



Focus on

**MIFID II:
CONTENUTI E SVILUPPI FUTURI**

Novembre 2017

www.lascalaw.com

www.iusletter.com

Milano | Roma | Torino | Bologna | Firenze | Venezia | Vicenza | Padova | Ancona

redazione@iusletter.com



1. Quadro normativo alla luce di MiFID II e MiFIR

La direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari, alla quale ci si riferisce comunemente con l'acronimo MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*) è stata in parte rifiuta nella direttiva 2014/65/UE (cd. MiFID II) e in parte sostituita dal Regolamento (UE) n.600/2014 (c.d. MiFIR) del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014.

Tali interventi del legislatore comunitario hanno comportato non pochi problemi in sede di recepimento, per cui la direttiva 2016/1034/UE ha prorogato la data di applicazione della nuova disciplina al 3 gennaio 2018.

Il legislatore italiano, dal canto suo, ha provveduto all'esercizio della delega parlamentare, prevista dalla legge del 9 luglio 2015, n. 114, emanando il D.lgs. del 3 agosto 2017, n. 129, di adeguamento della normativa nazionale alle nuove disposizioni. Peraltro la norma di delega ha previsto il ricorso alla potestà regolamentare di Consob e Banca d'Italia, secondo le rispettive competenze, per cui, terminate le fasi di pubblica consultazione, verranno modificati i Regolamenti attuativi del TUF.

2. Obiettivi e profili di riforma

Il nuovo quadro normativo si pone come correttivo alla precedente disciplina comunitaria e ne condivide lo scopo e le scelte di fondo. L'obiettivo, infatti, è la creazione di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, luogo all'interno del quale, sempre di più, debbono essere presenti trasparenza e protezione per gli investitori.

L'esigenza di tutela che si presenta come *leitmotiv* dell'intero articolato si converte necessariamente in maggiore trasparenza delle negoziazioni attraverso una più intensa responsabilizzazione degli intermediari e una crescente consapevolezza degli investimenti. Come già nella direttiva del 2004, sono previste diverse disposizioni che, ispirandosi al dovere di agire nel miglior interesse del cliente, assicurano una corretta informazione, si occupano dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedono un'adeguata profilatura del risparmiatore.



In un'ottica, poi, di rafforzamento della fiducia nel sistema finanziario, si includono nell'ambito di applicazione della MiFID II settori in precedenza non regolamentati e si delinea un sistema più completo di vigilanza, rafforzando i poteri delle Autorità. La direttiva e il regolamento MiFIR hanno modificato la precedente disciplina con lo scopo di arginare i rischi derivanti da un mercato sempre più diversificato e complesso, caratterizzato dall'aumento delle tipologie di strumenti finanziari e dal diffondersi di sistemi di *trading* ad alta frequenza, attraverso i quali ha luogo una parte consistente delle transazioni sui mercati telematici.

La revisione è intervenuta, pertanto, sui seguenti fronti:

- Ambito di applicazione della Direttiva;
- Tutela degli investitori;
- Disciplina dei mercati;
- Rapporti con i paesi terzi.

3. Ambito di applicazione

L'ambito di applicazione della Direttiva risulta ampliato con l'introduzione di una nuova sede di negoziazione: *Organised Trading Facility* o OTF. Si tratta di un nuovo tipo di piattaforma, diverso da un mercato regolamentato (es. borsa) e da un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), che consentirà l'incontro di richieste multiple di acquisto o vendita di strumenti finanziari da parte di più soggetti, relative a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, previsto dall'art. 4, paragrafo 1, n. 23 MiFID II. Si differenzia dai due precedenti mercati in quanto si presenta come una piattaforma di negoziazione semplice, discrezionale e non soggetta alla disciplina dei due mercati suddetti. L'obiettivo è contrastare il proliferare dei *dark pool* (borsa elettronica, che può essere alternativa rispetto a quella regolamentata, dove è possibile effettuare operazioni in modo anonimo senza rendere pubblici i prezzi, nonché i quantitativi delle azioni scambiate) nei mercati azionari e ricondurre alla disciplina UE i sistemi in precedenza esclusi dalla disciplina MiFID. Gli OTF saranno unicamente dedicati alla negoziazione di strumenti *non-equity*. Tale novità è stata trasfusa in sede di recepimento, dal D.lgs. n. 129/2017, nel novellato art. 1 comma5 -*octies* del Testo Unico



della Finanza, che oltre a fornire nuove definizioni di sede di negoziazione e sistema multilaterale di negoziazione, parla di “*sistema organizzato di negoziazione*”, definendolo come: “*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*”.

MiFID II introduce poi una nuova categoria di strumenti finanziari: i contratti derivati aventi ad oggetto quote di emissione di gas ad effetto serra. I sistemi di scambio di quote di emissione rappresentano uno strumento di politica ambientale previsto già dalla Direttiva 2003/87/CE, al fine di consentire ai Paesi dell'UE di adempiere agli impegni assunti con la ratifica del Protocollo di Kyoto del 1997. L'autorità regolamentare competente di ciascuno Stato Membro assegna un certo numero di quote di emissione di CO₂ alle imprese autorizzate a partecipare ai sistemi di scambio e che necessitano di emettere gas a effetto serra nell'ambito del proprio ciclo produttivo, sulla base di un piano nazionale di assegnazione. A seguito dell'assegnazione, i gestori di impianti che si sono visti attribuire quote di emissione in eccesso rispetto al proprio fabbisogno, vendono le quote che possono essere acquistate da imprese le cui emissioni non sono coperte dal relativo piano di assegnazione. Lo scopo della riforma è rafforzare la trasparenza ed aumentare la sicurezza degli scambi negli *emissions trading systems* (ric conducendoli nelle aree di competenza delle banche e degli intermediari finanziari), in quanto l'assenza di una specifica regolamentazione e la mancanza di una cornice normativa del fenomeno di negoziazione di quote di emissione hanno favorito il diffondersi di pratiche fraudolente nel mercato secondario. Il legislatore italiano, nella Sezione C dell'Allegato I al D.lgs. n.129/2017, annovera, pertanto, le quote di emissione tra gli strumenti finanziari.

Viene estesa, per di più, l'applicazione delle regole di condotta anche all'offerta e alla consulenza avente ad oggetto depositi strutturati. Si tratta di una *species* dei depositi bancari affermatasi nella prassi come una forma di prodotto di investimento. Prima di MiFID II non sono mai stati oggetto di nessun atto legislativo a livello di Unione, per tale ragione il legislatore ha ritenuto opportuno applicarvi parte della nuova disciplina con la finalità di rendere uniforme il trattamento normativo riservato ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati. MiFID II,



nello specifico, prevede che la prestazione del servizio di esecuzione o ricezione e trasmissione di ordini in modalità di *execution only* - ossia con esenzione per l'intermediario di raccogliere le informazioni sulla conoscenza ed esperienza del cliente e di operare la preventiva valutazione di appropriatezza in relazione ad ordini ad iniziativa del cliente - è consentita soltanto per i depositi strutturati "non complessi", ossia diversi da quelli "*che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio del rendimento o il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza*". Il legislatore individua, dunque, una particolare sottocategoria di depositi strutturati c.d. complessi ai quali non trova applicazione la disciplina dell'*execution only*, ciò in piena conformità con la *ratio* generale dell'istituto che, a maggior tutela della clientela, vuole sottrarre dal regime di mera esecuzione degli ordini prodotti caratterizzati da elevata complessità. In sede di recepimento il legislatore, con il D.lgs. n.127/2009, ha modificato l'art. 25-*bis* del TUF, estendendo all'attività di vendita od intermediazione dei depositi strutturati l'applicabilità delle norme di condotta, della disciplina dei contratti e delle disposizioni in materia di consulenza.

Il legislatore ha altresì modificato il comma 9 dell'art. 30 del TUF prevedendo che la disciplina dell'offerta fuori sede si applica anche ai depositi strutturati. Con riferimento, invece, alla disciplina secondaria, il 6 luglio 2017 la Consob, come noto, ha posto in consultazione il documento "*Modifiche al regolamento Intermediari relativamente alle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, in recepimento della direttiva 2014/65/UE (MiFID II)*", documento che recepisce la normativa comunitaria anche in relazione ai depositi strutturati.

Vengono, infine, eliminati da MiFID II alcuni regimi di esenzione dai regimi di autorizzazione applicabili agli intermediari che negoziano materie prime e ai *market makers*. Vengono riformulate, in particolare, le esenzioni relative alla prestazione di servizi di negoziazione intra gruppo, per tener conto del frequente ricorso a *joint-ventures* che non rientrano nell'ambito del concetto di gruppo.

Analogamente, sono state riviste le esenzioni relative alle *Commodity Firms* (imprese di materie prime) e ai soggetti che negoziano esclusivamente in conto proprio; per questi ultimi la modifica



è volta ad assicurare che coloro che hanno volumi di negoziazione in strumenti finanziari sproporzionati rispetto alla loro attività principale non beneficino di alcuna esenzione dai requisiti di autorizzazione. Inoltre, l'esenzione applicabile ai soggetti che negoziano in conto proprio non troverà più applicazione ai *market makers* (intermediari finanziari che pubblicano i prezzi di acquisto e di vendita di titoli quotati in borsa ed in loro possesso, permettendo a tutti gli altri investitori di comprare o vendere a quei prezzi), ai soggetti che fanno ricorso a tecniche di negoziazione ad alta frequenza che comportano l'utilizzo di algoritmi nonché ai soggetti che eseguono gli ordini della clientela.

4. Tutela degli investitori

Tra gli obiettivi di primaria importanza di MiFID II vi è sicuramente l'esigenza di tutela degli investitori. Il legislatore europeo, infatti, si prefigge di fare un ulteriore passo in avanti rispetto al passato dettando una disciplina che scandisca la tutela del soggetto che investe in diversi momenti:

1. dapprima, si interviene sul come i prodotti finanziari debbano essere costruiti (c.d. *Product Governance*);
2. durante, il rapporto tra impresa e cliente;
3. dopo, vengono previsti nuovi poteri per le Autorità di vigilanza nazionali (c.d. *Product Intervention*).

Product governance e regole di condotta

La protezione dell'investitore, nelle mire del legislatore europeo, oltre a caratterizzare la disciplina della consulenza al cliente, assume rilevanza anche nel momento genetico del rapporto, quando cioè i prodotti finanziari vengono progettati e successivamente, quando vengono distribuiti. Le norme di riferimento all'interno della direttiva MiFID II sono gli artt. 16, paragrafo 3 e 24, paragrafo 2.



Alle cd. Società-prodotto (*Manufacturer*), che creano, sviluppano, emettono o disegnano nuovi prodotti finanziari, viene imposto l'obbligo di concepire gli stessi per fasce di clientela, facendo sì che i prodotti siano coerenti con i target di riferimento. Dall'esame dell'art. 24, paragrafo 2, della direttiva si comprende poi che la *Product Governance* si articola in una serie di regole di condotta che riguardano non solo la fase di realizzazione degli strumenti finanziari per la vendita alla clientela (*Manufacturing*) ma anche la fase di distribuzione (*Distribution*) degli stessi. Dal momento che l'attività di distribuzione non necessariamente è posta in essere dall'impresa di investimento che ha concepito il prodotto, il legislatore UE si preoccupa di stabilire regole specifiche per il distributore prevedendo che:

- (i) l'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati;
- (ii) valutare la compatibilità di tali strumenti con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali;
- (iii) fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.

La MiFID II introduce, pertanto, una serie di nuovi obblighi applicati ai rapporti tra produttori e distributori di strumenti finanziari. I produttori sono infatti chiamati, ai sensi dell'art. 16, paragrafo 3, MiFID II, ad adottare un vero e proprio processo di approvazione per ogni strumento finanziario prima della sua commercializzazione. Dal canto loro, i distributori sono tenuti a contribuire all'implementazione di strategie distributive appropriate rispetto alle caratteristiche del mercato di riferimento e alle esigenze della clientela. Tutto ciò dovrebbe evitare che prodotti a complessità molto elevata finiscano nelle mani di cliente inesperti (clientela *retail*).

Il legislatore italiano in fase di recepimento, con il D.lgs. n. 129/2017, si è adeguato a tali disposizioni aggiungendo i commi 2-bis e 2-ter all'art. 21 del TUF, che sostanzialmente riproducono le norme comunitarie: “*2-bis. Quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di*



referimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target. 2-ter. Il soggetto abilitato deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui al comma 2-bis, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente”.

In conclusione si può affermare che la regolamentazione dei processi di approvazione e distribuzione dei prodotti finanziari si affianca alla disciplina, anche quella rafforzata, degli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario, senza sostituire in alcun modo le valutazioni di appropriatezza ed adeguatezza, in una logica sempre maggiore di tutela degli investitori.

Rapporto tra impresa e cliente

Con MiFID II le imprese di investimento saranno tenute ad attenersi a regole più rigide per garantire che i clienti possano fare affidamento sull'adeguatezza, rispetto alle loro esigenze e caratteristiche, dei prodotti e sull'adeguata protezione dei beni nei quali investono. Per quanto concerne gli obblighi di verifica relativi all'adeguatezza degli investimenti, sono introdotti anzitutto requisiti più onerosi per effettuare tale valutazione. Ai fini della valutazione di adeguatezza si dovranno considerare, infatti, due nuovi *driver* rappresentati dalla tolleranza al rischio e dalla capacità di sostenere perdite da parte del cliente, dovranno essere svolte comparazioni di prodotti equivalenti, dovrà essere indicato al cliente se e in che modo è assicurata una valutazione di adeguatezza periodica, con relative comunicazioni e, nel caso in cui l'impresa raccomandi una pluralità di prodotti o servizi, la valutazione di adeguatezza dovrà avvenire in relazione all'intero pacchetto.

Sarà necessario fare una valutazione dell'adeguatezza dell'operazione prevedendo la comparazione con prodotti equivalenti e valutandone i costi e la complessità anche nel caso in



cui il cliente venga coinvolto in operazioni che possano configurare uno schema di disinvestimento, a beneficio di un conseguente investimento in altri prodotti (*switch*). Tutto ciò perciò imporrà agli intermediari la revisione dei questionari di profilatura dei clienti, l'introduzione di nuovi presidi operativi e di controllo ai fini della comparazione dei prodotti equivalenti, la revisione della modulistica e dei *report* forniti al cliente.

In tema di consulenza finanziaria, poi, la disciplina di MiFID II conferma l'importanza della consulenza come servizio di investimento alla clientela *retail*, anche in virtù della sempre maggiore complessità dei mercati e degli strumenti finanziari. È previsto che quando le imprese di investimento effettueranno consulenza agli investimenti, prima che la transazione sia conclusa, dovranno condividere con il cliente le motivazioni che hanno portato a ritenere che l'operazione di investimento consigliata sia realmente rispondente alle sue aspettative, dovranno comunicare il costo del servizio, se forniscono ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari da esse raccomandati e dovranno chiarire la base della consulenza che forniscono. Il principale cambiamento, infatti, è costituito dall'introduzione della consulenza "indipendente", con alcune specifiche previsioni che dovranno essere osservate dalle imprese di investimento. In primo luogo prima della prestazione della consulenza l'impresa di investimento deve comunicare al cliente se la consulenza è fornita su base indipendente o meno. Quando l'impresa informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita su base indipendente, essa:

- a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti, tali da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o rapporti legali o economici tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;
- b) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre 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 da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti.

Nel caso in cui l'impresa di investimento riceva degli incentivi, dovrà immediatamente trasferirli al cliente, con il divieto che tali somme vadano a compensazione della parcella di consulenza che il cliente dovrà pagare.

Altro punto focale della rinnovata disciplina comunitaria è costituito dalla restrizione dell'ambito di applicazione del regime di *execution only*, attraverso una ulteriore delimitazione della categoria degli strumenti finanziari qualificabili come "non complessi". In particolare, vengono esclusi dal menzionato regime le obbligazioni e gli altri titoli di debito non quotati su un mercato regolamentato (o su un mercato equivalente di un Paese non UE) o su un sistema multilaterale di negoziazione, nonché gli strumenti che incorporano un derivato o una struttura tale da rendere difficile per il cliente la comprensione del rischio connesso all'operazione, nonché i depositi strutturati che incorporano una struttura tale da rendere difficile al cliente comprendere il rischio del rendimento o il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza. Inoltre, i servizi di esecuzione ovvero di ricezione di ordini non possono essere prestati in modalità *execution only* qualora gli intermediari prestino in abbinamento agli stessi anche il servizio accessorio di concessione di finanziamenti.

MiFID II ha poi ampliato gli obblighi di comunicazione alla clientela su costi e oneri connessi ai servizi di investimento o accessori, che devono includere anche il costo della consulenza (se rilevante), il costo dello strumento finanziario raccomandato o venduto al cliente e le modalità con cui il cliente può remunerare il servizio di investimento ricevuto. Le informazioni circa tutte le voci di costo devono essere presentate in forma aggregata, per consentire al cliente di conoscere il costo complessivo ed il suo impatto sul rendimento atteso dall'investimento. Il legislatore europeo, nell'ambito di MiFID II, ha considerato necessario prevedere anche delle disposizioni normative affinché gli intermediari garantiscano che il personale che presta "consulenza" o "fornisce informazioni" alla clientela abbia la capacità di comprendere le caratteristiche dei prodotti, per adempiere agli obblighi di agire in modo onesto, equo,



professionale e per tutelare gli interessi dei clienti. Si richiede pertanto che il personale preposto possieda un adeguato livello di conoscenze e competenze dei prodotti offerti e che tale livello sia valutato nel continuo. L'articolo 25 della MiFID II stabilisce che: *“Gli Stati membri prescrivono alle imprese d'investimento di garantire e dimostrare che le persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi d'investimento o servizi accessori per conto dell'impresa d'investimento sono in possesso delle conoscenze e competenze necessarie ad adempiere ai loro obblighi”*.

Dal punto di vista del diritto interno il legislatore italiano ha recepito parte della disciplina contenuta negli artt. 24 e 25 della direttiva con il D.lgs. n. 129/2017 (adeguando le norme relative ai “conflitti di interesse” e alla “consulenza indipendente”), lasciando però il compito di specificare ulteriormente le norme poste a tutela dell'investitore alle fonti normative di rango secondario. La Consob, infatti, come già accennato, il 6 luglio 2017, ha posto in consultazione il documento *“Modifiche al regolamento Intermediari relativamente alle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, in recepimento della direttiva 2014/65/UE (MiFID II)”*, per la modifica del Regolamento n.16190/2007.

Con dette modifiche non solo verranno recepite le disposizioni contenute nella MiFID II, volte a garantire la protezione degli investitori, non oggetto di attuazione in sede primaria, bensì anche le disposizioni di cui alla direttiva 2017/593/UE, con particolare riferimento alle disposizioni concernenti gli obblighi di *governance* dei prodotti e la disciplina degli incentivi. Si terrà altresì conto di quanto previsto dal regolamento (UE) 2017/565.

Le principali modifiche riguarderanno: la disciplina concernente le informazioni e le comunicazioni pubblicitarie e promozionali; la disciplina sull'adeguatezza e sull'appropriatezza; la disciplina concernente l'individuazione degli “strumenti finanziari complessi”; la disciplina sulla *best execution*; la disciplina sulla gestione degli ordini dei clienti; la disciplina sulla rendicontazione ai clienti; la disciplina dei rapporti con le controparti qualificate; la disciplina dei contratti (modificata principalmente al fine di estenderne il suo ambito applicativo, infatti l'obbligo di ricorrere al contratto scritto viene sancito anche nei rapporti con i clienti



professionali e anche nel caso in cui venga prestato il servizio di consulenza, ove sia effettuata una valutazione periodica dell'adeguatezza, con una copia che dovrà essere consegnata al cliente, in tal senso verrà modificato l'art. 37 del Reg. Intermediari); la disciplina sugli incentivi; la disciplina in tema di *product governance* e la disciplina in materia di "*knowledge & competence*".

È stata modificata, infine, dal D.lgs. n. 129/2017, la disciplina riguardante le segnalazioni delle violazioni (c.d. *whistleblowing*) allo scopo di adottare una disciplina unitaria e organica nell'ambito del sistema finanziario. La relativa disciplina è dunque rifusa in due norme di carattere generale, concernenti rispettivamente il *whistleblowing* interno e il *whistleblowing* esterno. In particolare, l'articolo 4-*undecies* del TUF impone l'adozione, da parte dei soggetti indicati dalla stessa norma, di 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 relativo agli abusi di mercato. Le procedure devono garantire alcuni punti fermi, quali la riservatezza dei dati personali del segnalante e del presunto responsabile della violazione, nonché la tutela adeguata del soggetto segnalante contro condotte ritorsive, discriminatorie o comunque sleali conseguenti la segnalazione. L'articolo 4-*duodecies* consente invece di inviare segnalazioni esterne, ovvero alle Autorità di vigilanza in ordine a violazioni delle norme del TUF e delle norme UE direttamente applicabili. In particolare, le segnalazioni seguono i medesimi principi del *whistleblowing* interno; le Autorità si avvalgono delle informazioni contenute nelle segnalazioni, ove rilevanti, esclusivamente nell'esercizio delle funzioni di vigilanza.

Product intervention e vigilanza

Il legislatore comunitario ha previsto novità rilevanti anche per quanto riguarda i poteri di intervento affidati alle Autorità di vigilanza, cercando di recuperare un profilo di tutela dell'investitore nella fase successiva alla contrattazione. In particolare il regolamento MiFIR disciplina dagli artt. 39 a 42 i poteri di intervento dell'ESMA (Autorità europea per gli strumenti finanziari ed i mercati), dell'EBA (Autorità Bancaria Europea) e delle Autorità di vigilanza nazionali, in ordine alla possibilità di vietare o limitare la distribuzione di taluni prodotti:



strumenti finanziari e depositi strutturati. Tali autorità potranno valutare circa il merito dei prodotti offerti e potranno vietare, su base temporanea, la loro commercializzazione e lo svolgimento di qualunque altra attività o pratica finanziaria, qualora ritengano che possano essere compromesse la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e gli interessi degli investitori. Insita nell'esercizio di tali poteri da parte delle Autorità sarà una valutazione di pericolosità di tali prodotti per i risparmiatori. Dal punto di vista del diritto interno tali poteri di intervento sono stati previsti dal nuovo art. 7-*bis* del TUF, novellato dal D.lgs. n.129/2017, che riproduce i poteri attribuiti dal regolamento MiFIR.

La norma prevede che *“1. La Banca d'Italia e la Consob sono le autorità nazionali competenti ai fini dell'applicazione delle disposizioni di cui al Titolo VII, Capo I, del regolamento (UE) n. 600/2014. Esse esercitano i poteri e adottano le misure di vigilanza previsti dall'articolo 39, paragrafo 3, dall'articolo 42 e dall'articolo 43, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 600/2014, in conformità anche a quanto stabilito dagli atti delegati emanati ai sensi dell'articolo 42, paragrafo 7, del predetto regolamento. 2. Ai fini di cui al comma 1, 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 per le finalità di cui all'articolo 42, paragrafo 2, lettera a), punto ii), del regolamento (UE) n. 600/2014. 3. Ai fini di cui al comma 1, la Banca d'Italia e' competente per quanto riguarda la stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario. 4. Al fine di coordinare l'esercizio delle funzioni di cui al comma 1, la Banca d'Italia e la Consob stabiliscono, anche sulla base di un apposito protocollo d'intesa, le modalità della cooperazione e del reciproco scambio di informazioni rilevanti ai fini dell'esercizio delle predette funzioni e dell'esercizio da parte della Consob delle funzioni di punto di contatto ai sensi dell'articolo 4 del presente decreto. 5. Fermi restando i poteri previsti dall'articolo 39, paragrafo 3, dall'articolo 42 e dall'articolo 43, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 600/2014, 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 regolamento (UE) n. 600/2014 risultino soddisfatte.*



6. *Ciascuna autorità esercita i poteri e adotta le misure di vigilanza in conformità ai commi 1 e 5 del presente articolo sentita l'altra autorità*".

In sede di recepimento, dunque, il legislatore italiano - tenuto conto della natura di regolamento direttamente applicabile negli Stati membri - si è limitato alla sola individuazione delle Autorità nazionali competenti all'adozione delle menzionate misure, ovvero la Banca d'Italia e la Consob.

In particolare, sono stati affidati alla Consob i poteri relativi alla protezione degli investitori, all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati; la Banca d'Italia sarà competente per quanto riguarda la stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario. Le Autorità sono tenute a cooperare anche sulla base di un apposito protocollo d'intesa. Si attribuisce, nello specifico, alla Consob la facoltà di attivare i poteri di *product intervention* aventi ad oggetto strumenti finanziari e depositi strutturati, laddove vengano in rilievo obiettivi di protezione degli investitori e integrità dei mercati; la Banca d'Italia potrà adottare divieti o limitazioni riguardanti i menzionati prodotti per tutelare la stabilità del sistema finanziario nazionale o parte di esso.

Si rileva, tra l'altro, la possibilità di esercitare i suddetti poteri, con conseguente applicazione delle relative misure sanzionatorie, anche nei confronti degli agenti di cambio. Inoltre, sempre sul fronte delle Autorità, il legislatore, con il D.lgs. n.129/ 2017, ha provveduto a riorganizzare l'intera materia della vigilanza, rubricando il titolo I della parte II del TUF: "*Disposizioni generali e poteri di vigilanza*".

Per quanto attiene ai poteri regolamentari, l'art. 2 del D.lgs. n. 129/2017 affida alla Banca d'Italia la disciplina di alcuni obblighi dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio con riferimento all'organizzazione interna ed al governo societario (requisiti di organizzazione, sistemi di remunerazione e di incentivazione, audit interno, responsabilità dell'alta dirigenza e esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o di attività). Dall'altro lato si affida alla Consob la disciplina della prestazione dei servizi e delle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio con riferimento agli aspetti pratici e operativi (procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento e di gestione



collettiva del risparmio, trattamento dei reclami, gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti).

Vengono poi riorganizzati, in ottemperanza anche a quanto previsto dall'art. 69 di MiFID II, i poteri di indagine delle Autorità, tra cui rientrano quelli di vigilanza informativa, i poteri ispettivi e di intervento. L'obiettivo perseguito dal legislatore è semplificare le procedure e lo scambio di informazioni tra le Autorità, per ridurre il più possibile gli oneri a carico dei soggetti vigilati. Infine, con l'art. 5 del D.lgs. n.129/2017, risulta riordinato l'apparato sanzionatorio, al fine di renderlo aderente con quanto disposto da MiFID II e dal regolamento MiFIR.

5. Disciplina dei mercati

Per quanto attiene al settore dei mercati finanziari, la direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR mirano a rimediare alle carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati evidenziate dalla crisi finanziaria. Il fine è, anche qui, quello di incrementare la trasparenza e la tutela degli investitori che si trovano ad operare in un mercato caratterizzato dalla diffusione di sistemi di trading ad alta frequenza e dalla negoziazione nei mercati non regolamentati. In via generale, la normativa europea ha ridefinito l'assetto delle sedi di negoziazione e comportato un sostanziale allineamento dei requisiti dei sistemi multilaterali di negoziazione a quelli oggi previsti per i mercati regolamentati. Ha, altresì, delineato una nuova tipologia di piattaforma di negoziazione, il c.d. sistema organizzato di negoziazione (*Organised Trading Facility* o OTF), di cui si è già detto, per favorire il *level playing field* fra le sedi e preservare il funzionamento efficiente e ordinato dei mercati finanziari.

Viene fornita, inoltre, una nuova definizione di internalizzatore sistematico, che, ai sensi dell'art.4, paragrafo 1, n.20 MiFID II, viene identificato come. *“un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione”*.

Il legislatore italiano recepisce tale definizione con il nuovo art. 1, comma 5-ter, del TUF, che qualifica l'internalizzatore quale soggetto, mentre la direttiva MiFID I lo collocava tra le sedi di



negoziazione. La regolamentazione MiFID II/MiFIR mira a qualificare un più ampio novero di intermediari quali “internalizzatori sistematici”, con riferimento a una gamma più ampia di strumenti finanziari. L’obiettivo di fondo è ridurre gli scambi di strumenti OTC, favorendo lo svolgimento delle negoziazioni all’interno di sistemi di negoziazione regolamentati (mercati regolamentati, sistemi multilaterali o OTF) ed estendendo gli stessi regimi di trasparenza pre e *post-trading* anche ai c.d. internalizzatori sistematici e ad un maggior numero di strumenti finanziari, secondo una distinzione tra strumenti rappresentativi di capitale (es. azioni o certificati deposito) e non rappresentativi di capitale (es. obbligazioni o strumenti finanziari strutturati).

Per garantire che un maggior numero di negoziazioni abbia luogo presso sedi di negoziazione regolamentate in cui si applicano i requisiti di trasparenza, il regolamento MiFIR, all’art. 23, introduce l’obbligo di negoziare azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati o negoziate sugli MTF od OTF ovvero da internalizzatori sistematici esclusivamente presso tali sedi, a meno che tali transazioni: a) siano non sistematiche, ad hoc, irregolari e saltuarie; b) siano effettuate tra controparti qualificate e/o professionali e non contribuiscano al processo di formazione del prezzo.

Rispetto alla disciplina previgente, pertanto, la complessiva attuazione delle nuove regole europee determinerà una consistente estensione dell’ambito di applicazione del regime di trasparenza pre e *post-trading* mediante l’introduzione di obbligatorie regole di trasparenza con riguardo a nuove sedi di negoziazione e a strumenti finanziari diversi da quelli azionari. Con la MiFID II, il legislatore comunitario ha, infatti, esteso i requisiti di trasparenza fissati dalla MiFID I per i mercati regolamentati azionari a tutti mercati e a tutti gli strumenti finanziari *non-equity*. Rilevanti, per di più, risultano essere gli obblighi *transaction reporting* degli scambi. Il nuovo quadro normativo dell’Unione comporterà anche su questo versante ulteriori e significative innovazioni, tra le quali figurano l’obbligo di pubblicare le informazioni mediante canali di pubblicazione approvati dall’autorità competente (*Authorised Publication Arrangement - APA*) e la realizzazione di un sistema integrato di raccolta delle informazioni (*Consolidated Tape Provider - CTP*) con la finalità di incrementare la trasparenza e la qualità informativa a disposizione del mercato, nonché di potenziare il flusso informativo all’autorità di vigilanza



relativamente alle operazioni per il tramite di specifici canali di trasmissione (*Approved Reporting Mechanism* – ARM).

Il dubbio, tuttavia, è che il trasporto del modello di trasparenza potrebbe rivelarsi non efficiente nella prospettiva della liquidità, visto il diverso impatto dei doveri di trasparenza nei vari mercati. L'informazione gioca, d'altronde, un ruolo fondamentale nella regolamentazione dei mercati dei derivati, poiché incide sulla formazione del prezzo e sulla liquidità. La pubblicazione dei prezzi di negoziazione, ciò nonostante, assume un ruolo fondamentale nell'assicurare che i prezzi riflettano effettivamente la domanda e l'offerta e che le sedi di negoziazione siano liquide e efficienti.

La direttiva MiFID II disciplina, infine, per la prima volta armonicamente a livello europeo, le imprese che effettuano negoziazioni mediante l'utilizzo di algoritmi. Tale tipo di negoziazione comprende ogni modalità di negoziazione in cui un algoritmo calcolato tramite computer imposta automaticamente parametri individuali di ordini senza nessun intervento dell'essere umano. Le imprese che svolgono tale attività saranno obbligate ad adottare sistemi e controlli del rischio idonei a garantire che i sistemi di negoziazione siano flessibili, efficienti e siano sottoposti a limiti e soglie idonei a prevenire l'erronea immissione di ordini o altre disfunzioni che potrebbero pregiudicare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato. Esse dovranno poi garantire che i loro sistemi non vengano utilizzati per commettere abusi di mercato.

Per quanto concerne il recepimento interno della predetta disciplina comunitaria parte delle disposizioni in materia sono state adeguate con il D.lgs. n. 129/2017. Per quanto non oggetto di recepimento a livello normativo primario, e per ulteriori specificazioni attuative delle norme, sarà la Consob nell'esercizio del suo potere regolamentare a provvedere. Quest'ultima, infatti, il 31 luglio 2017, ha posto in consultazione il documento: "*Recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e attuazione del Regolamento (UE) 600/2014 (MiFIR) – Modifiche al Regolamento Mercati*", per la modifica del Regolamento n. 16191/2007.

Le principali modifiche riguarderanno: la disciplina delle sedi di negoziazione; i servizi di comunicazione dati; i limiti di posizione e controlli sulla gestione delle posizioni in strumenti



derivati su merci e la trasparenza delle negoziazioni e segnalazione di operazioni su strumenti finanziari.

6. Rapporti con i Paesi terzi

Ultimo fronte di revisione è quello che riguarda la politica nei confronti dei paesi terzi. L'obiettivo di MiFID II è quello di aumentare l'ampiezza del mercato unico finanziario, consentendo all'Unione Europea di assurgere quale interlocutore privilegiato e principale a livello internazionale per tutte le questioni attinenti alla regolamentazione finanziaria. In questo quadro si inseriscono le modifiche relative al regime dei paesi terzi. La MiFID II introduce, infatti, un regime armonizzato per l'accesso ai mercati dell'Unione da parte di soggetti insediati in paesi terzi, che si fonderà su una valutazione di equivalenza svolta dalla Commissione Europea. Il nuovo regime si applicherà soltanto alla prestazione di servizi e attività di investimento su base transfrontaliera nei confronti di investitori professionali e di controparti qualificate. È previsto un periodo transitorio di tre anni, durante il quale si continueranno ad applicare le disposizioni degli ordinamenti nazionali sull'accesso al mercato interno da parte di intermediari di paesi terzi.

Al fine di consentire l'attività di cooperazione e scambio di informazioni tra i vari paesi, l'ESMA ha emanato degli orientamenti che consentono di garantire nei vari Stati membri interpretazioni ed applicazioni comuni delle nuove disposizioni. Sebbene gli orientamenti ESMA non costituiscano obblighi assoluti né intendano gli intermediari sono tenuti a rispettarli ai fini della corretta ottemperanza agli obblighi stabiliti dalla normativa loro applicabile.

Il D.lgs. n. 129 del 2017 di recepimento agli obblighi comunitari prevede che le banche di Paesi terzi possano prestare servizi e attività di investimento, con o senza servizi accessori, a clienti al dettaglio o professionali su richiesta, esclusivamente mediante insediamento di succursali nel territorio della Repubblica. La nuova normativa riserva in via residuale a Bankitalia, sentita la Consob e a determinate condizioni, facoltà di concedere l'autorizzazione per lo svolgimento dei servizi di investimento in Italia, con o senza servizi accessori, in regime di libera prestazione di servizi, quindi anche senza l'obbligo di succursale ma solo nei confronti di controparti



qualificate o di clienti professionali. A Bankitalia, sentita la Consob, è riservata poi la possibilità di indicare servizi e attività che le banche di Paesi terzi non possono prestare nel territorio italiano senza presenza di succursali. Grande attenzione del legislatore è rivolta in questo settore al rispetto della normativa antiriciclaggio e alla trasparenza da parte dell'operatore bancario di un Paese terzo. È previsto uno specifico obbligo da parte della banca estera di dimostrare l'equivalenza della normativa antiriciclaggio del Paese di origine con quella vigente a livello europeo e in Italia.

Paolo Francesco Bruno

Partner

Team Contenzioso Finanziario

p.bruno@lascalaw.com

