'asimmetria informativa esistente tra l'investitore al dettaglio e il fornitore di servizi di investimento³⁴, in quanto questa può minare il corretto funzionamento del mercato finanziario. Il fine della MiFID è la creazione di un efficiente mercato dei servizi finanziari in Europa³⁵.

Allo scopo di evitare potenziali esternalità negative derivanti dall'asimmetria informativa, le regole MiFID introducono una sorta di uno scambio di informazioni tra investitore ed *investment firm*: mentre al primo è chiesto di trasmettere informazioni inerenti le esperienze d'investimento pregresse,

meramente speculativo (In questo caso il contratto potrebbe dar luogo ad obbligazioni non azionabili. *Sentenza del 17 luglio 2012 Tribunale Monza*) In entrambi i casi, il contratto finanziario derivato è un contratto aleatorio, caratteristica riscontrabile in tutte le particolari tipologie contrattuali classificabili come "strumento finanziario derivato". Sulla "causa" del contratto si rimanda, in particolare, a: G. Alpa, *Causa e contratto: profili attuali*, in *Causa e contratto nella prospettiva storico-comparatistica* a cura di L. Vacca, Torino, 1997, p. 245 ss.

³³ Esempio di tale potestà normative da parte autorità amministrative nazionali è il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 02.03.2007 n° 44 pubblicato nella G.U. del 06.04.2007 e recante l'individuazione di nuove categorie di strumenti finanziari, ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ossia il Testo Unico della Finanza. In particolare, il Decreto in questione riguarda i contratti e gli strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito.

³⁴ Sulla questione dell'asimmetria informative e la MiFID: P. Casey e K. Lannoo, *The Mifid Revolution*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.

³⁵ H.W. Micklitz, *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.

le esigenze finanziarie presenti e i progetti per il futuro, il fornitore dei servizi di investimento è tenuto a conoscere il prodotto offerto o consigliato e a fornire al cliente tutte le informazioni necessarie per la comprensione dello stesso. A tal fine, l'articolo 19(4,5) della MiFID I ha introdotto i test di adeguatezza (per i cosiddetti *advisory services*) e di appropriatezza (per tutti gli altri servizi di investimento), usati non come elementi contrattuali uniformanti ma come strumenti di vigilanza armonizzati che le autorità nazionali possono usare per monitorare il corretto funzionamento del mercato.³⁶ L'inserimento dei contratti derivati nella lista degli strumenti finanziari della MiFID, li assoggetta alle regole di condotta previste da tale normativa nel momento in cui vengono erogati nel quadro di servizi di investimento e alle pratiche di supervisione condotte dalle autorità di vigilanza.

4. L'ondata regolativa dopo la crisi del 2008: la regolamentazione pubblica finalizzata a prevenire e mitigare i rischi connessi all'(ab)uso degli strumenti finanziari

Da un punto di vista economico, i derivati, noti fin dall'antichità,³⁷ si sono sviluppati negli ultimi decenni principalmente per un doppio fine. In primo luogo, allo scopo di mitigare o coprirsi dai rischi derivanti da un'attività commerciale, utilizzo legato alla cosiddetta "economia reale". Un esempio su tutti è l'impresa che, esportando fuori dall'area valutaria di produzione, conclude un derivato su valute in modo da "proteggersi" dal rischio di cambio. In secondo luogo, uno strumento finanziario derivato può essere concluso, invece, al semplice scopo di ottenere un profitto dal movimento dei mercati finanziari. Si tratta, in questo caso, di un utilizzo a fini squisitamente finanziari, non direttamente connesso con alcuna attività economica reale. Il contratto derivato ha, quindi, una natura ambivalente: da un lato, è utilizzato come strumento di copertura – per "assicurarsi" dal verificarsi di un rischio, dall'altro lato, come strumento di investimento – producendo esso stesso dei rischi.

Senza entrare nell'annoso dibattito sul rapporto tra l'uso degli strumenti derivati e il ruolo da questi giocato nella crisi finanziaria scoppiata nel 2008, è tuttavia importante riportare in questa sede come un eccessivo *risk-taking*

³⁶ In merito alle regole di condotta introdotte dalla MiFID ed utilizzate come canoni di vigilanza, vedasi O.O. Cherednychenko, *The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?*, in «Journal of Consumer Policy» 3, 34, 2010, pp. 403-424.

³⁷ Vitelli, *supra* nota 27, p. 2; C. Oldani, *I derivati finanziari. Dalla Bibbia alla Enron*, Milano, FrancoAngeli, 2010.

e una generale opacità nella gestione degli strumenti derivati da parte degli operatori finanziari siano stati giudicati come una delle principali cause che hanno contribuito al collasso del sistema finanziario globale³⁸, producendo quella che fino ad allora si riteneva essere un “fallimento del mercato”³⁹ solo teorico ed aprendo la strada ad un intervento legislativo volto alla tutela del corretto andamento del mercato.

La risposta al fallimento del mercato globale è stata, inevitabilmente, una regolazione del mercato coordinata a livello globale⁴⁰. Questo, nondimeno, ha implicato in Europa un rafforzamento del fenomeno sopra descritto, ossia l’ampliamento della sfera di intervento del cosiddetto Diritto Privato Regolatorio Europeo, fino al punto da raggiungere un settore lasciato per lungo tempo “*unregulated*”⁴¹, quello appunto dei derivati “*over-the-counter*” (OTC).⁴²

³⁸ V.V. Acharya, T. Cooley, M. Richardson e I. Walter, *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.

³⁹ Sul tema dei fallimenti del mercato: F.M. Gottheil, *Principles of Microeconomics*, Cengage Learning, 2013, p. 331 e ss.

⁴⁰ In particolar modo ci si riferisce alla riunione del G20 di Pittsburgh del 2009 in cui i leader politici delle giurisdizioni che ospitano le maggiori piazze finanziarie del pianeta hanno approvato la seguente – estremamente impegnativa – dichiarazione politica di intenti:

“*Entro e non oltre la fine del 2012, tutti i contratti derivati over-the-counter standardizzati dovranno essere negoziati su mercati regolamentati o su piattaforme elettroniche di negoziazione, quando necessario, e compensati dalle controparti centrali. I contratti derivati OTC dovranno essere segnalati ai repertori di dati. I contratti non compensati a livello centrale devono essere soggetti a requisiti patrimoniali più elevati*”. La versione originale in inglese – *G20 Leaders Statement: The 2009 Pittsburgh Summit - Strengthening the International Financial Regulatory System* – è consultabile al seguente indirizzo internet: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>.

⁴¹ Sulle conseguenze del processo di “*deregulation*”: 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>. La International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha da sempre svolto un ruolo chiave nella standardizzazione dei contratti OTC, attraverso il cosiddetto “ISDA Master Agreement”, consultabile al seguente indirizzo internet: <http://www.isda.org/publications/isdamasteragmmt.aspx>. Il ruolo delle associazioni di settore come la ISDA è un chiaro esempio di “*transnational private regulation*”, la quale “*encompasses private regimes that primarily, but not exclusively, regulates firms operating in markets that extend beyond the boundaries of single States*.” F. Cafaggi, *The transformation of transnational private regulation: enforcement and governance*, presentato al *Transnational Private Regulation Workshop* tenutosi il 14-15.05.2010 presso lo European University Institute di Fiesole.

⁴² Sul rapporto tra regolamentazione e strumenti derivati: L.A. Stout, *How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them can Prevent Another*, in «Lombard Street», 1, 7, 2009, consultabile al seguente indirizzo internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1432654.

4.1. L'EMIR e l'obbligo di compensazione

Il quadro normativo europeo che regola gli strumenti derivati è costituito da due importanti regolamenti: il Regolamento 648/2012/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali (CCP) e di dati sulle negoziazioni (Trs) – il cosiddetto EMIR, e il Markets in Financial Instruments Regulation 600/2014/UE – il cosiddetto MiFIR. Mentre il primo introduce l'obbligo di compensazione⁴³ di alcuni strumenti derivati attraverso Camere di Compensazione o Controparti Centrali (central clearing counterparty o clearing house)⁴⁴ e, per quei derivati non sottoposti a tale obbligo, l'osservanza di tecniche di attenuazione del rischio; il secondo provvedimento legislativo riguarda la negoziazione di alcuni strumenti derivati, la quale può avvenire o su mercato regolamentato (le tradizionali borse valori) o su piattaforma elettronica come i sistemi multilaterali di negoziazione (MFT) o i nuovissimi sistemi organizzati di negoziazione (OTF)⁴⁵.

Per quanto riguarda l'obbligo di compensazione introdotto dall'EMIR, questa può essere definita come l'attività che, attraverso “la preparazione – mediante abbinamento, registrazione ed elaborazione – di una transazione per il regolamento”⁴⁶, ha l'effetto di “garantire dal rischio di perdite dovute all'insolvenza di una”⁴⁷ delle due controparti. In parole più semplici, si può dire che la compensazione è la procedura attraverso la quale una parte terza

⁴³ Già poco prima dell'entrata in vigore dell'EMIR, molti derivati venivano compensati tramite Controparti Centrali: 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.

⁴⁴ L'EMIR, inoltre, regola le stesse CCP soprattutto attraverso i margini (titoli) che i membri devono versare alla CCP.

⁴⁵ La differenza principale che intercorre tra i MTF e i OTF è che mentre i primi devono essere basati su algoritmi che garantiscano la non discrezionalità dell'esecuzione degli ordini, i secondi sono invece a base discrezionale. Tuttavia, è fatto divieto al gestore di un OTF di compiere determinate operazioni (in particolare non è consentita l'esecuzione di ordini di clienti in conto proprio) al fine di evitare il più possibile conflitti di interessi potenzialmente distruttivi della piattaforma di negoziazione stessa. Considerando 9, Regolamento 600/2014/UE.

⁴⁶ Originale in inglese: “*The preparation through matching, recording and processing instructions of a transaction for settlement*”, in D. Loader, *Clearing, Settlement and Custody*, Oxford, Butterworth-Heinemann, 2002, p. 2.

⁴⁷ 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.

rispetto alle controparti di un contratto derivato – la Camera di Compensazione – intermedia fra queste due, concilia in maniera anonima gli ordini reciproci, calcola le reciproche obbligazioni delle controparti e, aspetto molto importante, garantisce per l’adempimento delle obbligazione reciprocamente contratte dalle controparti stesse⁴⁸.

L’obbligo di compensazione, se attuato in maniera sistemica, ha una portata potenzialmente rivoluzionaria per la regolazione dei mercati dei derivati in quanto, per la prima volta, viene introdotta per via regolamentare una tecnica di controllo del rischio di credito di controparte.⁴⁹ A tal fine, l’EMIR tenta di definire il proprio ambito applicativo soggettivo, ossia quali controparti di un contratto derivato sono sottoposte all’obbligo di compensazione e quali invece sono esentate, per poi passare alla definizione dell’ambito applicativo oggettivo, ossia quali categorie e tipologie di contratti derivati sono soggette a compensazione e quali no. In entrambi i casi, l’obbligo di compensazione attraverso controparti centrali diviene dispositivo attraverso il quale il Dpre persegue i propri obiettivi: esso, infatti, è finalizzato a garantire, allo stesso tempo, stabilità sistemica (diminuzione su base micro del rischio di controparte) ed equo accesso al mercato (in quanto è imposto a tutti i membri di una CCP di versare i cosiddetti “margin”, necessari per assicurare il funzionamento della controparte centrale anche in caso di default multipli dei propri membri).

In merito all’ambito soggettivo, l’EMIR distingue tra controparti finanziarie e controparti non-finanziarie, tra le quali possono potenzialmente rientrare anche i risparmiatori al dettaglio. Nella prima categoria rientrano tutti i soggetti professionalmente abilitati all’esercizio dell’attività bancaria e dell’intermediazione finanziaria ed assicurativa. Si tratta quindi di banche, Sim, società di gestione del risparmio, compagnie assicurative, etc. etc. Nella seconda categoria rientrano tutte quelle imprese commerciali che concludono un contratto derivato nel quadro della propria attività imprenditoriale⁵⁰.

⁴⁸ Nelle parole della Commissione Europea, per *clearing* si “indica tradizionalmente il processo di calcolo delle reciproche obbligazioni ai fini dello scambio di titoli e di denaro, su base lorda o netta, prima del regolamento. Tale processo può altresì includere il netting con novazione, che ha l’effetto di garantire le controparti dal rischio per costo di sostituzione.” Commissione, *ibidem*.

⁴⁹ Sul rapporto tra rischio di credito di controparte e compensazione: R.S. Steigerwald, *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.

⁵⁰ L’esempio forse più calzante è quello di una società energetica che conclude un future sul petrolio.

Le controparti non-finanziarie sono a loro volta organizzate in altre due sotto-categorie: qualificate e non qualificate. Le prime sono quelle società non finanziarie che superano almeno una delle soglie indicate dal Regolamento Delegato⁵¹ stesso inerenti il valore nozionale lordo delle negoziazioni in contratti derivati calcolato come media mobile sui precedenti trenta giorni lavorativi.⁵² Superando tali soglie, una controparte non-finanziaria è soggetta all'obbligo di compensazione e al rispetto dei requisiti di attenuazione del rischio. Le controparti non qualificate le quali, invece, non raggiungono le soglie indicate dall'EMIR non sono soggette né all'obbligo di compensazione né a rispettare le tecniche di attenuazione del rischio.

Giova precisare che non tutti i contratti concorrono al calcolo delle posizioni al fine di determinare il raggiungimento della suddetta soglia: sono, infatti, esclusi dal terzo comma dell'articolo 10 dell'EMIR quei contratti derivati per i quali sia oggettivamente misurabile la capacità di ridurre i rischi direttamente legati all'attività commerciale o di finanziamento di tesoreria.⁵³ Le fattispecie tratteggiate del legislatore europeo hanno la piena caratteristica del Dpre in quanto tendono, da una parte, a demarcare una linea di confine tra l'uso "proprio" – ossia legato all'attività commerciale della controparte non finanziaria – e quello "improprio" – ossia l'uso dello strumento finanziario derivato al solo fine speculativo e, per ciò, foriero di potenziali rischi sistemici e quindi da sottoporre ad obblighi di compensazione e tecniche di

⁵¹ Regolamento Delegato 149/2013/UE.

⁵² Il Regolamento Delegato n. 149/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012 chiarisce che tali soglie variano al variare del tipo di *underlying asset* del contratto derivato concluso:

- contratti derivati su crediti e contratti derivati su azioni: €1 miliardo;
- contratti derivati su tassi d'interesse, contratti derivati su tassi di cambio, contratti derivati su materie prime e altri contratti: €3 miliardi.

⁵³ Il Regolamento Delegato n. 149/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012 precisa che tale oggettiva misurabilità del contratto si verifica al riscontrarsi di almeno una delle seguenti circostanze:

- vengono coperti i rischi derivanti dalla potenziale variazione del valore delle attività, dei beni o dei servizi che nel corso normale della sua attività la controparte non finanziaria possiede, produce, commercializza, vende o acquista;
- vengono coperti i rischi derivanti dal potenziale impatto indiretto sul valore delle attività, dei beni o dei servizi che nel corso normale della sua attività la controparte non finanziaria possiede, produce, commercializza, vende o acquista;
- si costituisce un contratto di copertura in conformità agli *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

attenuazione del rischio per garantire l'efficienza del mercato concorrenziale. Dall'altra parte, il compito di determinare il fine strutturale (di riduzione o meno del rischio) degli strumenti derivati è demandato, inter alia, a standard contabili stabiliti da organismi transnazionali aventi carattere privatistico⁵⁴, in maniera tale per cui questi standard si trasformano nel parametro attraverso il quale regole di natura pubblicistica si attuano o meno⁵⁵.

Per quanto riguarda invece l'ambito applicativo oggettivo generale dell'EMIR, questo riguarda lo strumento derivato finanziario così come definito dalla MiFID. Tuttavia, se si scende più nello specifico, l'ambito applicativo oggettivo diviene flessibile in quanto si adatta al tipo di obbligo a cui sono sottoposte le controparti di un contratto derivato. L'obbligo di compensazione riguarda, infatti, solo quei contratti inseriti nel registro dell'ESMA e ritenuti sufficientemente standardizzati, con un sufficiente volume ed una sufficiente liquidità⁵⁶, e per il quale già esiste un efficiente sistema di informazione sul prezzo: si tratta della pubblicazione attraverso un procedimento amministrativo europeo della standardizzazione del contratto al fine di facilitare le transazioni e incrementare la liquidità (contribuendo all'efficienza del mercato finanziario)⁵⁷.

I contratti che non sono iscritti nel registro dell'ESMA sono – anche se non sempre – sottoposti a tecniche di attenuazione del rischio⁵⁸. Tali tecniche si presentano come procedure estremamente articolate inerenti il comportamento e le pratiche delle controparti di un contratto derivato, complesse al

⁵⁴ Si tratta degli *International Financial Reporting Standards* stabiliti dalla International Accounting Standards Board. Sulla natura degli IFRS e del IASB si rimanda ai seguenti indirizzi internet “<http://www.ifrs.org/About-us/IASB/Pages/Home.aspx>” e “<http://www.ifrs.org/About-us/Pages/IFRS-Foundation-and-IASB.aspx>”.

⁵⁵ Sull'uso degli standard nel Diritto Privato Regolatorio Europeo: H.W. Micklitz, *supra* 3; H.W. Micklitz, Y. Svetiev Y, G. Comparato, *supra* 17.

⁵⁶ Per quanto riguarda la definizione di liquidità: “In investment, liquidity is the ability to convert an investment portfolio into cash quickly and with little or no loss in value”, I.A. Moosa, *Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation*, London, Palgrave Macmillan, 2015.

⁵⁷ In merito alla relazione tra liquidità, efficienza del mercato e le sue crisi: F. Allen, E. Carletti, J.P.r Krahn, M. Tyrell, *Liquidity and Crises*, Oxford – New York, Oxford University Press USA, 2011.

⁵⁸ Le tecniche di attenuazione del rischio per i derivati non sottoposti ad obbligo di compensazione si applicano e sia ai contratti conclusi tra due controparti finanziarie ovvero due controparti non finanziarie qualificate; che ai contratti conclusi tra una controparte finanziaria e una controparte non finanziaria qualificata. Tuttavia, le controparti non finanziarie non qualificate sono soggette ad alcune tecniche di attenuazione del rischio se concludono un contratto derivato con una controparte finanziaria oppure una controparte non finanziaria qualificata.

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. Tesauro 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.