

# Lo stato di attuazione della MiFID in Italia e in ambito CESR

**Avv. Sabrina Galmarini**

Partner Studio Legale Tributario La Scala

Negli ultimi anni la parola MiFID ha costituito un vero e proprio tormentone.

Come per tutti i tormentoni (si pensi ai ritornelli delle canzoni estive), anche quello della MiFID ha perso una propria identità: sono pochi coloro che ricordano di cosa esso sia acronimo - Market and Financial Instrument Directive - e che siano aggiornati sullo stato di avanzamento dell'articolata procedura di adozione, trasposizione e omogenea applicazione (la procedura Lamfalussy).

Nel presente contributo si sono volute ordinare le molteplici disposizioni con cui in Italia si è data attuazione alla direttiva MiFID, in ottemperanza delle quali gli intermediari finanziari hanno dovuto e dovranno continuare ad uniformare le proprie condotte secondo le seguenti direttrici:

- centralità della posizione del cliente. Nella prestazione dei servizi, occorre agire sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei clienti;
- più accentuata modularità dei servizi. Si registra una chiara differenziazione e graduazione delle regole di condotta per gli intermediari stessi, in relazione ai differenti servizi prestati e alla tipologia di clienti coinvolti;
- contrattualizzazione, nei rapporti con la clientela, dei rispettivi diritti e obblighi delle parti;
- obblighi di best execution. Assume rilievo centrale la capacità degli intermediari stessi di dotarsi di strategie idonee ad assicurare per gli ordini dei clienti i migliori risultati ottenibili; i relativi obblighi si applicano ai servizi tipicamente esecutivi ma pure ai servizi di gestione di portafogli e ricezione e trasmissione di ordini proprio in via di specificazione dell'obbligo di servire al meglio l'interesse dei clienti;
- disciplina rigorosa per il pagamento e la ricezione degli incentivi (inducements), specie ove essi costituiscono modalità di remunerazione indiretta per il servizio prestato al cliente;
- regolamentazione degli obblighi informativi a carico degli intermediari stessi nel rapporto con gli investitori, incluso l'importante momento delle comunicazioni di marketing, di cui si rimarcano i necessari requisiti di chiarezza, correttezza e identificabilità.

## La procedura Lamfalussy

---

Il quadro normativo di riferimento nel nostro Paese può dirsi ormai pressoché completo. Ha già avuto inizio il processo di implementazione di terzo livello della procedura Lamfalussy che prevede il rafforzamento della cooperazione fra le autorità di vigilanza dei mercati finanziari operanti negli Stati membri per garantire un'omogenea ed efficace trasposizione e applicazione a livello nazionale degli atti normativi adottati al livello 1 e al livello 2 della suddetta procedura.

Per completezza, nel testo si è inteso dare spazio altresì ai documenti pubblicati dal CESR in tema di direttiva MiFID considerato, tra l'altro, che è l'organo incaricato di coordinare le autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei Paesi dell'Unione Europea.

La procedura Lamfalussy è stata ideata per agevolare e snellire le modalità di adozione della normativa comunitaria nel settore dei servizi e dei mercati finanziari, facilitandone l'adeguamento ai rapidi sviluppi delle prassi commerciali in questo ambito.

Tale approccio normativo fa parte delle misure previste dal piano di azione per i servizi finanziari approvato dalla Commissione europea nel maggio 1999 per rafforzare l'integrazione dei mercati finanziari e aumentare il livello di armonizzazione della regolamentazione comunitaria in materia. Il piano di azione per i servizi finanziari aveva infatti evidenziato l'insufficienza del quadro giuridico comunitario in tema di strumenti e mercati finanziari, caratterizzato da un'eccessiva frammentarietà tra i vari Paesi membri.

Per rispondere a tali esigenze, il Consiglio dell'Unione europea, nel luglio 2000, ha istituito un comitato dei saggi, i cui lavori sono terminati nel febbraio 2001 con la pubblicazione di una relazione sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei.

Nella relazione, il citato comitato ha proposto, tra l'altro, l'introduzione di nuove tecniche legislative e regolamentari basate su un approccio a quattro livelli, che intendono accrescere l'efficienza e la trasparenza del processo di regolamentazione comunitaria nel settore dei valori mobiliari.

### Il Livello 1 della procedura Lamfalussy

Il livello 1, in particolare, prevede l'adozione da parte del Consiglio e del Parlamento europeo, secondo la procedura di codecisione di cui all'art. 251 del Trattato istitutivo della Comunità europea e su proposta della Commissione europea, di direttive o di regolamenti contenenti principi quadro che riflettano le direttrici essenziali dell'intervento normativo.

Con l'emanazione della **direttiva 2004/39/CE** (c.d. MiFID) del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004<sup>1</sup> è stata dettata la

---

<sup>1</sup>La direttiva 2004/39/CE è stata pubblicata in GUCEL-145 del 30 aprile 2004.

---

## Lo stato di attuazione della MiFID in Italia e in ambito CESR

regolamentazione generale dei mercati degli strumenti finanziari, inquadrate nel **livello 1 della procedura Lamfalussy**.

### Il livello 2 della Procedura Lamfalussy

Il livello 2 della Procedura Lamfalussy prevede l'adozione da parte della Commissione europea di misure tecniche di esecuzione dei principi quadro enunciati al livello 1.

**Le misure di esecuzione di livello 2** sono state dettate dalla **direttiva 2006/73/CE** del 10 agosto 2006 e dal **regolamento CE n. 1287/2006**.

Il processo di trasposizione nazionale delle menzionate fonti comunitarie si è concluso, a livello primario, con il **D.Lgs. n. 164/2007**<sup>2</sup>.

Il processo si è poi definito, a livello secondario, con l'emanazione delle norme di competenza della Consob e della Banca d'Italia.

Nello specifico, il 29.10.2007:

- Consob ha approvato il **nuovo regolamento in materia di intermediari (delibera n. 16190)** con cui ha abrogato il regolamento approvato con la delibera n. 11522 del 1 luglio 1998;
- Consob ha altresì adottato il **nuovo regolamento in materia di mercati (delibera n. 16191)** recante, anch'esso in sostituzione del regolamento approvato con delibera n. 11768 del 23 dicembre 1998;
- Banca d'Italia e Consob hanno emanato il **regolamento in materia di organizzazione e di procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio** (c.d. regolamento congiunto).

Il 22 febbraio 2008, inoltre, la Banca d'Italia e la Consob hanno emanato il **regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione** (regolamento mercati).

Il quadro regolamentare di recepimento della direttiva MiFID in Italia è stato completato con l'adozione da parte di Consob della **delibera n. 17130** del 12 gennaio 2010 recante il regolamento di attuazione degli artt. 18-bis e 18-ter del D.Lgs. n. 58/1998 **in materia di consulenti finanziari** persone fisiche e di società di consulenza.

Il suddetto regolamento tiene conto delle novità normative introdotte nel corso del 2009 in materia di consulenza finanziaria. In particolare, si rammenta che:

- l'art. 2 della legge n. 69/2009 ha inserito l'art. 18-ter TUF, disponendo, a decorrere dal 1.10.2009, l'istituzione delle società di consulenza finanziaria (costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata), cui deve applicarsi, con i necessari adattamenti, il regolamento Consob sui consulenti finanziari persone fisiche.
- il D.Lgs. n. 101/2009 ha apportato all'art. 18-bis TUF sui consulenti

<sup>2</sup>Il D.Lgs. n. 164/2007 è stato pubblicato sulla G.U. n. 234 dell'8.10.2007 S.O. n. 200.

- 
- finanziari rilevanti modifiche che hanno riguardato, fra l'altro:
1. la previsione che condiziona la nomina dei membri dell'organismo di tenuta dell'albo al possesso di specifici requisiti di professionalità e competenza;
  2. l'approvazione dello statuto dell'organismo da parte del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob (lo statuto è redatto nel rispetto dei principi e criteri determinati dalla Consob con proprio regolamento);
  3. l'ampliamento dei poteri di vigilanza dell'organismo nei confronti dei consulenti finanziari;
  4. i provvedimenti sanzionatori adottabili dall'organismo;
  5. l'articolazione dell'attività di vigilanza della Consob nei confronti dell'organismo;
  6. i poteri di intervento riconosciuti al Ministro dell'Economia e delle Finanze - sentita la Consob - nei casi in cui si manifestino disfunzioni dell'organismo.

### Il livello 3 della procedura Lamfalussy

Il livello 3 della Procedura Lamfalussy prevede il rafforzamento della cooperazione fra le autorità di vigilanza dei mercati finanziari operanti negli Stati membri per garantire un'omogenea ed efficace trasposizione e applicazione a livello nazionale degli atti normativi adottati al livello 1 e al livello 2.

Per quanto di interesse, le misure di livello 3 fino ad oggi adottate dalla Consob sono:

- a. la **policy per la validazione delle linee guida elaborate dalle associazioni degli intermediari** (2 maggio 2008), sulla scorta della quale sono state validate
  - le linee guida elaborate dall'**ABI** in tema di **contratti per i servizi di investimento con i clienti retail** dopo la MiFID (24 marzo 2009);
  - le linee guida elaborate da **Assogestioni** in materia di **adeguatezza/appropriatezza** e di **best execution** (24 marzo 2009);
  - le linee guida elaborate da **Assoreti** sulla relazione di **servizio con il cliente** (24 marzo 2009);
  - le linee guida elaborate da **ABI, Assosim e Federasse** in materia di **distribuzione di prodotti finanziari il liquidi** (10 agosto 2009);
  - le linee guida elaborate **Assogestioni** sui **contratti relativi al servizio di gestione di portafogli** (10 agosto 2009);
  - le linee guida elaborate da **Assosim** concernenti la **classificazione della clientela, l'adeguatezza e l'appropriatezza** e la **consulenza** (5 ottobre 2009).
- b. la comunicazione n. **DIN/9003258** riguardante la tematica delle condizioni di **ricevibilità della ricerca in materia di investimenti che i negozianti riconoscono ai gestori** (individuali o collettivi) quale specifica prestazione non monetaria (14 gennaio 2009). Tale comunicazione, avente lo scopo di garantire un'elevata qualità della ricerca in materia di investimenti

quale strumento a supporto di una corretta prestazione dei servizi di gestione, dopo aver qualificato la ricerca come momento essenziale del processo di investimento di ciascun gestore, precisa che la stessa, ove fornita al gestore dal negoziatore, vada correttamente inquadrata come fattispecie di **soft commission**, ovvero quale specifica tipologia di incentivo (**inducement**) non monetario reso da un terzo. In quanto tale, la sua legittimità deve essere vagliata alla luce degli artt. 52, comma 1, lett. b), e 73, comma 1, lett. b), del regolamento intermediari. Ne deriva che l'attività di ricerca ricevuta dal gestore dovrà determinare un incremento della qualità del servizio reso al cliente o all'OICR in assenza di pregiudizio dei loro interessi ed essere oggetto di specifica informativa (disclosure). La comunicazione indica quindi i requisiti di tale effettivo incremento di qualità (novità, originalità, carattere rigoroso, significatività) e dettaglia le modalità di adempimento dei previsti obblighi di trasparenza, affinché l'informativa preventiva resa su tale tipologia di soft commission sia completa, accurata e comprensibile. Per quanto attiene poi ai profili di best execution (l'obbligo di assicurare al cliente/Oicr il miglior risultato possibile nell'attività di esecuzione degli ordini), la comunicazione sottolinea che la ricezione da parte del gestore della ricerca fornita dal negoziatore, pur se inquadrata normativamente nella fattispecie degli inducements, comporta implicazioni anche sul piano della normativa sulla best execution, alla quale dovrà comunque uniformarsi il comportamento del gestore. Il rispetto dei principi di best execution presuppone, inoltre, che l'oggetto della ricerca fornita dal negoziatore al gestore sia coerente con la specifica competenza operativa del broker cui vengono "instradati" gli ordini per conto dei patrimoni gestiti. L'osservanza di tale indicazione operativa consente al gestore di ottenere una ragionevole e qualificata correlazione tra la ricerca acquisita e l'attività di negoziazione cui è abbinata, agevolando così il perseguimento del miglior risultato possibile a favore dei clienti/Oicr per conto dei quali sono eseguiti gli ordini;

- c. la comunicazione n. **DIN/9019104** inerente il **dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione "al dettaglio" di prodotti finanziari illiquidi** (2 marzo 2009). Tale comunicazione raccomanda agli intermediari concrete misure di **trasparenza**, prescrive **presidi sulle modalità di pricing**, richiede agli intermediari una **conoscenza approfondita dei prodotti illiquidi** distribuiti e della clientela destinataria dell'offerta. Con specifico riguardo alle raccomandazioni di trasparenza, è richiesto agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi impliciti ed espliciti del prodotto illiquido distribuito, anche a manifestazione differita. È quindi rappresentata agli operatori l'opportunità di informare il cliente sulle caratteristiche del prodotto distribuito presentando confronti con prodotti semplici e noti che agevolino il compimento di scelte consapevoli. Viene inoltre richiesta all'intermediario la conoscenza approfondita delle preferenze della clientela, con particolare riguardo all'orizzonte di

---

investimento, in maniera da garantire i più adeguati consigli. In proposito è sottolineata la necessità che, nel processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni, l'holding period dell'investitore sia espressamente ed autonomamente raffrontato alla durata del prodotto illiquido distribuito al fine di garantire la compatibilità delle due variabili.

### **Obblighi di comunicazione di dati e notizie e di trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti vigilati**

Il nuovo quadro normativo nazionale, delineatosi a seguito dell'entrata in vigore oltre che della legge n. 262/2005 ("Legge sul risparmio"), anche della normativa di recepimento sopra indicata della direttiva MiFID, ha fatto emergere la necessità di procedere ad una revisione e a un aggiornamento degli adempimenti informativi degli intermediari attualmente vigenti previsti dalla delibera n. 14015/2003. A tal proposito, la Consob, in data 19 giugno 2009, ha sottoposto alla consultazione un documento concernente i nuovi obblighi di comunicazione di dati e notizie e di trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti vigilati nonché i relativi termini e modalità di adempimento compendiate in un "Manuale operativo", il quale è strutturato in forma tabellare e prevede una codificazione dei nuovi obblighi (raggruppati in tre macrocategorie: "documentazione periodica", "documentazione ad evento" e "dati strutturati") per ogni categoria di soggetto vigilato. Rispetto agli adempimenti attualmente vigenti, il manuale operativo introduce novità sia dal punto di vista soggettivo (nuovi intermediari tenuti ad adempiere agli obblighi informativi) che dal punto di vista oggettivo (obblighi eliminati e obblighi previsti ex novo). In particolare, viene estesa la platea dei soggetti tenuti ad effettuare le comunicazioni periodiche, che include anche:

- le imprese di assicurazione (per quanto riguarda la loro attività di distribuzione "diretta" di prodotti finanziari assicurativi);
- le società di gestione armonizzate (con riferimento alla loro operatività in Italia, in libera prestazione o attraverso lo stabilimento di succursale);
- le società di gestione e sicav estere (in relazione alla loro offerta in Italia, rispettivamente, di fondi armonizzati e non armonizzati e di azioni).

Sul piano oggettivo, invece, sono semplificati gli adempimenti periodici con conseguente riduzione degli oneri, anche economici, a carico dei soggetti vigilati.

Come termine ultimo della predetta consultazione era stato fissato il 15 settembre 2009.

Nel periodo della consultazione, sono pervenute alla Consob commenti ed osservazioni da parte di diversi soggetti, la maggior parte dei quali rappresentati da associazioni di categoria, dall'esame dei quali sono emersi alcuni profili con riferimento ai quali è stato ritenuto opportuno avviare il 26 gennaio 2010 un'ulteriore consultazione di mercato

## Lo stato di attuazione della MiFID in Italia e in ambito CESR

(terminata il 1 marzo 2010) attraverso la pubblicazione di un'integrazione al documento di giugno 2009.

Tali profili attengono, da un lato, ai dati sulla distribuzione di prodotti finanziari assicurativi e, dall'altro, ai dati sull'operatività dei promotori finanziari.

L'analisi delle osservazioni pervenute su tali argomenti ha infatti comportato non tanto la necessità di chiarire o di delimitare ciò che è già stato sottoposto a consultazione, quanto piuttosto l'esigenza di prevedere nuovi e diversi obblighi di comunicazione (rispetto a quanto già prospettato al mercato a giugno scorso) che, quindi, a tutela degli interessati, è apparso opportuno sottoporre ad una preventiva consultazione.

### Il CESR e la MiFID

Con decisione del giugno 2001, la Commissione europea ha provveduto all'istituzione del Comitato delle autorità europee di vigilanza dei mercati finanziari (European Securities Regulators Committee o CESR) composto dai rappresentanti delle autorità di vigilanza competenti nel settore dei mercati finanziari degli Stati membri.

Esso, in forza dell'apposito mandato conferitogli dalla Commissione europea, svolge attività di assistenza e consulenza tecnica per la preparazione delle misure esecutive di livello 2, e ricopre un ruolo importante anche nell'ambito del livello 3 formulando standard che riflettono raccomandazioni o interpretazioni comuni della regolamentazione comunitaria al fine di assicurare l'applicazione uniforme della normativa comunitaria negli Stati membri e che questi ultimi si impegnano a recepire o a promuoverne il recepimento nei rispettivi ordinamenti di appartenenza.

Tra i vari documenti aventi ad oggetto la direttiva MiFID vale la pena rammentare i seguenti:

- **“Questions and answers on MiFID: Common positions agreed by CESR Members”** dell'11 aprile 2008, rientranti tra le misure di livello 3 relative alla MiFID, che intendono fornire chiarimenti in modo rapido ed efficace su problematiche relative alla concreta applicazione della disciplina MiFID in materia di:
  - i. **monitoraggio del profilo del cliente;**
  - ii. **appropriatezza;**
  - iii. **aggregazione e assegnazione degli ordini**, per le quali sia emersa la necessità di garantire una posizione condivisa da parte delle autorità di vigilanza comunitarie;
- **“MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements”**, in consultazione del 14 maggio 2009, avente l'obiettivo di elaborare **criteri univoci volti ad individuare e a differenziare gli strumenti finanziari complessi da quelli non complessi**, nonché ad eliminare le incertezze inerenti alla classificazione di tali strumenti;
- **“CESR's assessment on the impact of the Markets in Financial Instru-**

---

**ments Directive - MiFID - on the functioning of equity secondary markets”**

del 10 giugno 2009 avente ad oggetto la valutazione dell’impatto della direttiva MiFID sul funzionamento dei **mercati finanziari secondari**. Il rapporto mette a fuoco gli effetti della MiFID con specifico riferimento ai temi della trasparenza e dell’integrità del mercato in relazione all’attività dei mercati regolamentati, degli Mtf (multilateral trading facilities) e degli internalizzatori sistematici. Esso mostra inoltre come l’introduzione della MiFID abbia sensibilmente modificato il panorama dei mercati secondari europei, soprattutto in conseguenza dell’introduzione delle nuove piattaforme di negoziazione Mtf. Tra i fattori di innovazione più significativi sono annoverati l’abbassamento dei costi di negoziazione per effetto della concorrenza tra le piattaforme di negoziazione. Il documento registra peraltro il timore, espresso da alcuni partecipanti al mercato, che il minor costo delle transazioni non sia andato interamente a vantaggio degli investitori. Tra gli altri temi approfonditi nel documento di valutazione si segnalano: (i) la trasparenza pre e post-negoziazione (pre and post-trade transparency) in relazione alla moltiplicazione delle piattaforme di negoziazione e, conseguentemente, dei canali di trasmissione dei dati sulle transazioni; (ii) il “livellamento del campo di gioco” (level playing field) tra i nuovi attori del mercato, ovvero tra i diversi Mtf e tra questi e i mercati regolamentati e i sistemi di negoziazione Otc (over the counter);

- **“Understanding of the definition of advice under MiFID”**, in consultazione del 14 ottobre 2009, relativo alla **consulenza in materia di investimenti**. Nello specifico, il documento definisce cosa debba intendersi per consulenza ed esamina diverse situazioni, nei rapporti tra intermediario e cliente, che possono o meno configurarsi come prestazione consulenziale alla luce della normativa europea, dei regolamenti di attuazione e delle best practices definite per tale tipologia di servizio;
- aggiornamento del 15 ottobre 2009 dei tre protocolli legati all’implementazione delle misure di attuazione della MiFID, rispettivamente in materia di: (i) operatività della base dati sulle attività di negoziazione (**“Protocol on the Operation of CESR MiFID Database”**); (ii) attività di vigilanza sulle succursali alla luce delle specifiche disposizioni della direttiva MiFID e delle norme di attuazione (**“Protocol on the Supervision of Branches under MiFID”**); (iii) passaportazione europea dei servizi di investimento (**“Protocol on MiFID Passport Notifications”**);
- **“Inducements: Good and poor practices”**, in consultazione del 22 ottobre 2009, con cui il CESR ha avviato un confronto con il mercato in merito alla concreta applicazione da parte degli intermediari della disciplina sugli **incentivi**;
- aggiornamento del 9 marzo 2010 del documento **“Waivers from Pre-trade Transparency Obligations under the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”** in tema di valutazione delle proposte relative alle deroghe dagli obblighi di trasparenza pre-negoziazione. La direttiva MiFID consente alle autorità competenti di accordare quattro tipi di



## Lo stato di attuazione della MiFID in Italia e in ambito CESR

esenzione dagli obblighi di trasparenza pre-negoziazione, disciplinati dagli artt. 18 e 20 del Regolamento CE n. 1287/2006, recante modalità di esecuzione della stessa direttiva. Le deroghe, per i sistemi gestiti da un sistema multilaterale di negoziazione o da un mercato regolamentato, possono essere concesse, tra gli altri, nei seguenti casi: se il prezzo è determinato in relazione ad un prezzo di riferimento generato da un altro sistema, quando tale prezzo ha un'ampia diffusione ed è generalmente considerato come un prezzo affidabile dal mercato; se i sistemi formalizzano operazioni concordate; per le transazioni di dimensioni elevate. Il documento in esame non contiene tutte le deroghe accordate dalle competenti autorità ma soltanto le proposte prese in considerazione a livello CESR sulla base di un nuovo processo di valutazione partito nel febbraio 2009.

### Considerazioni finali

Il quadro che emerge è quindi quello di un capitolo della vita degli intermediari finanziari per certi versi ancora tutto da scrivere, tenuto conto che resta ancora da dare implementazione pratica al terzo livello della procedura Lamfalussy.

Seguirà, ma riteniamo non nell'immediato, l'avvio del livello 4 di tale approccio, che prevede la vigilanza da parte della Commissione europea, che a tale scopo si avvale della collaborazione dei Paesi membri, delle loro autorità di vigilanza nazionali sui mercati finanziari, nonché delle segnalazioni degli interessati, sulla corretta applicazione da parte dei Paesi membri della disciplina comunitaria adottata secondo la procedura Lamfalussy e l'avvio, ove necessario, delle procedure di infrazione del diritto comunitario ai sensi dell'art. 226 del Trattato istitutivo della Comunità europea, il quale dispone che la Commissione, quando reputi che uno Stato membro abbia mancato a uno degli obblighi a lui incombenti in virtù del citato trattato, emette un parere motivato al riguardo, dopo aver posto lo Stato in condizioni di presentare le sue osservazioni. Qualora lo Stato in causa non si conformi a tale parere nel termine fissato dalla Commissione, questa può adire la Corte di giustizia.