

IL NUOVO QUADRO NORMATIVO PREVISTO DALLA MIFID II E DAI RELATIVI ATTI DELEGATI



INDICE

- 1. CONTESTO NORMATIVO DI RIFERIMENTO**
- 2. SOGGETTI DESTINATARI**
- 3. FINALITÀ E PRINCIPI GENERALI**
- 4. CONTENUTO DELLA DISCIPLINA (ALLA LUCE DELLA
NORMATIVA UE E DEL D. LGS. 129/2017)**

CONTESTO NORMATIVO DI RIFERIMENTO



Fonti principali

- **Direttiva 2014/65/UE** del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (c.d. MIFID II) relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE (sulla intermediazione assicurativa) e la direttiva 2011/61/UE (sui gestori di fondi di investimento alternativi);
- **Regolamento (UE) n. 600/2014** del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (c.d. MIFIR) sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni);
- **Atti delegati**, emanati dalla Commissione Europea che integrano e attuano nel dettaglio i principi e le previsioni contenuti sia nella MIFID II sia nel MIFIR;
- **Decreto legislativo n. 129/2017** di attuazione della MIFID II (come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE) e di adeguamento della normativa nazionale al suddetto regolamento (UE) n. 648/2012 (pubblicato nella G.U. n. 198 del 25 agosto 2017);
- **Regolamenti Consob e Banca d'Italia**, per la trasposizione della MIFID II e del MIFIR (e delle connesse misure di esecuzione) nelle rispettive aree di regolamentazione. Per le modifiche dei Regolamenti Intermediari e Mercati di Consob è in corso di svolgimento il processo di consultazione (cfr. i documenti pubblicati in data 6 luglio, 28 luglio e 31 luglio scorso).

L'evoluzione della disciplina dell'Unione europea: la MIFID I (1/5)

La Direttiva 2004/39/UE (*Markets in Financial Instruments Directive*, di seguito, «MiFID I»), entrata in vigore nell'ordinamento italiano nel 2007, ha fornito la base generale per un quadro di regole comuni riguardanti la tutela degli investitori, la prestazione di servizi e attività di investimento da parte di istituti di credito e imprese di investimento, nonché l'attività dei mercati finanziari.

Gli obiettivi principali perseguiti dalla MIFID I sono stata quelli di:

- 1) favorire l'integrazione, la competitività e l'efficienza dei mercati finanziari dell'Unione europea, attraverso la creazione di un mercato unico per i servizi e le attività di investimento;
- 2) garantire un elevato livello di protezione degli investitori in strumenti finanziari, promuovere la trasparenza e salvaguardare l'integrità del mercato, fissando requisiti armonizzati per l'attività degli intermediari autorizzati;
- 3) accrescere, nell'ambito dell'Unione europea, la concorrenza nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento.

L'evoluzione della disciplina dell'Unione europea: MIFID II e MIFIR (2/5)

Al fine di **confermare e rafforzare** gli obiettivi della **MIFID I**, sono stati adottati:

- la **Direttiva 2014/65/UE** (*Markets in Financial Instruments Directive*, di seguito, «**MiFID II**»);
- il **Regolamento (UE) n. 600/2014** (*Regulation on markets in financial instruments and amending Regulation*, di seguito, «**MIFIR**»);
- una serie di numerosi **atti delegati** (c.d. “**atti di livello 2**”) recanti disposizioni che integrano e attuano nel dettaglio i principi e le previsioni contenuti sia nella MIFID II che nel MIFIR.

Il contenuto della MiFID I è ora in parte rifuso nella MIFID II e in parte sostituito dal Regolamento MiFIR.

L'evoluzione della disciplina dell'Unione europea: gli atti di livello 2 (3/5)

Gli **atti di livello 2** (in totale più di trenta documenti) assumono, nella quasi totalità dei casi, la forma di regolamento e sono pertanto direttamente applicabili negli Stati membri.

Tra gli **atti integrativi della MIFID II**, a titolo esemplificativo, si segnalano:

- la Direttiva delegata (UE) n. 2017/593 riguardante la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari;
- il Regolamento delegato (UE) 2017/565 relativo ai requisiti organizzativi e alle condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini della MIFID II;
- il Regolamento delegato (UE) 2017/576 recante norme tecniche di regolamentazione relative alla pubblicazione annuale da parte delle imprese di investimento delle informazioni sull'identità delle sedi di esecuzione e sulla qualità dell'esecuzione;
- il Regolamento delegato (UE) 2017/592 riguardante le norme tecniche di regolamentazione relative ai criteri per stabilire quando un'attività debba essere considerata accessoria all'attività principale;
- il Regolamento delegato (UE) 2017/1018 recante le norme tecniche di regolamentazione che specificano le informazioni che devono essere comunicate dalle imprese di investimento, dai gestori del mercato e dagli enti creditizi;

L'evoluzione della disciplina dell'Unione europea : gli atti di livello 2 (4/5)

Tra gli atti integrativi del MIFIR, sempre a titolo esemplificativo, si segnalano:

- il Regolamento delegato (UE) 2017/567 riguardante le definizioni, la trasparenza, la compressione del portafoglio e le misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti e alle posizioni;
- il Regolamento delegato (UE) 2017/ 577 relativo alle norme tecniche di regolamentazione sul meccanismo del massimale del volume e sulla presentazione di informazioni a fini di trasparenza e per altri calcoli;
- il Regolamento delegato (UE) 2017/590 riguardante le norme tecniche di regolamentazione sulla segnalazione delle operazioni alle autorità competenti.

L'evoluzione della disciplina dell'Unione europea: obiettivi (5/5)

In sintesi, MiFID II e MiFIR:

- rappresentano i **principali atti normativi** in materia finanziaria – relativamente ai mercati degli strumenti finanziari e per i servizi e le attività di investimento – **adottati per rimediare alle carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati** messe in luce dalla crisi finanziaria;
- istituiscono un nuovo quadro giuridico, armonizzato e aggiornato, **che – nel confermare le scelte di fondo** effettuate dal legislatore del 2004 – **sostituisce la MIFID con l'obiettivo di rafforzare il quadro normativo di riferimento, incrementare la trasparenza e la tutela degli investitori.**

A conferma dei principali obiettivi e delle scelte fondamentali perseguiti dalla MIFID I, sono in particolare previste disposizioni che impongono ai prestatori di servizi di investimento più stringenti e precisi obblighi informativi nei confronti dei clienti, ad esempio in materia di conflitti di interesse e di adeguata profilatura dell'investitore.

Tempi di recepimento previsti dalla normativa UE: le tappe (1/2)

- 1) **Direttiva MIFID II** → **applicabile** (solo a seguito del recepimento) a partire **dal 3 gennaio 2018** (la data inizialmente fissata al 3 gennaio 2017 è stata così posticipata dalla direttiva (UE) 2016/1034), con **conseguente abrogazione della MIFID I**.

È fatta eccezione per le disposizioni che recepiscono l'articolo 65, paragrafo 2 (sull'adozione delle politiche per raccogliere le informazioni rese pubbliche in conformità del MIFIR e consolidarle in un flusso continuo di dati elettronici), che si applicano a decorrere dal 3 settembre 2019.

- 2) **Regolamento MIFIR** → direttamente **applicabile** agli Stati membri dell'Unione europea a partire **dal 3 gennaio 2018** (la data inizialmente fissata al 3 gennaio 2017 è stata così posticipata dal Regolamento (UE) 2016/1033).

È fatta eccezione per le disposizioni dell'art. 37, commi 1, 2 e 3 (in tema di accesso non discriminatorio agli indici di riferimento e obbligo di concedere una licenza per gli stessi) che si applicano a partire dal 3 gennaio 2019.

Per l'adozione e la pubblicazione da parte degli Stati membri delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per il **recepimento della MiFID II**, il termine stabilito dalla direttiva stessa è il **3 luglio 2017** (come posticipata dalla suddetta direttiva 2016/1034).

Nella **G.U. n. 198 del 25 agosto 2017** è stato pubblicato il **Decreto legislativo n. 129/2017 di attuazione della MIFID II** (come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE) e di adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

Tempi di recepimento previsti dalla normativa UE: le tappe (2/2)

In attuazione di quanto previsto dalla MiFID II e dal MiFIR, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority* - Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati "AESFEM" nella traduzione italiana), ha collaborato con la Commissione europea nella stesura degli atti delegati che integrano e implementano la normativa di rango primario di ciascuno Stato membro, elaborando:

- regolamenti tecnici di regolamentazione ed implementazione (*Regulatory Technical Standards*, di seguito, «RTS»);
- *Implementing Technical Standard*, di seguito, «ITS»);
- pareri connessi (*Technical Advice*, di seguito «TA»).

L'ESMA ha altresì pubblicato una serie di orientamenti (*Guidelines*), che saranno oggetto di periodico aggiornamento.

A tal proposito, tra gli altri, si segnalano i seguenti documenti:

- *Final report* di RTS e ITS pubblicati, rispettivamente, in data 29.06.2015 e 11.12.2015 su varie materie in base alle previsioni della normativa in esame e il *Final Report* di TA on MIFID II e MIFIR del dicembre 2014);
- Orientamenti (*Guidelines*) su varie tematiche, quali i criteri di valutazione delle conoscenze ed esperienze richieste per il personale che fornisce consulenza o informazioni sugli strumenti finanziari e i servizi di investimento ai sensi dell'art. 25 della MIFID II (*Final report* del 17.12.2015), le pratiche di vendita abbinata (*Final report* del 22.12.2015) e la *product governance* (*Final report* del 2.06.2017).

SOGGETTI DESTINATARI



I **soggetti destinatari** delle nuove disposizioni sono, **principalmente**, le società di investimento mobiliare (SIM), le banche che prestano servizi di investimento, le società di gestione del risparmio (SGR) e i GEFIA quando prestano i servizi di investimento cui possono essere abilitati ai sensi delle rispettive direttive, i gestori di mercati regolamentati, gli operatori nel settore dell'energia e delle materie prime (*energy e commodity player*).

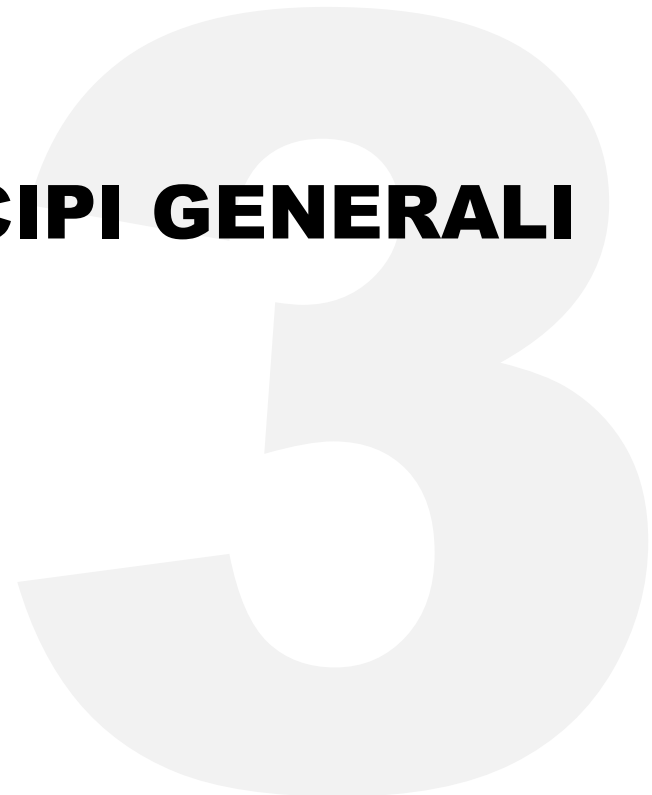
Ai sensi **della MIFID II (art. 1)**, la stessa si applica **alle imprese di investimento(*)**, **ai gestori del mercato(**)**, **ai mercati regolamentati**, **ai prestatori di servizi di comunicazione dati(***)** e **alle imprese di paesi terzi che offrono servizi o esercitano attività di investimento tramite lo stabilimento di una succursale nell'UE.**

(*) Definite dal successivo art. 4 come *“qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale”* (cfr. anche l'art. 1, comma 1, lett. *d-quater*) del TUF come modificato dal D. lgs. 129/2017).

(**) Ai sensi dell'art. 4 della MIFID II, *chi gestisce e/o amministra l'attività di un mercato regolamentato* e può coincidere con il mercato regolamentato stesso (cfr. anche l'art. 1, comma 1, lett. *w -bis.7*) del TUF come modificato dal suddetto D. lgs. 129/2017).

(***) Cfr. l'art. 4 della MIFID II e l'Allegato I, sezione D, alla MIFID II, laddove per *“servizi di comunicazione dati”* si intende la gestione di un **APA** (dispositivo di pubblicazione autorizzato), un **CTP** (sistema consolidato di pubblicazione) o un **ARM** (meccanismo di segnalazione autorizzato). Cfr. anche l'art. 6-undecies del TUF, introdotto nell'art. 1 dal menzionato decreto.

FINALITÀ E PRINCIPI GENERALI



Finalità e principi generali (1/7)

La **principale finalità** perseguita dalla MIFID II e dal MIFIR, nel condividere lo scopo originario della direttiva MIFID e confermandone le scelte di fondo, è lo **sviluppo di un mercato unico** dei servizi finanziari in Europa in cui:

- sia assicurata e promossa la **trasparenza del mercato**;
- **venga rafforzata la tutela degli investitori**, prevedendo obblighi più stringenti al fine di garantire i clienti circa il fatto che i prodotti finanziari loro offerti siano adeguati alle loro esigenze e che i beni nei quali investono siano adeguatamente protetti;
- i risparmiatori possano investire e le imprese di investimento abbiano la facoltà di prestare servizi di investimento a livello transfrontaliero (c.d. "**passaporto unico**") in modo più semplice e a condizioni identiche in tutti gli Stati dell'Unione.

Finalità e principi generali (2/7)

Il nuovo quadro normativo definito da MiFID II e MiFIR (e dai relativi atti di livello 2):

- **disciplina i requisiti applicabili** a imprese di investimento, mercati regolamentati, prestatori di servizi di comunicazione dei dati e imprese di paesi terzi che prestano servizi o attività di investimento nell'UE;
- **rafforza i presidi di tutela degli investitori**, ampliando l'ambito oggettivo di applicazione delle norme nonché introducendo requisiti più rigorosi in materia di organizzazione e di norme di comportamento;
- **armonizza il regime di limiti di posizioni su derivati su merci**, al fine di migliorare la trasparenza, di favorire condizioni ordinate di formazione dei prezzi e di prevenire gli abusi di mercato;
- **introduce un'armonizzazione a livello europeo della negoziazione algoritmica**, sul fronte sia delle imprese di investimento che delle sedi di negoziazione, **e della negoziazione algoritmica ad alta frequenza**;
- prevede un **regime semplificato in favore dei mercati di crescita per le piccole e medie imprese**, al fine di agevolarne l'accesso al mercato dei capitali;
- introduce un **regime comune per la prestazione dei servizi da parte di soggetti autorizzati in Paesi terzi**;
- **intensifica la vigilanza** sui mercati finanziari e promuove **l'armonizzazione delle sanzioni amministrative**.

Finalità e principi generali (3/7)

Per innalzare i **livelli di protezione degli investitori** e rafforzare la **fiducia** nel sistema finanziario:

- sono stati **inclusi, nell'ambito di applicazione della MiFID II, settori in precedenza non regolamentati**;
- sono state previste **regole di condotta più stringenti** e l'applicazione di tali regole è **stata estesa** anche all'offerta e alla consulenza avente ad oggetto **depositi strutturati**;
- sono stati **rafforzati i requisiti organizzativi** (intervenendo ad esempio sulla disciplina in materia di conflitto di interessi, sugli obblighi di registrazione e sul rafforzamento del ruolo degli organi di vertice in relazione alla *governance* dei prodotti);
- **è stato ampliato l'ambito di applicazione del regime di trasparenza pre e post negoziazione** (mediante l'introduzione di obbligatorie regole di trasparenza con riguardo a nuove sedi di negoziazione e a strumenti finanziari diversi da quelli azionari) nonché **degli obblighi di transaction reporting degli scambi**;
- sono stati **modificati in senso restrittivo taluni regimi di esenzione** applicabili agli intermediari che negoziano in materie prime e ai *market makers*;
- è stato previsto **l'obbligo di pubblicare le informazioni mediante canali approvati dall'autorità competente (APA)** e la **realizzazione di un sistema integrato di raccolta delle informazioni (CTP)** al fine di incrementare trasparenza e qualità informativa a disposizione del mercato, nonché di **potenziare il flusso informativo all'autorità di vigilanza** per il tramite di specifici canali di trasmissione (ARM);
- è stato previsto un **sistema più completo di vigilanza**, anche attraverso l'attribuzione alle Autorità nazionali competenti di poteri di *product intervention*.

Finalità e principi generali (4/7)

Con specifico riferimento ai **mercati**, si è inteso:

- **favorire lo svolgimento delle negoziazioni** all'interno di sistemi di negoziazione regolamentati, siano essi mercati regolamentati, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, ovvero internalizzatori sistematici (la cui disciplina è anch'essa oggetto di modifiche);
- **facilitare l'accesso** a tali strutture regolamentate e accrescere la concorrenza tra controparti centrali e sedi di negoziazione.

Finalità e principi generali (5/7)

Il **rafforzamento delle regole di condotta** riguarda principalmente i seguenti ambiti:

- la previsione di più stringenti requisiti per la **valutazione di adeguatezza** dei prodotti finanziari rispetto alle esigenze e alle caratteristiche dei clienti;
- l'ampliamento degli **obblighi di informazione** ai clienti, riguardo a:
 - la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti
 - le informazioni relative agli strumenti finanziari
 - la strategia di investimento proposte
 - la comunicazione su costi e oneri connessi ai servizi di investimento o accessori (che sono stati ampliati ad es. per includere il costo della consulenza, se rilevante);
- l'introduzione di misure di **product governance** e della **consulenza indipendente**;
- la previsione di poteri di **product intervention** (orientati a proibire/limitare la diffusione di strumenti finanziari – e depositi strutturati – nonché attività commerciali pregiudizievoli per la tutela degli investitori e l'integrità dei mercati);
- la revisione in senso restrittivo della **disciplina degli incentivi**;

(segue)

Finalità e principi generali (6/7)

(segue) **rafforzamento delle regole di condotta:**

- la **riduzione** dell'ambito di applicazione dell'*execution only*(*), mediante la delimitazione degli strumenti finanziari qualificabili come non complessi;
- le disposizioni in materia di “**pratiche di vendita abbinata**”;
- la disciplina in tema di **esperienza e competenza del personale** addetto alla consulenza e alla vendita dei prodotti;
- l'integrazione/modificazione delle previsioni in tema di **best execution, classificazione della clientela e controparti qualificate**;
- previsioni in materia di **remunerazione del personale** (con il divieto di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il dovere di agire nel migliore interesse dei clienti).

(*) Per i servizi di mera esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini è attualmente ammessa la possibilità di prescindere dalle informazioni e dalle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza (ex art. 43 del Reg. Intermediari) se (a) i servizi siano connessi a strumenti finanziari «non complessi» e siano prestati su iniziativa del cliente; (b) il cliente sia stato informato della natura di *execution only* del servizio e delle sue conseguenze; c) siano rispettati gli obblighi in materia di conflitti di interesse.

Finalità e principi generali (7/7)

Con l'**ampliamento del perimetro** - oggettivo e soggettivo - **di applicazione** della normativa in esame, sono stati previsti:

- un **nuovo servizio di investimento**, consistente nella "*gestione di sistemi organizzati di negoziazione*" (*Organised Trading Facilities* - "OTF", una nuova tipologia di piattaforma di negoziazione)(1), allo scopo di favorire il *level playing field* fra le sedi di negoziazione e preservare il funzionamento efficiente e ordinato dei mercati finanziari;
- una **nuova categoria di strumenti finanziari**, rappresentata dalle quote di emissioni(2);
- **nuovi soggetti** sottoposti a forme di vigilanza, quali i "*gestori del mercato*" e i "*fornitori dei servizi di comunicazione dati*" (v. *supra*)(3).

(1) Ai sensi dell'Allegato I sez. A, alla MIFID (cfr. anche l'art. 1, comma 5, lett. g)-bis del TUF, come modificato dal d. lgs. 129/2017). Per "*sistema organizzato di negoziazione*" si intende un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla disciplina dettata dal TUF in materia di intermediari e mercati (cfr. l'art. 4 della MIFID II e l'art. 5-*octies* lett. b) del TUF come modificato dal suddetto decreto).

(2) Che consistono in qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni - Cfr. l'Allegato I, sezione B, alla MIFID e il nuovo comma 2 del TUF).

(3) I quali sono soggetti ad autorizzazione preventiva ai sensi della MIFID II. Nel nostro ordinamento tale autorizzazione è concessa dalla Consob, in base a quanto previsto dal TUF come modificato dal d. lgs. 129/2017 (per i gestori di mercato: cfr. gli artt. 44 e ss. della MIFID II e i nuovi artt. 64 e ss. del TUF; i per fornitori dei servizi di comunicazione dati: cfr. gli artt. 59 e ss. della MIFID II e i nuovi artt. 79 e ss. del TUF).

**CONTENUTO DELLA DISCIPLINA
(ALLA LUCE DELLA NORMATIVA
UE E DEL D. LGS. 129/2017)**

PRINCIPALI AMBITI OGGETTO DI DISCIPLINA

MIFID II

I principali **ambiti di impatto** delle norme dettate dalla MIFID II e dalle disposizioni di attuazione sono i seguenti:

- *product governance*;
- informativa precontrattuale;
- Rendicontazione;
- contratti;
- valutazione di adeguatezza nel servizio di consulenza e di gestione di portafogli;
- pratiche di vendita abbinata;
- incentivi;
- consulenza indipendente;
- conflitti di interessi;
- remunerazione del personale;
- classificazione della clientela;
- *best execution*;
- *execution only*;
- *tied agent*;
- criteri di valutazione delle conoscenze e delle competenze del personale;
- operatività delle imprese di investimento UE

PRINCIPALI AMBITI OGGETTO DI DISCIPLINA

Product governance (1/2)

È introdotta una serie di **regole** e di **requisiti** in tema di «governo degli strumenti finanziari» che si rivolgono sia alla fase di **distribuzione** sia a quella “a monte” di **realizzazione** degli strumenti finanziari da destinare alla clientela.

(Riferimenti normativi: considerando 71, artt. 24, comma 2, e 16, comma 3 della MIFID II, nonché la direttiva delegata UE 2017/593; v. i commi 2-bis e 2-ter inseriti nell’art. 21 del TUF dal Decreto e il titolo VIII-bis (artt. 59-bis e ss.) del RI in consultazione)

PRINCIPALI AMBITI OGGETTO DI DISCIPLINA

Product governance (2/2)

Tale disciplina assume centralità anche ai fini dell'attivazione, da parte delle autorità nazionali ed europee (quali l'ESMA e l'ABE), dei poteri di **product intervention** consistenti nella possibilità di **sospendere** la commercializzazione/la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora:

- non siano state rispettate le disposizioni in tema di processo di approvazione del prodotto;
- siano presenti pratiche finanziarie che siano – ad esempio - tali da generare timori significativi in merito alla protezione degli investitori o costituire una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario.

(Riferimenti normativi: art. 69 della MIFID II e artt. 40 e ss. del MIFIR; v. anche il nuovo art. 7 del TUF).

Informativa precontrattuale (1/4)

In base alle nuove previsioni sono:

- ribaditi principi di chiarezza e correttezza delle informazioni rese alla clientela, potenziale o meno;
- rafforzati gli obblighi di informazione sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte, che devono comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento;
- rese più incisive le informazioni da rendere alla clientela sui costi e sugli oneri connessi ai servizi di investimento, le quali devono essere fornite nel rispetto di una serie di specifici requisiti stabiliti dal suddetto Regolamento.

Tali informazioni includono il costo eventuale della consulenza, se rilevante, il costo dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita al cliente e delle relative modalità di rimborso, anche nel caso di eventuali pagamenti a terzi.

(Riferimenti normativi: art. 24 della MIFID II e art. 44 e ss. del Regolamento delegato UE 2017/565; v. anche il nuovo art. 21 del TUF)

Informativa precontrattuale (2/4)

In tema di requisiti delle informazioni da rendere alla clientela sui costi e sugli oneri connessi ai servizi di investimento:

- è, ad esempio, prevista la necessità di presentare in forma aggregata tutti i costi e gli oneri connessi
 - ❑ applicati per i servizi di investimento e/o servizi accessori prestati al cliente e
 - ❑ associati alla realizzazione/gestione degli strumenti finanziari (peraltro, è prevista la possibilità di concordare con i clienti professionali e con le controparti qualificate un'applicazione limitata di tali requisiti, con alcune eccezioni (ad es. se ad un cliente professionale siano prestati il servizio di consulenza o di gestione del portafoglio ovvero gli strumenti finanziari incorporino un derivato));

- è precisato che, ove distribuiscono quote di organismi di investimento collettivo o PRIIP, le imprese di investimento informano i clienti degli altri costi ed oneri associati relativi al prodotto che potrebbero non essere stati inclusi nel KIID degli OICVM o nel KID dei PRIIP, così come dei costi e oneri relativi alla loro prestazione di servizi di investimento.

Informativa precontrattuale (3/4)

Sono inoltre dettate disposizioni ad hoc per le informazioni precontrattuali da fornire nel caso di **prestazione del servizio di consulenza**, anche in relazione alla disciplina consulenza indipendente, quali:

- la necessità di indicare:
 - se la consulenza è fornita o meno su base indipendente,
 - se la consulenza è basata su una analisi del mercato ampia o ristretta che sia o meno limitata ai soli strumenti finanziari emessi o proposti da soggetti comunque strettamente collegati all'intermediario abilitato,
 - se viene o meno fornita un'attività di valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti raccomandati;

(Riferimenti normativi: cfr. art. 24, comma 4, lett. a) della MIFID II e l'art. 24-bis inserito del TUF)

Informativa precontrattuale (4/4)

- la necessità di fornire al cliente al dettaglio - **prima** di effettuare la transazione - una dichiarazione di adeguatezza.
- Tale dichiarazione deve comprendere una descrizione generale della consulenza prestata e includa una spiegazione di come essa risponda agli obiettivi e alle circostanze personali del cliente in riferimento:
 - alla durata dell'investimento richiesta;
 - alle conoscenze ed esperienze del cliente;
 - alla sua propensione al rischio e capacità di sostenere perdite.

(Riferimenti normativi: art. 25, comma 6, della MIFID II e l'art. 54 del Regolamento delegato UE 2017/565; v. l'art. 40-bis del RI in consultazione)

Comunicazioni ai clienti (rendicontazione)

È previsto l'obbligo di fornire ai clienti - su supporto durevole - adeguate relazioni sui servizi prestati, che:

- includono comunicazioni periodiche, tenendo conto della tipologia e della complessità degli strumenti finanziari in questione e della natura del servizio prestato al cliente;
- comprendono, se del caso, i costi delle operazioni e dei servizi prestati per loro conto.

Se l'intermediario offre la gestione di portafoglio o ha informato il cliente che effettuerà periodicamente una valutazione di adeguatezza, la relazione periodica conterrà una dichiarazione aggiornata che spieghi perché l'investimento corrisponde alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente.

(Riferimenti normativi: art. 25, comma 6, della MIFID II e 59 e ss. del Regolamento delegato UE 2017/565; v. anche l'art. 53 del RI in consultazione)

Contratti

- Si prevede ora la necessaria contrattualizzazione in **forma scritta** dei diritti e degli obblighi delle parti anche **nei rapporti con la clientela professionale** e anche per **il servizio di consulenza** ove sia effettuata una valutazione periodica dell'adeguatezza).

(Riferimenti normativi: art. 25, comma 5, della MIFID II e art. 58 del Reg. delegato UE 2017/565; v. l'art. 23 del TUF, come modificato dal Decreto, e il nuovo art. 30-bis; v. gli artt. 37 e ss. del RI in consultazione)

- È altresì stabilito che, nella prestazione di servizi e attività di investimento e dei servizi accessori a favore di clienti al dettaglio, non vengano conclusi **contratti di garanzia finanziaria** con trasferimento del titolo di proprietà, a pena di nullità degli stessi.

(Riferimenti normativi: art. 23, comma 4-bis introdotto nel TUF dal Decreto; v. il nuovo art. 38-bis del RI in consultazione)

Valutazione di adeguatezza nel servizio di consulenza e di gestione di portafogli

- Sono introdotte regole più stringenti, quali l'obbligo di ottenere informazioni circa le conoscenze/esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo a:
 - tipo specifico** di prodotto o servizio;
 - situazione finanziaria, tra cui la **capacità di sostenere perdite**;
 - obiettivi di investimento, inclusa la sua **tolleranza al rischio**.

- È prevista altresì la necessità per gli Stati membri di garantire che, laddove un'impresa d'investimento fornisca consulenza in materia di investimenti e raccomandi un pacchetto di servizi o prodotti aggregati, **l'intero pacchetto sia adeguato** alle esigenze del cliente.

(Riferimenti normativi: art. 25, comma 2, par. 1 e par. 2, della MIFID II; v. gli artt. 40 e ss. del RI in consultazione)

Pratiche di vendita abbinata (1/2)

- E' stata prevista la disciplina di tali pratiche, consistenti (ex art. 4, comma 1 n. 42, della MIFID II) nella *“offerta di un servizio di investimento insieme ad un altro servizio o prodotto come parte di un pacchetto o come condizione per l'ottenimento dello stesso accordo o pacchetto”*.
- È , in particolare, precisato che:
 - ❑ il cliente deve essere informato della possibilità o meno di acquistare i diversi componenti separatamente, fornendogli giustificativi separati dei relativi costi e oneri;
 - ❑ la valutazione di appropriatezza o di adeguatezza va svolta con riferimento all'intero pacchetto di servizi o prodotti aggregati.

Pratiche di vendita abbinata (2/2)

Riferimenti normativi:

- *considerando 81, art. 24, comma 11 e art. 25, commi 2 e 3, della MIFID II nonché gli orientamenti emanati dall'ESMA il 22 dicembre 2015 in materia;*
- *v. anche la definizione, recepita nel nuovo comma 6-novies dell'art. 1 del TUF, e quanto stabilito dal successivo art. 6, comma 2, lett. a) n. 1 del TUF, secondo cui rientrano tra le materie oggetto della potestà regolamentare della Consob gli obblighi informativi relativi alle pratiche di vendita abbinata; v. gli artt. 44-bis e ss. del RI in consultazione.*

INCENTIVI (1/3)

Viene accresciuta la tutela nei confronti degli investitori:

- limitando ulteriormente la possibilità di percepire incentivi da parte di terzi, con specifico riguardo alle imprese che prestano determinati servizi di investimento (quali la consulenza su base indipendente e la gestione di portafogli);
- rafforzando i requisiti che l'incentivo pagato a o ricevuto da terzi deve presentare per risultare ammissibile.

(Riferimenti normativi:

- *considerando 74 e 75, art. 24, commi 7, 8 e 9 della MIFID e la direttiva delegata (UE) 2017/593 (oltre al Final Report TA dell'ESMA del 19.12.2014);*
- *v. per il servizio di gestione di portafogli l'art. 24, comma 1-bis, del TUF;*
- *v. per il servizio di consulenza l'art. 24-bis, comma 2, lett. b, del TUF, introdotti dal Decreto;*
- *artt. 52 ss. RI in consultazione).*

INCENTIVI (2/3)

In particolare è previsto che le imprese di investimento non paghino o percepiscano un onorario o una commissione o forniscano o ricevano benefici non monetari in relazione alla prestazione di un servizio di investimento (diverso dalla consulenza e dalla gestione di portafoglio) o di un servizio accessorio da parte di un qualsiasi soggetto diverso dal cliente o da una persona operante per suo conto, a meno che i pagamenti o i benefici:

- abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente, e
- non pregiudichino il rispetto del dovere dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente.

INCENTIVI (3/3)

- Le condizioni di ammissibilità di tali incentivi - dettagliate nella direttiva delegata - comprendono, ad es. la prestazione di un servizio aggiuntivo o di livello superiore, proporzionale agli incentivi ricevuti, quale la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti unitamente all'accesso ad una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati che includa un numero appropriato di strumenti di soggetti terzi che non abbiano stretti legami con l'intermediario.
- Previsioni specifiche sono dettate (sempre dalla direttiva delegata) per la fornitura di ricerca in materia di investimenti da parte di terzi, in base alle quali tale attività non è considerata un incentivo se viene pagata:
 - direttamente dagli intermediari mediante risorse proprie,
 - attraverso un apposito conto di pagamento per la ricerca controllato dagli intermediari, purché siano soddisfatte una serie di specifiche condizioni.

Consulenza indipendente (1/2)

La consulenza indipendente è oggetto di distinta tipizzazione nell'ambito del servizio di consulenza in materia di investimenti, è sottoposta a specifici obblighi, quali:

- il dovere dell'intermediario di fondare l'attività con riguardo ad un numero sufficientemente ampio - sia per tipologia sia per emittente - di strumenti finanziari disponibili sul mercato;

Nel Regolamento delegato si specifica che è necessario definire e attuare un processo di selezione allo scopo di valutare e confrontare una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato.

- il divieto di accettare pagamenti/incentivi corrisposti da soggetti diversi dal cliente (come sopra accennato);
- laddove sia offerta consulenza in materia di investimenti sia su base indipendente sia su base non indipendente, sono previsti specifici ulteriori obblighi, tra cui la predisposizione di adeguati requisiti organizzativi e controlli per assicurare che i due tipi di servizi di consulenza e di consulenti siano chiaramente distinti l'uno dall'altro.

(Riferimenti normativi: considerando 72, 73 e 79, nonché l'art. 24, comma 4 lett. a) e comma 7, della MIFID II; art. 53 del Regolamento delegato UE 2017/565; v. l'art. 24-bis introdotto nel TUF dal Decreto)

Consulenza indipendente (2/2)

È inoltre previsto che le imprese di investimento quando informano il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita **su base indipendente** e/o per la fornitura del servizio di gestione del portafoglio:

→ non devono accettare e trattenere onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti;

→ devono comunicare chiaramente i **benefici non monetari di entità minima** che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti.

CONFLITTI DI INTERESSI

Sono introdotte previsioni (principalmente art. 16, comma 3, e art. 23 della MIFID II e Regolamento delegato UE 2017/565; v. l'art. 21, comma 1-bis, del TUF, come modificato dal Decreto e l'art. 63-septies del RI in consultazione) volte a precisare la necessità che:

- ❑ siano adottate misure idonee ad identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse determinati dall'ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi o dalla remunerazione e da piani di incentivazione;
- ❑ qualora le disposizioni organizzative o amministrative adottate per impedire (anziché «gestire») i conflitti di interesse lesivi degli interessi della propria clientela non sono sufficienti per assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, siano informati chiaramente i clienti non solo della natura e della fonte di tali conflitti (come già previsto dalla MiFID I), ma anche delle misure adottate per mitigare tali rischi;
- ❑ le informazioni relative alla natura e alla fonte del conflitto di interesse e quelle relative alle misure adottate per mitigare il rischio di nuocere agli interessi dei clienti devono essere fornite su un supporto durevole e devono essere sufficientemente dettagliate, considerate le caratteristiche del cliente, così da consentire a quest'ultimo di prendere una decisione consapevole sul servizio nel cui contesto sorge il conflitto d'interesse.

Remunerazione del personale

Si prevede, in capo alle imprese di investimento, → il divieto di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il proprio dovere di agire nel migliore interesse dei clienti.

(Riferimenti normativi: art. 24, comma 10, della MIFID II; v. l'art. 63-octies del RI in consultazione)

Nel testo del RI in consultazione, si specifica che - per le suddette finalità - gli intermediari non devono adottare disposizioni in materia di remunerazione, target di vendita o di altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, se può essere offerto uno strumento differente, più adatto alle esigenze del cliente.

Classificazione della clientela

- È previsto che le autorità pubbliche locali e i comuni sono espressamente incluse tra le categorie di clienti che possono richiedere di essere trattati come clienti professionali, con la conseguenza che - in assenza di espressa richiesta in tal senso - essi devono essere trattati come clienti *retail*.

(Riferimenti normativi: Allegato II, sez. II.1, alla MIFID II)

- Nell'ottica di assicurare una tutela maggiore alle controparti qualificate, rispetto alla disciplina della MIFID I, sono introdotte regole di condotta da rispettare nei confronti di tali soggetti, quali il dovere di agire in modo onesto, equo e professionale e di comunicare in modo chiaro e non fuorviante, tenendo conto della natura della controparte qualificata e della sua attività, e l'applicazione dei più stringenti doveri previsti dalla MIFID II in tema, tra l'altro, di informativa e di reportistica.

(Riferimenti normativi: art. 30 della MiFID II; v. anche l'art. 6, comma 2-quinquies del TUF e gli artt. 58 e ss. del RI in consultazione)

Best execution

Sono rafforzati i requisiti, previsti dalla MIFID I, per l'esecuzione degli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente, prevedendo ad esempio:

- la necessità per le imprese di investimento di adottare «misure sufficienti» (non più «tutte le misure ragionevoli») per ottenere il miglior risultato possibile e di dimostrare di aver eseguito gli ordini in conformità della propria strategia in materia di esecuzione non solo nei confronti dei loro clienti, ma anche nei confronti dell'autorità competente;
- l'obbligo di fornire al cliente i dati relativi alla qualità dell'esecuzione delle operazioni in ciascuna sede di negoziazione con frequenza almeno annuale nonché di pubblicare, con frequenza annuale e per ciascuna classe di strumenti finanziari, le prime cinque sedi di esecuzione per volume di contrattazioni in cui hanno eseguito ordini di clienti nell'anno precedente;
- la necessità di conformarsi alle regole sui conflitti di interesse e sugli incentivi con riferimento ad ogni remunerazione ricevuta per canalizzare gli ordini dei clienti verso una particolare sede di negoziazione o di esecuzione.

(Riferimenti normativi: considerando 97, art. 27, commi 1, 2, 3, 6, 8 e 10 della MIFID II; v. anche i Regolamenti delegati UE 2017/565 e 2017/576; v. gli artt. 44-quater e ss. del RI in consultazione)

Execution only

Sono precisate le specifiche tipologie di servizi e di strumenti finanziari in relazione ai quali è possibile operare in modalità “*execution only*”:

- ❑ facendo riferimento ai servizi di investimento che consistono unicamente nell’esecuzione o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente con o senza servizi accessori (esclusa la concessione di crediti o prestiti non consistenti in limiti di credito di prestiti, conti correnti e scoperti di conto già esistenti dei clienti);
- ❑ rivedendo in senso restrittivo la categoria degli strumenti finanziari non complessi, che rappresentano una delle condizioni di applicabilità di tale regime;

Ad es. sono tali le azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato - o in un mercato equivalente di un paese terzo - o in un sistema multilaterale di negoziazione, ad esclusione delle azioni di OICR diversi dagli OICVM e delle azioni che incorporano uno strumento derivato.

(Riferimenti normativi: art. 25, comma 4, della MIFID II e art. 57 del Regolamento (UE) 2017/565; v. il nuovo art. 43 del RI posto in consultazione)

Tied agent

La figura dell'agente collegato introdotta dalla MIFID I (cfr. l'art. 23) è ora riproposta con la novità per cui gli Stati membri devono permettere alle imprese di investimento di nominare agenti collegati per promuovere i loro servizi, procurare clienti o ricevere ordini dei clienti o dei potenziali clienti e trasmetterli, collocare strumenti finanziari e prestare consulenza rispetto agli strumenti e servizi finanziari proposti da tali imprese.

(Riferimenti normativi: art. 29, commi 1 e 2, della MIFID II; v. le nuove definizioni introdotte al riguardo dal Decreto nell'art. 1, comma 5-septies.1. e comma 5-septies.2. del TUF; v. anche l'art. 31-bis del TUF introdotto dal Decreto, avente ad oggetto la vigilanza della Consob sull'Organismo incaricato della tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari)

Conoscenze e competenze del personale (1/1)

È stata introdotta una specifica disciplina in materia di criteri di valutazione delle conoscenze e delle competenze del personale, in base alla quale l'impresa d'investimento deve garantire che le persone fisiche che - per conto dell'impresa stessa – forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi d'investimento o servizi accessori siano in possesso delle conoscenze e competenze necessarie ad adempiere agli obblighi previsti in tema di informazioni ai clienti e valutazioni di adeguatezza.

(Riferimenti normativi: art. 25, comma 1, della MIFID II; v. anche le Guidelines pubblicate dall'ESMA, ai sensi del comma 9 del suddetto art. 25, che si applicheranno dal 3 gennaio 2018; v. il nuovo Titolo VIII-ter (artt. 59-quinquies e ss.).

Nel citato documento di consultazione, la Consob fa riferimento al «personale» degli intermediari, chiarendo che tale termine include sia i dipendenti sia coloro che operano sulla base di rapporti che ne determinano l'inserimento nell'organizzazione aziendale, anche in forma diversa dal rapporto di lavoro subordinato e includendovi espressamente anche gli agenti collegati.

Conoscenze e competenze del personale (2/2)

In linea con gli orientamenti forniti dall'ESMA in materia, nel RI in consultazione:

- sono indicati specifici requisiti in tema di conoscenza ed esperienza, quali ad es.
 - l'iscrizione, anche di diritto, all'albo di cui all'articolo 31 del TUF (consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede) o il superamento dell'esame previsto a tal fine e, in entrambi i casi, almeno sei mesi di esperienza professionale (in caso di prestazione di consulenza);
 - il diploma di laurea almeno triennale in discipline economiche, giuridiche, bancarie o assicurative e almeno dei mesi di esperienza professionale (in caso di consulenza) o il diploma di istruzione secondaria superiore di durata quinquennale e almeno 2 anni di esperienza professionale (4 anni in caso di consulenza); in quest'ultimo caso, il requisito temporale è dimezzato qualora l'interessato attesti di avere acquisito, mediante una formazione professionale specifica nelle materie individuate dagli Orientamenti ESMA.

- Sono stabiliti ulteriori requisiti di carattere procedurale e organizzativo tra cui la necessità di effettuare, con frequenza almeno annuale, una revisione delle esigenze di sviluppo e formazione dei membri del personale, direttamente o avvalendosi di un soggetto esterno.

Conservazione delle registrazioni

È precisata la necessità di procedere alla registrazione delle conversazioni telefoniche o delle comunicazioni elettroniche che riguardino almeno le operazioni concluse (o intese a concludere operazioni) in caso di negoziazione per conto proprio e la prestazione di servizi di ordini della clientela connessi alla ricezione, trasmissione ed esecuzione di tali ordini e sono indicati alcuni specifici requisiti circa le modalità con cui eseguire tali registrazioni e le relative comunicazioni da fornire ai clienti.

(Riferimenti normativi: considerando 57, art. 16, comma 6, 7 e 11 della MIFID II, Regolamento delegato UE 2017/565; v. gli artt. 63-novies e ss. del RI in consultazione)

Esenzioni

- È modificato il regime delle esenzioni applicabili, ad esempio, alle imprese che negoziano in derivati su merci in senso più restrittivo, per garantire che i partecipanti al mercato siano sottoposti a livelli adeguati di regolamentazione e di vigilanza.
- inoltre, è stata abrogata l'esenzione per le imprese che hanno come attività principale la negoziazione in conto proprio di merci e derivati su merci e sono state modificate le esenzioni per le imprese che negoziano in via accessoria all'attività principale svolta, anche in tal caso introducendo ulteriori limitazioni.

(Riferimenti normativi:

- *art. 2 della MIFID II;*
- *art. 4-terdecies introdotto nel TUF dal Decreto, contenente ora il regime delle esenzioni, con il quale sono state recepite le ipotesi di esenzioni obbligatorie previste dalla MiFID II, applicabili, ad esempio, ai soggetti che negozino in conto proprio strumenti finanziari diversi da derivati su merci, quote di emissione e relativi strumenti finanziari derivati, alle condizioni ivi specificate in recepimento dell'art. 2, comma 1, lett. d) della MIFID II)*

Operatività delle imprese di investimento UE

È prevista la possibilità per le imprese di investimento di esercitare il diritto di stabilimento, oltre che tramite succursali, anche avvalendosi di un agente collegato stabilito in uno Stato membro diverso dallo Stato membro d'origine .

(Riferimenti normativi: art. 35 della MIFID II e Regolamento delegato (UE) 2017/1018; v. il nuovo disposto dell'art. 27, comma 1, del TUF in tema di operatività in Italia delle imprese di investimento dell'UE, in base al quale le imprese possono stabilire succursali o agenti collegati in Italia)

Paesi terzi

È introdotto un regime armonizzato per concedere l'accesso ai mercati europei alle imprese di paesi terzi, basato su una valutazione di equivalenza delle varie giurisdizioni svolta dalla Commissione europea, con la distinzione tra:

- imprese di paesi terzi che intendono prestare servizi di investimento o esercitare attività di investimento nei confronti dei clienti al dettaglio o di clienti professionali su richiesta;
- imprese di paesi terzi che intendono prestare servizi di investimento o esercitare attività di investimento nei confronti delle controparti qualificate o di clienti professionali «di diritto».

(Riferimenti normativi: artt. 39-42 della MIFID II e artt. 46-47 del MIFIR; cfr. anche gli orientamenti dell'ESMA in materia; v. l'art. 28 del TUF)

Principali ulteriori novità

Ulteriori rilevanti novità hanno interessato:

- la disciplina delle sedi di negoziazione, inclusa la negoziazione algoritmica (in particolare, art. 17, art. 18, art. 44 e ss. della MIFID II, oltre ad alcune previsioni contenute nel MIFIR e nei regolamenti delegati UE – principalmente i Regolamenti UE 2017/589, 2017/584, 2017/583, 2017/588, 2017/589, 2017/596 e 2017/566; v. anche gli art. 62 e ss. del TUF, come modificato dal Decreto);
- I limiti di posizione e controlli sulla gestione delle posizioni in strumenti derivati su merci e notifiche (artt. 57 e ss. della MIFID II e il Regolamento delegato UE 2017/591; v. gli artt. 68 e ss. del TUF, come modificato dal Decreto);
- i servizi di comunicazione dati (art. 59 e ss. della MIFID II Regolamento delegato UE 2017/571; v. gli art. 69 e ss. del TUF, come modificato dal Decreto);
- i mercati di crescita delle PMI (art. 33 e ss. della MIFID II; v. gli art. 69 e ss. del TUF).

PRINCIPALI AMBITI OGGETTO DI DISCIPLINA

D. Lgs. 129/2017 (il Decreto di recepimento della MIFID II)

In sintesi, oltre a quanto già sopra indicato in relazione alle principali novità contenute nella disciplina dell'UE, si segnala che al fine di un completo recepimento della Direttiva MIFID II è stata effettuata una **revisione dell'intero impianto delle definizioni** contenute nell'art. 1 del TUF (cfr. l'art. 1, comma 1, del Decreto), quali principalmente quelle di:

- valori mobiliari e strumenti finanziari;
- internalizzatore sistematico, dando evidenza dei requisiti da soddisfare per poter essere qualificato come tale;
- negoziazione in conto proprio;
- consulenza in materia di investimenti.

PRINCIPALI AMBITI OGGETTO DI DISCIPLINA

D. Lgs. 129/2017 (il Decreto di recepimento della MIFID II)

Inoltre, al fine di recepire i nuovi ambiti oggetto di regolamentazione da parte della normativa dell'UE in esame, sono state **introdotte una serie di nuove definizioni**, tra cui quelle di:

- esecuzioni di ordini per conto dei clienti (*v. infra*);
- agente collegato o *tied agent*;
- sistema organizzato di negoziazione ;
- negoziazione *matched principal*, negoziazione algoritmica e tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza.

Sistemi di segnalazione delle violazioni (1/2)

Nell'art. **4-undecies del TUF** (introdotto dal Decreto in attuazione delle norme dettate in materia dalla MIFID II – cfr. il Considerando 147 e l'art. 73 della MIFID II), confluisce l'intera **disciplina del "whistleblowing" interno**.

Tale disciplina ha un ambito di applicazione soggettivo molto ampio che si estende a tutti i soggetti di cui alla Parte II (Sim, banche, società di gestione di OICVM, Sicav, depositario unico di OICVM, società di consulenza e gestori di portali) e alla Parte III del TUF (gestori del mercato, prestatori di servizi e comunicazione dati, depositari centrali, controparti centrali)

→ anche se svolgono attività diverse da quelle disciplinate nelle citate Parti II e III.

Ad es. SGR che effettuano l'attività di offerta al pubblico di quote o azioni di OICVM, soggetti abilitati che svolgono l'attività di ideazione vendita e consulenza di PRIIP - ossia i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi pre-assemblati di cui al Regolamento (UE) 1286/2014) e imprese di assicurazione.

Sistemi di segnalazione delle violazioni (2/2)

- In particolare è prevista la necessità di adottare procedure specifiche per la segnalazione al proprio interno, da parte del personale, di atti o fatti che possano costituire violazioni delle norme disciplinanti l'attività svolta, nonché del regolamento (UE) n. 596/2014 (in tema di *Market Abuse*).
- Si evidenzia che, per garantire l'efficacia e l'effettività delle previsioni sull'obbligo di adottare sistemi interni di segnalazione delle violazioni (c.d. *whistleblowing* interno), è stata introdotta una specifica previsione sanzionatoria per l'inosservanza delle previsioni di cui all'art. 4-undecies e delle relative disposizioni attuative (cfr. l'nuovo art. 193-sexies del TUF).

Poteri di indagine e di intervento delle autorità di vigilanza (1/4)

- L'art. 2 del Decreto contiene le modifiche che si rendono necessarie per l'attuazione della Direttiva MIFID II e per l'adeguamento del TUF al regolamento MIFIR, operando un riordino delle disposizioni in materia di intermediari.

- In particolare, sono inserite modifiche all'art. 6 e vengono introdotti gli 6-bis e 6-ter del TUF che disciplinano, rispettivamente:
 - ❑ i poteri di indagine, tra cui rientrano quelli di vigilanza informativa,

 - ❑ i poteri ispettivi spettanti alle due Autorità nell'ambito delle rispettive competenze, estendendone l'ambito di applicazione anche ai soggetti non vigilati (quali gli *outsourcer* di funzioni aziendali essenziali/importanti).

Poteri di indagine e di intervento delle autorità di vigilanza (2/4)

Principali modifiche dell'art. 6 (ora rubricato "*Poteri regolamentari*", anziché "Vigilanza regolamentare"):

- Introduzione al comma 1 della lettera c-bis, con la conseguenza che sarà compito della Banca d'Italia, sentita la Consob, disciplinare con regolamento anche gli obblighi dei soggetti abilitati relativi alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio, in materia - tra le altre - di governo societario, sistemi di remunerazione e di incentivazione, audit interno, esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o di attività;
- introduzione al comma 2 della lett. b-bis), in base alla quale la Consob, sentita la Banca d'Italia, disciplina con regolamento anche gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di prestazione dei servizi e delle attività di investimento e di gestione collettiva del risparmio, relativi - tra l'altro - alle procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento, ivi incluse quelle per (a) il governo degli strumenti finanziari e dei depositi strutturati e (b) la percezione o la corresponsione di incentivi;
- sostituzione del comma 2-bis, che prevedeva in capo a Bdl e Consob la disciplina congiunta mediante regolamento su determinate materie. Con l'individuazione specifica delle materie rimesse alla potestà di ciascuna autorità, viene sancito il superamento dell'attività regolamentare congiunta di Bdl e Consob.

Poteri di indagine e di intervento delle autorità di vigilanza (3/4)

In attuazione dell'art. 69 della MIFID II, sono previsti ulteriori attività a carico della Consob e della Banca d'Italia con **l'introduzione degli artt. 6-bis e 6-ter e la modificazione dell'art. 7 del TUF.**

- **Art. 6-bis** in tema di “**Poteri informativi e di indagine**”, nel quale si dispone - tra l'altro - che la Banca d'Italia può chiedere, nell'ambito delle sue competenze, la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti (con le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti) anche a coloro ai quali i soggetti abilitati abbiano esternalizzato funzioni aziendali essenziali o importanti e al loro personale (in linea con quanto previsto dall'art. dall'art. 69, comma 2, lettere a), b), d), g) e r) della Direttiva MIFID II);
- **Art. 6-ter** in tema di “**Poteri ispettivi**”, che (richiamando le disposizioni contenute nell'attuale art. 10 del TUF sulla "Vigilanza ispettiva") stabilisce - tra l'altro - che la Banca d'Italia e la Consob possono, nell'ambito delle rispettive competenze e nel rispetto delle disposizioni normative europee, effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari nei confronti dei soggetti abilitati e di coloro ai quali i soggetti abilitati abbiano esternalizzato funzioni aziendali essenziali o importanti e al loro personale (avvalendosi anche della Guardia di Finanza).

Poteri di indagine e di intervento delle autorità di vigilanza (4/4)

- **L'Art. 7**, ora rubricato “**Poteri di intervento sui soggetti abilitati**”, prevede le seguenti novità:
 - (i) al comma 1-ter, la possibilità per la Bdl e la Consob - nell'ambito delle reciproche competenze - di pubblicare avvertimenti al pubblico;
 - (ii) al comma 1-quater, il potere della Consob di intimare ai soggetti abilitati di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'attività professionale di un soggetto ove possa essere di pregiudizio per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti,
 - (iii) al comma 2-ter, la possibilità per la Consob, sentita la Bdl, di rimuovere uno o più esponenti aziendali dei soggetti vigilati, qualora la loro permanenza in carica sia di pregiudizio alla trasparenza e correttezza dei comportamenti dei soggetti abilitati;
 - (iv) al comma 3-bis, il potere della Consob di ordinare la sospensione (per non più di 60 gg.) della commercializzazione/vendita di strumenti finanziari nei casi di violazione delle norme sulla *product governance* e di un pregiudizio per gli investitori.

Poteri di intervento delle autorità di vigilanza

In attuazione delle disposizioni del MIFIR relative alle misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti (cfr. gli artt. 39 e ss.) è stato **introdotto nel TUF la modificazione l'art. 7-bis** (rubricato "Poteri di intervento di cui al titolo VII, capo I del MIFIR").

In particolare, in base a tale norma:

- per le finalità di vigilanza e intervento ivi previste,
 - la Consob è competente per quanto riguarda la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento e integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci, nonché se ha ragionevoli motivi di ritenere che un derivato abbia ripercussioni negative sul meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato sottostante (v. art. 42, paragrafo 2, lettera a) , punto ii) , del MIFIR),
 - la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda la stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario;
- la Banca d'Italia e la Consob, nell'ambito delle rispettive competenze, possono altresì ordinare la sospensione per un periodo non superiore a 60 giorni per ciascuna volta della commercializzazione o della vendita di strumenti finanziari o di depositi strutturati qualora le condizioni di cui agli articoli 40, 41 o 42 del MIFIR risultino soddisfatte.

Poteri di contrasto all'abusivismo

Nell'ottica dell'innalzamento dei livelli di tutela dei risparmiatori sono stati espressamente disciplinati specifici poteri – in capo alla Consob – per il contrasto all'abusivismo

*(Riferimenti normativi: il nuovo **articolo 7-octies del TUF**).*

Disciplina sanzionatoria (1/2)

Tra le modifiche introdotte nel sistema sanzionatorio in recepimento della normativa dell'UE in esame, si evidenzia – tra le varie – oltre al generale riordino della parte V del TUF, la previsione delle nuove fattispecie sanzionatorie di cui agli articoli:

- 190.3 (Sanzioni amministrative in tema di disciplina dei mercati e dei servizi di comunicazione dati);
- 190.4 (Sanzioni amministrative pecuniarie relative alle violazioni delle disposizioni previste dal MIFIR, dagli atti delegati e dalle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione della direttiva MIFID II);
- 190-*quater* (Sanzioni amministrative in tema di gestione di portali);
- 193-*sexies* (Sistemi di segnalazione);
- 195-*quinquies* (Inapplicabilità di specifiche disposizioni della legge 24 novembre 1981, n. 689).

Disciplina sanzionatoria (2/2)

L'art. 190 del TUF è ora rubricato "Sanzioni amministrative pecuniarie in tema di disciplina degli intermediari" (anziché "*Altre sanzioni amministrative pecuniarie in tema di disciplina degli intermediari e dei mercati*") ed è stato oggetto di alcune modifiche, quali:

- la precisazione che le sanzioni amministrative ivi previste si applicano salvo che il fatto costituisca reato ai sensi dell'art. 166 del TUF (recante le sanzioni penali stabilite per le ipotesi di abusivismo),
- l'adeguamento dei richiami alle norme la cui mancata osservanza determina l'applicazione della sanzione amministrativa (ad es. si fa riferimento ai nuovi artt. 6-bis e 6-ter) ,
- l'introduzione del comma 1-bis (che prevede una sanzione amministrativa per chiunque eserciti l'attività di gestione dei portali in assenza di iscrizione al registro previsto dall'art. 50-quinquies del TUF (come modificato dal Decreto).

Disposizioni transitorie (1/2)

- Ai sensi del comma 7 dell'art. 10:
 - ❑ si intendono autorizzate al servizio di “esecuzione di ordini per conto dei clienti”(*) del TUF, limitatamente alla sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari di propria emissione, dal 3 gennaio 2018 le banche italiane e le succursali italiane di banche di paesi terzi (già denominate banche extracomunitarie), nonché le Sim e le imprese di paesi terzi (già denominate imprese di investimento extracomunitarie) con succursale in Italia iscritte nel relativo albo al giorno dell’entrata in vigore del Decreto (ossia, il 26 agosto 2017);
 - ❑ entro il 30 novembre 2017 i suddetti soggetti devono comunicare, rispettivamente alla Banca d’Italia e alla Consob, se non intendono avvalersi dell’autorizzazione al predetto servizio.

() Ossia “la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un’impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione (cfr. il nuovo comma 5 –septies.1 dell’art. 1 del TUF che attua l’art. 4, comma 1 n. 5, della MIFID II).*

Disposizioni transitorie (2/2)

- Ai sensi del comma 8 dell'art. 10: a partire dal 3 gennaio 2018, l'autorizzazione rilasciata per la prestazione del servizio di sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo, ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, si intende riferita al servizio di "assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente" (di cui all'art. 1, comma 5, lettera c) , del TUF e all'All. I, sez. A n. 6).
- Ai sensi del comma 9 dell'art. 10: a partire dal 3 gennaio 2018, l'autorizzazione rilasciata per la prestazione del servizio di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, si intende riferita al servizio di "collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente" (di cui all'art. 1, comma 5, lettera c-bis) , del TUF e all'All. I, sez. A n. 7).

Entrata in vigore e applicazione del Decreto (cfr. l'art. 10)

- Il Decreto è entrato in vigore il giorno successivo a quello della sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana (avvenuta il 25.08.2017).
- In linea con i termini fissati dalla MIFID II, dal MIFIR e dai relativi atti delegati, il legislatore italiano ha previsto che le disposizioni TUF modificate dal Decreto si applicheranno dal 3 gennaio 2018.
- E' fatto salvo quanto diversamente stabilito dall'art. 93 della MIFID II con riferimento
 - all'articolo 65, paragrafo 2, della direttiva medesima, le cui disposizioni attuative si applicano dal 3 settembre 2019;
 - all'articolo 55 del MIFIR (successive modificazioni).
- Fino alle predette date continuano ad applicarsi le disposizioni in vigore il giorno precedente alla data di entrata in vigore del presente decreto legislativo.



REGULATORY CONSULTING

Viale Parioli, 74
00197 - Roma
Tel: 06 8088734
Fax: 06 80697007

Via Torino, 51
20123 - Milano
Tel: 02 48199326
Fax: 02 700533895

Website:

www.regulatoryconsulting.it

E-mail:

info@regulatoryconsulting.it