

---

## Capitolo Primo

---

### **Finalità e contenuti della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e del regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR)**

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Ambito di applicazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e del regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR). – 3. Principi e criteri di delega contenuti nell'art. 9 della legge 9 luglio 2015, n. 114 (legge di delegazione europea 2014).

#### 1. Introduzione

Negli anni novanta il progresso tecnologico e il conseguente boom economico che ne è derivato hanno profondamente cambiato la nostra società e il nostro stile di vita incidendo sul mercato dei valori mobiliari e dei prodotti derivati e, inevitabilmente, sull'intero mondo della finanza che ha registrato in pochi anni una rapida diffusione di strumenti finanziari sempre più complessi. A livello europeo si è, pertanto, ravvisata l'esigenza di una riorganizzazione strutturale del mercato finanziario attraverso l'elaborazione di regole comuni a tutti gli Stati membri. In particolare, l'11 maggio 1999 la Commissione Europea adottava un Piano di azione per i servizi finanziari (*Financial Services Action Plan*, FSAP)<sup>1</sup> in cui elencava le misure legislative da adottare e la tempistica per accelerare e ottimizzare l'introduzione dell'euro, garantendo la stabilità e la competitività dei mercati finanziari dell'Unione Europea. Il Piano aveva lo scopo di favorire la creazione di un mercato interno dei capitali e di armonizzare le regole di vigilanza tra i singoli Stati membri, da un lato per assicurare un quadro giuridico comune per mercati integrati – eliminando eventuali ostacoli alla raccolta di capitali su scala europea e offrendo una cornice normativa unica sull'informazione finanziaria per le società quotate – dall'altro per introdurre regole di trasparenza delle negoziazioni e un'informazione sempre più efficace a tutela degli investitori.

---

<sup>1</sup> Comunicazione della Commissione, 11 maggio 1999, recante “Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione” [COM(1999) 232 def. – Non pubblicata nella Gazzetta Ufficiale]. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM:l24210>.

Tra le iniziative legislative contenute nel Piano quella che ha segnato il definitivo passaggio ad un mercato unico europeo nel settore finanziario è stata certamente la direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari, meglio conosciuta con l'acronimo MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*, approvata dal Parlamento e dal Consiglio Europeo il 20 aprile 2004), che ha abrogato la prima direttiva 93/22/CE sui servizi di investimento, detta ISD (*Investment Services Directive*)<sup>2</sup>. Si tratta del complesso delle norme europee, recepite dall'Italia nel 2007<sup>3</sup>, che regolano i rapporti tra intermediari e clienti, con la finalità di offrire a questi ultimi un livello elevato di protezione e al contempo consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità Europea (cosiddetto *level playing field*).

Con la rapida evoluzione dei mercati e degli strumenti finanziari – si pensi tra tutti ai sistemi di *trading* ad alta frequenza<sup>4</sup> molto utilizzati nelle transazioni sui mercati telematici – la citata direttiva 2004/39/CE si è rivelata via via meno rispondente alle esigenze di un universo finanziario sempre più complesso, pertanto le disposizioni in essa contenute sono state in parte rimesse nella direttiva 2014/65/UE

---

<sup>2</sup> Nell'intervento nel corso del Convegno Atic Forex del 2 febbraio 2007 il dott. Claudio Salini, allora Responsabile della Divisione Mercati e Consulenza Economica della CONSOB, così spiegava questa necessaria abrogazione: “*La passata Direttiva 93/22/CE (ISD1), da un lato, non appariva più in grado di fornire un quadro efficace per l'esercizio dell'attività di investimento a livello transfrontaliero nella EU e, dall'altro, non prevedeva regole di base chiare in materia di concorrenza fra le infrastrutture di negoziazione. In particolare: non prevedeva un sufficiente grado di armonizzazione che consentisse l'effettivo mutuo riconoscimento delle autorizzazioni concesse alle imprese di investimento; conteneva norme di tutela degli investitori ormai obsolete; non prevedeva una gamma di servizi di investimento e di strumenti finanziari in linea con l'evoluzione e l'innovazione registrata nei mercati; non forniva una risposta a questioni regolamentari e di concorrenza sollevate dalla competizione fra le borse e fra queste ultime e le altre sedi di negoziazione emerse nel corso del tempo; non ha evitato l'emergere di approcci diversi nella regolamentazione della struttura dei mercati cui è seguita una notevole diversificazione dei metodi di esecuzione degli ordini, delle norme sulla gestione dei mercati, della portata della concorrenza fra le piattaforme di negoziazione e dei comportamenti dei partecipanti al mercato. In termini molto generali, la MiFID ha preso spunto da tali mancanze – alla base di costi anche per gli intermediari – per realizzare un ambiente regolamentare in grado di assecondare l'innovazione e l'evoluzione dei mercati senza pregiudicare il perseguimento degli obiettivi di tutela dell'investitore e salvaguardia dell'integrità del mercato nonché di promozione di mercati trasparenti ed efficienti.*” [http://www.Consob.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/intervento\\_salini\\_20070202\\_atic\\_forex.htm?hkeywords=&docid=25&page=1&hits=113&nonewsearch=1](http://www.Consob.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/intervento_salini_20070202_atic_forex.htm?hkeywords=&docid=25&page=1&hits=113&nonewsearch=1).

<sup>3</sup> D.Lgs. 17 settembre 2007, n. 164, recante “*Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE*”.

<sup>4</sup> Sono sistemi basati sull'utilizzo di software o hardware di ultima generazione che, attraverso complessi algoritmi, consentono di operare sui mercati finanziari (di azioni, opzioni, obbligazioni o strumenti derivati) con modalità ad alta frequenza, ossia eseguendo ogni giorno un numero altissimo di transazioni con durata variabile (da poche ore fino a frazioni di secondo), con lo scopo di lucrare su margini piccoli ma continui.

(cosiddetta MiFID II)<sup>5</sup> e in parte sostituite dal regolamento (UE) n. 600/2014 (cosiddetto MiFIR) del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014<sup>6</sup>.

I due atti comunitari recepiti nel nostro ordinamento dal D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129, pongono l'accento sulla necessità di maggiori garanzie di trasparenza nelle negoziazioni e di tutela degli investitori, su una più effettiva responsabilizzazione degli intermediari<sup>7</sup> e sul rafforzamento dei poteri delle autorità di vigilanza. Per la prima volta si prevedono misure specifiche in tema di prodotti finanziari – come ad esempio quelle finalizzate a ridurre il rischio di investimenti inadeguati al cliente finale – e si conferisce alle Autorità nazionali, all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA-*European Securities and Markets Authority*) e all'Autorità bancaria europea (EBA-*European Banking Authority* per i depositi strutturati) la facoltà di restringere la negoziazione e il collocamento di alcuni strumenti finanziari nonché le attività o le pratiche finanziarie potenzialmente riduttive della protezione degli investitori, della stabilità finanziaria o dell'ordinato funzionamento dei mercati. Le nuove norme sono, quindi, rivolte alle Società di investimento mobiliare (SIM); alle banche e alle Società di gestione del risparmio (SGR) che prestano servizi di investimento; ai gestori di mercati regolamentati, ma anche, come illustreremo nei prossimi paragrafi, agli operatori del settore dell'energia e delle materie prime (*energy e commodity player*)<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

<sup>6</sup> Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>7</sup> Come vedremo nel corso della trattazione, già la direttiva 2004/39/CE (MiFID) prevedeva l'obbligo a carico dell'impresa di investimento erogante servizi di consulenza o di gestione del portafoglio, di acquisire informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente nel settore finanziario ed ai suoi obiettivi di investimento; con l'approvazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) tali misure di garanzia sono state ulteriormente rafforzate e oggi con l'entrata in vigore del D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129, si impone all'impresa di delineare un profilo dettagliato dell'investitore, valutando l'adeguatezza di ciascun prodotto o servizio alla sua propensione al rischio e alla sua capacità di fronteggiare le perdite che potrebbero derivarne, e di condividere con il cliente gli elementi che fanno ritenere un determinato investimento rispondente alle sue aspettative. Da ultimo, sempre in chiave di trasparenza, le nuove norme ampliano gli obblighi di comunicazione alla clientela su costi e oneri connessi ai servizi di investimento o accessori e tutte le informazioni inerenti tali voci devono essere presentate in forma aggregata, per consentire al cliente di conoscere il costo complessivo ed il suo impatto sul rendimento atteso dall'investimento.

<sup>8</sup> A tale categoria di beni (come petrolio e metalli-*commodity* oppure carbonio-*energy*) si applica la disciplina dei mercati dei prodotti finanziari, in quanto sono da sempre oggetto di negoziazione sui mercati internazionali. In particolare, al commercio di tali beni possono essere collegati vari tipi di strumenti derivati, come ad esempio i *futures* (contratti a termine standardizzati per poter essere negoziati facilmente in una borsa valori).

## 2. Ambito di applicazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e del regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR)

La disciplina contenuta nella direttiva MiFID II – come avvenuto con la precedente direttiva 2004/39/CE (MiFID) – ha l’obiettivo di creare e regolare un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale vengano garantite la trasparenza e la protezione degli investitori: sono, infatti, previste misure che consentono alle imprese di prestare servizi di investimento in tutti gli stati dell’Unione Europea con identiche modalità e condizioni, e al contempo si impone alle stesse di agire sempre nell’interesse del cliente, assicurandogli una corretta informazione e superando tutti i potenziali conflitti tra le parti anche attraverso l’individuazione dell’effettiva propensione al rischio del risparmiatore. Questo nuovo rapporto di fiducia che si vuole instaurare tra l’impresa e l’investitore consente di estendere la disciplina dei mercati degli strumenti finanziari anche a settori di investimento precedentemente non regolati e proprio le nuove norme introdotte con la MiFID II e con il regolamento MiFIR hanno portato un innalzamento del sistema di vigilanza da parte degli organi di controllo e norme sempre più specifiche per le nuove tipologie di strumenti finanziari.

La Direttiva fa riferimento, in particolare, al nuovo servizio di investimento che ha ad oggetto la gestione di sistemi organizzati di negoziazione (*Organised Trading Facilities* – OTF): si tratta di una nuova piattaforma di negoziazione – diversa sia da un mercato regolamentato (come ad esempio la Borsa) sia da un sistema multilaterale di negoziazione (ossia il sistema gestito da un’impresa di investimento che favorisce l’incontro tra interessi multipli di acquisto e di vendita relativi a strumenti finanziari) e più semplice da disciplinare rispetto a questi ultimi in quanto priva di una struttura specifica – che permette la conclusione di contratti tra soggetti terzi. Gli OTF sono unicamente dedicati alla negoziazione di obbligazioni, prodotti finanziari, quote di emissione e derivati e la loro gestione, rientrando, in base alla direttiva del 2014, tra i servizi di investimento, costituisce attività riservata agli intermediari autorizzati; per questo motivo le nuove norme che ne regolano modalità e termini di contrattazione hanno sottratto tali operazioni ai cosiddetti *dark pool*<sup>9</sup> nei mercati azionari.

La direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR hanno, quindi, la finalità di disciplinare in modo più rigoroso i mercati finanziari riconducendo le negoziazioni all’interno di sistemi regolamentati o di internalizzatori sistematici<sup>10</sup>, così da ap-

---

<sup>9</sup> Con il termine *dark pool* si intende una borsa elettronica, spesso alternativa a quella regolamentata, che consente agli investitori di operare in modo anonimo, senza rendere pubblici né i prezzi né i quantitativi delle azioni scambiate.

<sup>10</sup> L’art. 4, par. 1, n. 20, della direttiva 2014/65/UE definisce gli internalizzatori sistematici come imprese di investimento che, in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale, negoziano per conto proprio dando seguito alle indicazioni fornite dai clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione.

plicare le norme sulla trasparenza, già previste nella prima direttiva MiFID, ad un più ampio novero di intermediari e a quegli strumenti negoziati, precedenti o successivi alla contrattazione, fino ad allora non ricompresi tra i tradizionali strumenti finanziari. Il regolamento MiFIR al considerando 6 evidenzia l'importanza di garantire la negoziazione di strumenti finanziari – per quanto possibile – in sedi organizzate e regolamentate e, a tal fine, introduce l'obbligo di negoziare le sole azioni ammesse su mercati regolamentati, su *Multilateral Trading Facilities* (MTF)<sup>11</sup> o su OTF, ovvero azioni negoziate da internalizzatori sistematici esclusivamente presso tali sedi di negoziazione, nel rispetto della normativa comunitaria in materia di trasparenza. Le imprese di investimento potranno, quindi, svolgere attività di negoziazione di azioni anche in sedi diverse da quelle indicate dalla direttiva ma in modo non sistematico, regolare o frequente, oppure in quei casi in cui la negoziazione non contribuisce alla formazione dei prezzi. La direttiva MiFID II disciplina, poi, in modo specifico le negoziazioni effettuate mediante l'utilizzo di algoritmi<sup>12</sup>, obbligando le imprese che svolgono tali attività ad adot-

---

Nella precedente direttiva europea del 2004 tali attività erano regolate in modo meno dettagliato e si richiedeva che l'impresa operasse in modo organizzato con frequenza e sistematicità. Inoltre il regolamento della Comunità Europea 10 agosto 2006, n. 1287 (recepito dall'art. 21 della Delibera CONSOB 29 ottobre 2007, n. 16191, nota anche come "*Regolamento Mercati*"), richiedeva che tale tipologia di impresa avesse un ruolo commerciale importante e fosse gestita in base a regole e procedure non discrezionali (primo criterio), che l'attività fosse svolta da personale o con l'impiego di un sistema automatizzato destinato a tale attività (secondo criterio) e che fosse accessibile ai clienti su base regolare e continua (terzo criterio). Tali precisazioni non risultavano, tuttavia, sufficienti a disciplinare in modo chiaro il ruolo degli internalizzatori sistematici, in quanto i requisiti richiesti si prestavano a interpretazioni diverse, lasciando agli operatori del settore troppa discrezionalità nell'applicazione delle regole imposte dalla prima direttiva MiFID. Si pensi ad esempio alla nozione di *ruolo commerciale importante*: l'aggettivo "importante" poteva essere valutato in relazione alla sede di operatività dell'azienda o alla tipologia di operazioni svolte o ancora in base alla redditività delle negoziazioni; così come il requisito che richiedeva la *presenza di regole e procedure non discrezionali* poteva riguardare l'esistenza di un'unica regolamentazione, di un insieme di procedure o di singoli precetti organizzativi. Tale incertezza applicativa ha portato, nella direttiva MiFID II, ad una riformulazione della nozione di internalizzatori sistematici volta ad estendere anche a tali imprese le nuove norme sulla trasparenza degli strumenti finanziari introdotte a tutela degli investitori.

<sup>11</sup> Le *Multilateral Trading Facilities* (MTF, corrispondenti, secondo la vecchia dizione, agli ATS – *Alternative Trading Systems*) sono circuiti di negoziazione gestiti da soggetti privati che permettono l'acquisto e la vendita – mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali – di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali. Le MTF trattano titoli già quotati presso altri mercati. Analogamente ai mercati organizzati, le MTF svolgono funzioni di organizzazione degli scambi ma, contrariamente ai primi, non possono decretare l'ammissione alle negoziazioni dei titoli oggetto di scambio e sono soggette a regole e procedure di autorizzazione all'operatività in parte diverse da quelle previste per i mercati organizzati.

<sup>12</sup> I considerando dal 59 al 68 della direttiva 2014/65/UE sono espressamente dedicati alle negoziazioni algoritmiche ed alle tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza. In particolare si spiega che la negoziazione algoritmica, molto utilizzata nel mercato degli strumenti finanziari, si esercita attraverso l'impiego di un algoritmo informatizzato che determina automaticamente parametri individuali e taluni aspetti di un ordine con intervento umano minimo o nullo (considerando 59), mentre per

tare sistemi e controlli del rischio, per garantire alle operazioni di negoziazione flessibilità, efficienza e tutte quelle misure necessarie per prevenire l'erronea immissione di ordini o altre disfunzioni che potrebbero pregiudicare la stabilità e il buon andamento del mercato. Al riguardo si legge proprio nella stessa direttiva (considerando 64) che sia le imprese di investimento che le sedi di negoziazione dovrebbero adottare misure efficaci<sup>13</sup> per garantire che le tecniche di negoziazione algoritmica o di negoziazione algoritmica ad alta frequenza non creino un mercato disordinato e che i loro sistemi non siano utilizzati per scopi vietati o per commettere abusi<sup>14</sup>. Risulta, pertanto, auspicabile che le imprese che svolgono

---

negoziazione algoritmica ad alta frequenza si intende un sottoinsieme specifico della prima *“in cui un sistema di negoziazione analizza dati o segnali del mercato a velocità elevata per poi inviare o aggiornare un gran numero di ordini entro un tempo brevissimo in risposta all'analisi. In particolare, la negoziazione algoritmica ad alta frequenza può contenere elementi quali l'inizializzazione, la generazione, la trasmissione e l'esecuzione dell'ordine che sono determinati dal sistema senza intervento umano per ciascun singolo ordine o negoziazione, un tempo breve per la creazione e la liquidazione delle posizioni, un elevato indice giornaliero di rotazione del portafoglio, un elevato rapporto infragiornaliero ordini/operazioni e la chiusura del giorno di negoziazione in una posizione flat, o prossima a essa. La negoziazione algoritmica ad alta frequenza è caratterizzata, tra l'altro, da elevati traffici infragiornalieri di messaggi che costituiscono ordini, quotazioni o cancellazioni.”* (considerando 61).

<sup>13</sup> Nel considerando 63 della direttiva 2014/65/UE si fa riferimento ad una combinazione di misure e controlli specifici del rischio *“che dovrebbero rispecchiare gli orientamenti tecnici adottati dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati istituita dal regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, pubblicati a febbraio 2012 e intitolati «Sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato per piattaforme di negoziazione, imprese di investimento e autorità competenti» («Systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities» – ESMA/2012/122).”* Sul punto occorre altresì far presente che, in data 6 dicembre 2017, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha pubblicato i primi calcoli di trasparenza transitoria MiFID II/MiFIR (TTC-*Transitional Transparency Calculations*) per gli strumenti azionari e obbligazionari. L'operazione è stata effettuata utilizzando i dati forniti da 116 sedi di negoziazione e i calcoli transitori hanno anche incorporato le informazioni sui mercati OTC attraverso le informazioni di TRAX (esattamente 566 strumenti obbligazionari). Tale pubblicazione significa che il TTC per tutte le classi di attività, applicabile dal 3 gennaio 2018, è ora disponibile per gli operatori di mercato, le infrastrutture e le autorità, come richiesto dal nuovo quadro normativo. L'esecuzione del TTC è stata delegata all'AESFEM dalle autorità nazionali competenti, che hanno anche approvato i risultati finali pubblicati. Al riguardo Steven Majoor, presidente dell'ESMA, ha affermato che: *“La pubblicazione odierna dei Transitional Transparency Calculations per obbligazioni e azioni completa la fornitura di dati necessari, da parte dei partecipanti ai mercati finanziari e dei loro supervisori, per l'implementazione di uno degli elementi chiave delle riforme MiFID/MiFIR, mercati dei titoli più trasparenti. ... Tutti i partecipanti al mercato nell'Unione europea e le autorità nazionali garanti della concorrenza hanno ora le informazioni finali necessarie per garantire una transizione senza intoppi verso l'adempimento delle loro responsabilità nell'ambito del nuovo regime”*. (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-key-transparency-calculations-mifidiimifir-implementation>).

<sup>14</sup> Sempre nel considerando 64 della direttiva 2014/65/UE si precisa che *“le sedi di negoziazione dovrebbero inoltre garantire che i loro sistemi di negoziazione siano resistenti e adeguatamente testati per far fronte a un aumento del flusso degli ordini o a condizioni critiche dei mercati e che presso le sedi di negoziazione siano in funzione degli interruttori per arrestare temporaneamente o vincolare le negoziazioni se si verificano all'improvviso movimenti di prezzo inattesi.”*

attività di negoziazione con queste modalità detengono una specifica autorizzazione che ne attesti i requisiti di organizzazione previsti dalla direttiva MiFID II e ne garantiscano un'adeguata vigilanza; a tal fine l'organo preposto è l'ESMA che riveste, tra l'altro, un ruolo di coordinamento, definendo le idonee dimensioni dello scostamento di prezzo così da assicurare l'ordinato funzionamento dei mercati all'interno dell'Unione. L'attività dell'ESMA si inserisce nel più ampio quadro giuridico definito dal regolamento n. 1095/2010/UE che conferisce alla stessa Autorità il compito di istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci per tutti gli Stati membri. Per favorire l'attività di cooperazione e scambio di informazioni tra i vari paesi europei l'ESMA ha, pertanto, divulgato degli orientamenti che, seppur non vincolanti, pongono le basi per interpretazioni ed applicazioni comuni delle nuove disposizioni e per la corretta ottemperanza da parte degli intermediari agli obblighi imposti dalla normativa.

Per quanto concerne poi, i rapporti con i paesi terzi, la direttiva MiFID II ha assunto un ruolo fondamentale a livello internazionale su tutte le questioni attinenti alla regolamentazione finanziaria degli Stati membri: in particolare si introduce un regime unico di accesso ai mercati dell'Unione da parte di soggetti con sede legale in un paese terzo, che si fonda su una valutazione di equivalenza svolta dalla Commissione europea<sup>15</sup> con riferimento alla prestazione di servizi e alle attività di investimento su base transfrontaliera nei confronti di investitori professionali e di controparti qualificate.

Un'altra nuova categoria di strumenti finanziari, disciplinata dalla MiFID II, è costituita dalle quote di emissione di gas ad effetto serra che, con l'entrata in vigore della direttiva 2003/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (siglata il 13 ottobre 2003 in materia di sistemi per lo scambio di quote di emissione), rappresentano un innovativo strumento di politica ambientale per incentivare gli Stati membri ad uniformarsi agli impegni assunti con la ratifica del Protocollo di Kyoto del 1997 sulla riduzione dei livelli di emissione di gas serra. L'autorità regolamentare di ciascuno Stato membro assegna, pertanto, sulla base di un piano nazionale, un numero determinato di quote di emissione di CO<sub>2</sub> alle imprese che, nell'ambito del proprio ciclo produttivo, necessitano di emettere gas a effetto serra e sono autorizzate a partecipare ai sistemi di negoziazione. Quando l'assegnazione delle quote di emissione è in quantità superiore rispetto al fabbisogno dei gestori di impianti che emettono gas serra, questi ultimi procedono alla vendita delle quote in eccesso che possono essere acquistate dalle imprese cui è stato attribuito un numero di quote inferiore a quello necessario. L'attività di negoziazione delle quote di gas serra è stata a lungo priva di una specifica regolamentazione e tale lacuna normativa ha favorito il diffondersi di pratiche fraudolente nel mer-

---

<sup>15</sup> Per un periodo transitorio di tre anni e, successivamente, in pendenza delle valutazioni di equivalenza da parte della Commissione UE, saranno comunque applicabili le disposizioni degli ordinamenti nazionali circa l'accesso al mercato domestico da parte di intermediari di Paesi terzi (artt. 46 e ss. MiFIR).

cato secondario a pronti delle quote di emissione, che hanno reso necessario un intervento dell'UE per rafforzare la trasparenza ed aumentare la sicurezza degli scambi negli *emissions trading systems* (sistemi di mercato delle emissioni) europei. Da tale esigenza nascono le norme contenute nella direttiva MiFID II che, per la prima volta, inseriscono nell'elenco degli strumenti finanziari anche le quote di emissione di gas serra al fine di ricondurne la contrattazione ad un'area di competenza delle banche e degli intermediari finanziari.

Ulteriori importanti novità introdotte nella direttiva riguardano, poi, l'estensione delle regole di condotta<sup>16</sup> anche all'offerta e alla consulenza sui depositi strutturati, e l'introduzione di misure più restrittive su alcuni regimi di esenzione degli obblighi – già previsti dalla prima direttiva MiFID – applicabili agli intermediari che operano nei mercati delle materie prime e ai *market makers*<sup>17</sup>.

In particolare la direttiva MiFID II introduce alcune di queste modifiche attraverso la riformulazione delle norme già in vigore, come avviene ad esempio per le esenzioni relative alla prestazione di servizi di negoziazione intragruppo che restano in vigore ma non si applicano alle *joint-ventures*<sup>18</sup>, in quanto queste ultime non rientrano nel concetto di gruppo. Anche le esenzioni dai requisiti di autoriz-

---

<sup>16</sup> La prima direttiva MiFID ha fortemente valorizzato il legame tra regole di organizzazione interna del soggetto e regole di condotta, ossia tra struttura e funzionamento dell'impresa di investimento e obblighi di garanzia nei confronti dei clienti. Si tratta di un principio già presente anche nella previgente normativa, ma di cui la MiFID ha fatto un pilastro su cui fondare l'intera disciplina dei mercati degli strumenti finanziari, come avvenuto ad esempio per le regole in materia di conflitti di interesse e di *best execution*. In sede comunitaria si è, pertanto, optato per una chiara differenziazione e graduazione delle regole di condotta per gli intermediari, in relazione ai differenti servizi prestati e alla tipologia di clienti coinvolti: da un lato si ponevano i servizi di "gestione di portafogli" e di "consulenza in materia di investimenti" e dall'altro i servizi più tipicamente esecutivi di ordini dei clienti. Tale orientamento ha trovato realizzazione nell'obbligo di valutazione della coerenza degli investimenti rispetto al profilo dell'investitore; anche in questo caso, la prima direttiva MiFID ha introdotto una gradualità a seconda degli strumenti finanziari in oggetto. Si richiedeva infatti una valutazione piena (adeguatezza) per l'attività inerente servizi di consulenza e gestione, una valutazione calibrata su specifici parametri soggettivi dell'investitore (appropriatezza) per i servizi più propriamente esecutivi, e non venivano prescritte particolari valutazioni per i servizi costituiti dalla "mera esecuzione" degli ordini (*execution only*). Anche la classificazione dei clienti – suddivisi in tre categorie (al dettaglio, professionali, controparti qualificate) – incideva sugli assetti delle tutele assicurate dalla disciplina europea (Cfr. *Il nuovo regolamento intermediari tra disciplina comunitaria e scelte nazionali* a cura della CONSOB, 20 luglio 2007).

<sup>17</sup> Per *market maker* o *dealer* si intende quel soggetto che, trattando un ingente numero di titoli, si impegna a garantirne prezzi costanti di acquisto e di vendita. Il termine deriva, pertanto, dalla possibilità del *dealer* di creare e gestire un dato mercato pubblicando per il titolo quotato in borsa in suo possesso, un prezzo di vendita e uno di acquisto su cui gli investitori possono fare affidamento. Il guadagno del *market maker* è proporzionale allo *spread* sul titolo, ossia alla differenza tra prezzo in denaro (il prezzo a cui è disposto ad acquistare il titolo) e prezzo in lettera (quello a cui è disposto a vendere il titolo).

<sup>18</sup> Per *joint venture* si intende l'accordo di collaborazione tra due o più soggetti, generalmente imprese, per la realizzazione di un progetto comune (sia esso di natura industriale o commerciale) o per la condivisione di sinergie, *know-how* o capitale nell'esercizio dell'attività produttiva.

zazione previste per le *Commodity Firms* (imprese di materie prime) e per i soggetti che negoziano esclusivamente in conto proprio sono state oggetto di modifica, precisando che questi ultimi non possono usufruire di detti benefici quando i loro volumi di contrattazione in strumenti finanziari risultino sproporzionati rispetto alla loro attività principale; né tale disciplina agevolata può applicarsi ai *market makers*, ai soggetti che fanno ricorso a tecniche di negoziazione ad alta frequenza o ai soggetti che eseguono gli ordini della clientela, poiché in base alle nuove norme le modalità imprenditoriali e su larga scala con cui conducono le operazioni finanziarie non sono assimilabili a quelle tradizionalmente adottate dal soggetto che esercita per conto proprio.

Come anticipato in premessa, il principio ispiratore della direttiva MiFID II è dettato dall'esigenza di intensificare le garanzie a tutela degli investitori, fissando regole certe cui le imprese di investimento, operanti negli Stati membri, devono attenersi per offrire ai propri clienti prodotti finanziari commisurati alle loro esigenze e caratteristiche, e un'adeguata protezione sui prodotti e sui beni oggetto dell'investimento. L'evoluzione legislativa ha profondamente modificato il rapporto tra investitore (oggi utilizzatore e non più acquirente) e consulente (oggi fornitore di un servizio anziché venditore di un prodotto), e lo stesso servizio fornito si basa su suggerimenti di investimento, ossia "*raccomandazioni personalizzate*" su una o più operazioni aventi ad oggetto un determinato strumento finanziario, proposte dall'intermediario autorizzato su propria iniziativa o su richiesta del cliente: "*La personalizzazione del consiglio implica che le raccomandazioni siano presentate come 'adatte' al cliente, ossia basate sulle sue personali caratteristiche*"<sup>19</sup>. Proprio per questo motivo la nuova direttiva attribuisce all'Autorità europea per gli strumenti finanziari ed i mercati (ESMA), all'Autorità bancaria europea<sup>20</sup> (EBA) e alle autorità di vigilanza nazionali (CONSOB e Banca d'Italia per il nostro Paese) il compito di valutare la corrispondenza alle regole europee dei prodotti finanziari immessi sul mercato con la facoltà di vietarne temporaneamente la commercializzazione e la distribuzione qualora li ritengano dannosi per la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle contrattazioni e gli interessi degli investitori.

Gli obblighi di verifica sull'adeguatezza degli investimenti prevedono una serie di prestazioni e di competenze più specifiche per gli intermediari: i soggetti che forniscono servizi di consulenza devono precisare se la valutazione effettuata ha carattere continuativo e se forniranno comunicazioni periodiche al riguardo;

---

<sup>19</sup> A. GENOVESE, "I servizi di consulenza finanziaria in Italia. Verso nuove relazioni fra utilizzatori e fornitori?" – Intervento introduttivo al Seminario CONSOB – LUISS CasmeF – Rivista *Minerva Bancaria*, su "*La domanda di consulenza finanziaria in Italia: determinanti e prospettive di sviluppo*", Roma, 6 dicembre 2016, in [http://www.Consob.it/documents/11973/1093432/20161206\\_Genovese/a6dbe942-3d78-4243-8aa1-a75319b8f8ff](http://www.Consob.it/documents/11973/1093432/20161206_Genovese/a6dbe942-3d78-4243-8aa1-a75319b8f8ff).

<sup>20</sup> L'Autorità bancaria europea (EBA), in particolare, garantisce un livello di regolamentazione del settore bancario, uniforme in tutti gli stati europei e, in base alla MiFID II, esercita uno specifico controllo sull'adeguatezza dei depositi strutturati dei mercati degli strumenti finanziari europei.

devono altresì dare informazioni sul costo del servizio<sup>21</sup>, sul tipo e le modalità di consulenza offerta (su base indipendente o no) – con particolare riferimento alla gamma di prodotti su cui sono orientate le raccomandazioni personalizzate ai clienti –, nonché sui motivi che hanno indotto il consulente a proporre gli investimenti oggetto della consulenza ritenendoli rispondenti alle aspettative dell'investitore (art. 24, par. 4, lett. a), e considerando 72 direttiva MiFID II). L'impresa di investimento che fornisce servizi di consulenza o di gestione del portafoglio deve, pertanto, delineare un profilo del cliente acquisendo informazioni in merito alle sue conoscenze ed esperienze e ai suoi obiettivi in materia di investimenti (il considerando 71 della direttiva MiFID II, nel chiarire la finalità e l'ambito di applicazione della *Product Governance*, evidenzia infatti la necessità per le imprese di investimento di identificare preventivamente quale sia la categoria di clienti di riferimento – clientela target – per la quale determinati prodotti e servizi finanziari sono stati concepiti e alla quale possono essere offerti e raccomandati)<sup>22</sup>, nonché

---

<sup>21</sup> L'art. 24, par. 4, della direttiva 2014/65/UE prevede espressamente: “*b) le informazioni sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte 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 di cui al paragrafo 2; c) le informazioni su tutti i costi e gli oneri connessi, devono comprendere informazioni relative sia ai servizi d'investimento che ai servizi accessori, anche sul costo eventuale della consulenza, ove rilevante, sul costo dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita al cliente e sulle modalità di pagamento da parte di quest'ultimo, includendo anche eventuali pagamenti a terzi. Le informazioni sui costi e oneri, compresi quelli connessi al servizio d'investimento e allo strumento finanziario, non causati dal verificarsi da un rischio di mercato sottostante, devono essere presentate in forma aggregata per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica. Laddove applicabile, tali informazioni sono fornite al cliente con periodicità regolare, e comunque almeno annuale, per tutto il periodo dell'investimento.*”

<sup>22</sup> Il considerando 71 della direttiva 2014/65/UE così recita: “*(71) Gli Stati membri dovrebbero provvedere affinché le imprese di investimento agiscano nel migliore interesse dei clienti e siano in grado di rispettare gli obblighi stabiliti dalla presente direttiva. Le imprese di investimento dovrebbero conseguentemente comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati nonché istituire e riesaminare politiche e disposizioni efficaci per identificare la categoria di cliente alla quale fornire i prodotti e i servizi. Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari garantiscano che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti, adottino provvedimenti ragionevoli per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato e riesaminano regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono e il loro rendimento. Le imprese di investimento che offrono o raccomandano ai clienti strumenti finanziari che non sono state loro a realizzare dovrebbero disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le pertinenti informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto che offrono o raccomandano. Tale obbligo dovrebbe applicarsi senza arrecare pregiudizio alla valutazione dell'adeguatezza o idoneità che le imprese di investimento dovranno successivamente effettuare nella fornitura di servizi di investimento a ciascun cliente, sulla base delle sue esigenze, caratteristiche e obiettivi personali. Al fine di garantire*

sulla sua capacità di ammortizzare eventuali perdite e sulla sua predisposizione al rischio.

Le nuove norme si applicano anche all'attività di consulenza – intesa come servizio di investimento alla clientela al dettaglio (*retail*) – e, in particolare, a quella offerta su base indipendente che viene disciplinata per la prima volta prevedendo l'obbligo di informare il cliente sulla modalità con cui la consulenza è fornita<sup>23</sup>: in realtà la direttiva MiFID II non effettua alcuna distinzione sui servizi di consulenza in materia di investimenti, ma detta regole differenti a seconda delle procedure o dei livelli di servizio offerti nell'ambito della consulenza stessa. La disciplina comunitaria non dà, quindi, una definizione di consulenza su base indipendente, trattandosi di uno specifico modello che si inquadra nel più ampio concetto del servizio di consulenza in materia di investimenti, ma si limita ad indicare due condizioni necessarie affinché una consulenza possa essere qualificata su base indipendente: la prima prevede il divieto per l'intermediario di percepire e trattenere incentivi, salvi i c.d. *minor non monetary benefits*<sup>24</sup>, la seconda elenca i requisiti degli strumenti finanziari oggetto della consulenza su base indipendente che devono essere “*sufficientemente diversificati*” e garantire “*l'indipendenza della consulenza prestata*”<sup>25</sup>.

---

*che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati soltanto se sono nell'interesse del cliente, le imprese di investimento che offrono o raccomandano il prodotto realizzato da imprese non soggette ai requisiti in materia di governance dei prodotti di cui alla presente direttiva o da imprese di paesi terzi dovrebbero anch'esse disporre di meccanismi adeguati per ottenere informazioni sufficienti sugli strumenti finanziari in questione.”*. Sul punto occorre ricordare che la disciplina dei mercati finanziari precedente le direttive MiFID prevedeva il solo obbligo per l'intermediario di fornire agli investitori, nell'offerta di servizi finanziari, tutte le informazioni utili affinché gli stessi potessero scegliere operazioni adeguate alle loro esigenze. Con la direttiva 39/2004/CE del 21 aprile 2004 (MiFID I) si è fatto un importante passo avanti stabilendo che, nella prestazione dei servizi, gli intermediari debbano agire nell'interesse dei loro clienti e nel rispetto di una serie di obblighi comportamentali nei confronti dell'investitore. Da ultimo, con la direttiva MiFID II (in linea con il riportato considerando 71) si regolano i principi generali della nuova disciplina e si dettano, in particolare, specifici requisiti organizzativi (art. 16, par. 3), disposizioni per garantire la protezione e l'informazione del cliente (art. 24) e precisi obblighi di competenza e professionalità per le imprese di investimento e per i loro organi di gestione (art. 9).

<sup>23</sup> Per garantire la massima trasparenza sul servizio offerto occorre *in primis* che l'impresa di investimento informi il cliente sul carattere indipendente o meno della consulenza che intende fornire.

<sup>24</sup> L'art. 24, par. 7, lett. b), della direttiva 2014/65/UE stabilisce che l'intermediario che presta consulenza su base indipendente “*non accetta e trattiene 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. 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; tali benefici sono esclusi dalla presente disposizione*”. Ne consegue che l'impresa di investimento deve versare immediatamente in favore del cliente ogni tipo di incentivo ricevuto, con il divieto che tali somme vadano a compensare la parcella sulla consulenza fornita.

<sup>25</sup> L'art. 24, par. 7, lett. a), della direttiva 2014/65/UE prevede che l'intermediario che presta il

In conclusione possiamo affermare che la nuova direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR del Parlamento europeo e del Consiglio hanno aggiornato e integrato la precedente disciplina a tutela dell'investitore, dettando norme specifiche sulla *Product Governance*, ossia sulla creazione e la distribuzione degli strumenti finanziari, e sulla *Product Intervention*, che introduce nuovi poteri di controllo per l'ESMA e le autorità di vigilanza nazionali al fine di limitare o addirittura interrompere la commercializzazione di alcuni prodotti qualora fossero ritenuti rischiosi per i risparmiatori. In particolare, le nuove regole sulla distribuzione e sulla consulenza al cliente, incidono anche sulla realizzazione dei prodotti finanziari da parte delle cosiddette società-prodotto (*Manufacturer*), le quali operano avendo come priorità l'interesse dei clienti: la *Product Governance* si articola, quindi, in una serie di regole di condotta attinenti sia la fase di ideazione degli strumenti finanziari destinati alla vendita (*Manufacturing*), sia quella di distribuzione (*Distribution*), per la quale il Legislatore europeo ha previsto degli obblighi specifici a carico dell'impresa di investimento, che dovrà conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, verificarne la compatibilità con le esigenze della propria clientela e accertare l'interesse effettivo di quest'ultima a tali prodotti.

Sono quindi previsti, all'interno della direttiva MiFID II, una serie di criteri organizzativi che regolano i rapporti tra produttori e distributori di strumenti finanziari, prescrivendo ai primi di definire ed applicare un'apposita procedura di approvazione per ogni strumento finanziario prima della sua commercializzazione o distribuzione alla clientela, e ai secondi di favorire strategie distributive adeguate alle caratteristiche del mercato di riferimento<sup>26</sup>.

La tutela dell'investitore nella nuova disciplina comunitaria consta, quindi, di una fase *ex ante* (*Product Governance*), una fase intermedia relativa al rapporto tra impresa e cliente (distribuzione, consulenza etc.), e una fase *ex post* (*Product Intervention*), e mira a garantire la trasparenza e la stabilità dei mercati degli strumenti finanziari.

Sul piano strettamente procedurale – per conseguire in tutto il territorio dell'Unione le stesse finalità – la direttiva (UE) 2016/1034<sup>27</sup> ha prorogato la data di recepimento del nuovo quadro normativo sulla disciplina dei mercati finanziari,

---

servizio di consulenza su base indipendente è tenuto a valutare una “*congrua gamma di strumenti finanziari (...) sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti (...) e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti: i) dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o ii) da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici – come un rapporto contrattuale – tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata*”.

<sup>26</sup> A tal fine si fissano nuove regole anche in materia di remunerazione interna degli agenti collegati, che in Italia sono perlopiù rappresentati dai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (ex promotori finanziari), e si vieta espressamente ogni tipo di incentivo alla vendita di prodotti solo perché più convenienti o perché garantiscono commissioni più elevate.

<sup>27</sup> Direttiva (UE) 2016/1034 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (Testo rilevante ai fini del SEE).

posticipando l'applicazione della direttiva MiFID II al 3 gennaio 2018 e fissando al 3 luglio 2017 il termine entro cui gli Stati membri dovevano adottare e pubblicare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per uniformarsi alla direttiva.

### 3. Principi e criteri di delega contenuti nell'art. 9 della legge 9 luglio 2015, n. 114 (legge di delegazione europea 2014)

Come tutte le direttive europee<sup>28</sup> anche la MiFID II, per essere operativa nel nostro sistema giuridico, necessita di un atto normativo *ad hoc* e, a tale scopo, il Legislatore italiano ha previsto all'art. 9 della legge di delegazione europea 2014 (legge n. 114 del 2015)<sup>29</sup> i principi e i criteri direttivi cui il Governo ha dovuto

---

<sup>28</sup> Come previsto dall'art. 288, par. 3, del *Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea* (TFUE), "La direttiva vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi."

<sup>29</sup> Ai sensi della legge n. 234 del 2012, il disegno di legge di delegazione europea deve essere presentato dal Governo alle Camere entro il 28 febbraio di ogni anno, con indicazione dell'anno di riferimento. Quello relativo al 2014 è stato approvato dal Consiglio dei ministri il 30 ottobre 2014 e presentato al Senato in data 5 febbraio 2015. Nel corso dell'esame parlamentare, il testo del Governo (S. 1758) è stato modificato e ampliato in modo significativo con riguardo agli articoli (che sono passati da 11 a 21), alle direttive da recepire (passate da 41 a 59), ai regolamenti (passati da 4 a 6) e alle decisioni quadro (passate da 6 a 10). Come si legge nell'intervento in Aula della sen. Guerra, relatrice del provvedimento (seduta n. 448 del 13 maggio 2015 dell'Assemblea del Senato della Repubblica) il pacchetto di direttive il cui recepimento viene delegato al Governo con la legge di delegazione europea 2014 "interviene in modo molto significativo e molto ampio, anche in ragione del lavoro prezioso fatto in Commissione, sui mercati bancari e finanziari, con la finalità di creare un quadro organico di regolamentazione che abbia diverse finalità: la stabilità e la trasparenza dei mercati, ma anche la tutela dei risparmiatori e degli investitori. Le direttive più significative riguardano sicuramente il processo di realizzazione dell'Unione bancaria europea, che vengono finalmente recepite nel nostro ordinamento e che, come tutti sapete, sono finalizzate a creare un quadro finanziario integrato con l'obiettivo di integrare la stabilità finanziaria e ridurre al minimo il costo del fallimento delle banche. Gli articoli del disegno di legge al nostro esame si occupano dei tre pilastri fondamentali dell'Unione bancaria europea. All'articolo 3 è disciplinato il meccanismo di vigilanza unica, previsto dal Regolamento n. 1024 del 2013, già operativo nel nostro ordinamento, ma che deve essere recepito per motivi di coordinamento, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, in cooperazione con le autorità di vigilanza nazionale dei Paesi partecipati. All'articolo 7 abbiamo la disciplina relativa alle crisi bancarie per limitare, attraverso un sistema di sorveglianza armonizzato, sia i pericoli derivanti dalle crisi bancarie, che il ricorso al finanziamento pubblico per salvare gli istituti, con strumenti di carattere preventivo, di intervento immediato e di risoluzione delle crisi. ... Il terzo pilastro è relativo ai sistemi di garanzia dei depositi, di cui si parla all'articolo 6, che innovativamente impone un passaggio da un sistema di contribuzione *ex post*, in cui i fondi vengono chiamati in caso di necessità, ad un sistema di contribuzione *ex ante*, in cui i fondi vengono invece versati periodicamente fino ad una percentuale prestabilita dei depositi protetti. La Commissione è intervenuta anche in questo caso, indicando criteri che riguardano i depositi che beneficiano della copertura e dei sistemi di garanzia, la tempistica dei rimborsi, la copertura e così via. Accanto a questo pacchetto relativo all'Unione bancaria europea, mi preme ricordare il pacchetto MiFID2 e Mi-

conformarsi nell'esercizio della delega per il recepimento della nuova disciplina sui mercati degli strumenti finanziari. Tale norma, modificata nel corso dell'esame al Senato, contiene la delega per l'attuazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e per l'applicazione del regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR), e prevede che l'ordinamento italiano si conformi alla nuova disciplina europea mediante l'aggiornamento del Testo unico sulla finanza (TUF), di cui al D.Lgs. n. 58 del 1998, e l'adozione di alcune necessarie integrazioni della precedente normativa incentrata sui mercati azionari regolamentati (art. 9, lett. a), legge n. 114 del 2015).

In particolare, l'art. 9 della legge n. 114 del 2015 dedica ampio spazio al recepimento degli elementi *“di vigilanza, collaborazione e controllo dell'applicazione della normativa da parte delle autorità competenti”*<sup>30</sup>, anche in virtù del combinato disposto della direttiva MiFID II (considerando 7) e del regolamento MiFIR, che evidenzia espressamente l'esigenza di disciplinare *“i poteri delle autorità di vigilanza degli Stati membri d'origine e di quelli ospitanti nonché il regime sanzionatorio”*<sup>31</sup>. Sul punto la lett. b) del citato art. 9 prevede, infatti, che il Governo nell'esercizio della delega è tenuto a designare, ai sensi degli artt. 67<sup>32</sup> e

---

*FIR, in materia di mercati degli strumenti finanziari e dei servizi di investimento, per rafforzare la disciplina del mercato mobiliare, dotando le autorità di vigilanza di poteri incisivi. Un percorso che abbiamo intrapreso mentre il Parlamento era comunque impegnato in un'analogha operazione che riguardava il comparto bancario con la CRDIV e il relativo Regolamento CRR che recepiscono nel nostro ordinamento il terzo Accordo di Basilea. C'è stata quindi un'interazione tra questi due processi e una necessità di coordinamento, operata dalla Commissione con ulteriori precisazioni e interventi volti a garantire efficienza ed efficacia all'azione di vigilanza e a semplificare gli oneri sui soggetti vigilati.”*, in [http://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/ frame.jsp?tipodoc=Resaula&leg=17&id=914510](http://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/frame.jsp?tipodoc=Resaula&leg=17&id=914510).

<sup>30</sup> Art. 1, comma 2, lett. e), della direttiva 2014/65/UE.

<sup>31</sup> Al riguardo, lo stesso Legislatore europeo spiega che, a fronte delle carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari e della rapida evoluzione degli stessi, è emersa *“la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, anche quando la negoziazione in tali mercati avviene fuori borsa (OTC), al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti.”* (considerando 4, direttiva 2014/65/UE).

<sup>32</sup> Direttiva 2014/65/UE, Titolo VI (Autorità competenti), Capo I (Designazione, poteri e procedure di ricorso), Art. 67 (Designazione delle autorità competenti). *“1. Gli Stati membri designano le autorità competenti per lo svolgimento di ognuna delle funzioni previste dalle differenti disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 e dalla presente direttiva. Gli Stati membri informano la Commissione, l'ESMA e le autorità competenti degli altri Stati membri dell'identità delle autorità competenti responsabili dello svolgimento di ognuno dei compiti, e di ogni eventuale divisione degli stessi. 2. Le autorità competenti di cui al paragrafo 1 sono autorità pubbliche, fatta salva la possibilità di delegare funzioni ad altri soggetti, quando ciò sia espressamente previsto all'articolo 29, paragrafo 4. Qualsiasi delega di funzioni a soggetti diversi dalle autorità di cui al paragrafo 1 non può comportare l'esercizio di pubblici poteri né l'uso di poteri discrezionali di giudizio. Gli Stati membri stabiliscono che, prima di conferire la delega, le autorità competenti adottino ogni misura ragionevole per assicurare che il soggetto al quale devono essere delegate funzioni abbia la capaci-*

68<sup>33</sup> della direttiva MiFID II, la Banca d'Italia e la CONSOB quali autorità competenti per lo svolgimento delle funzioni previste dalla nuova normativa europea – nel rispetto della ripartizione dei compiti di vigilanza indicati nel TUF – con l'obiettivo di semplificare e ridurre, ove possibile, gli oneri per i soggetti vigilati. Si dispone, altresì, che vengano assegnati alle autorità così individuate, i poteri di vigilanza e di indagine introdotti dalla direttiva e dal regolamento (art. 9, lett. d), legge n. 114 del 2015) e che le stesse in base alle rispettive competenze – attribuite secondo le finalità indicate all'art. 5, commi 2 e 3, del TUF<sup>34</sup> – o d'intesa su

---

*tà e le risorse per assolverle tutte con efficacia; la delega ha luogo solo se è stato fissato un quadro chiaramente definito e documentato per l'esercizio delle funzioni delegate, che stabilisca le funzioni che devono essere espletate e le condizioni di tale espletamento. Dette condizioni includono una clausola che obbliga il soggetto in questione ad agire e a essere organizzato in modo da evitare conflitti di interesse, per far sì che le informazioni ottenute nell'espletamento delle funzioni delegate non siano utilizzate impropriamente o per impedire la concorrenza. La responsabilità finale della vigilanza sul rispetto della presente direttiva e delle misure di esecuzione spetta all'autorità competente o alle autorità competenti designate a norma del paragrafo 1. Gli Stati membri informano la Commissione, l'ESMA e le autorità competenti degli altri Stati membri di eventuali accordi relativi alla delega di compiti, comprese le condizioni precise che disciplinano la delega. 3. L'ESMA pubblica sul suo sito web l'elenco delle autorità competenti di cui ai paragrafi 1 e 2 e ne cura l'aggiornamento."*

<sup>33</sup> Direttiva 2014/65/UE, Titolo VI (Autorità competenti), Capo I (Designazione, poteri e procedure di ricorso), Art. 68 (Collaborazione tra autorità nello stesso Stato membro). "1. Se uno Stato membro designa più di un'autorità competente per l'applicazione di una disposizione della presente direttiva o del regolamento (UE) n. 600/2014, i ruoli di tali autorità sono definiti con chiarezza ed esse collaborano strettamente. 2. Ciascuno Stato membro prescrive che tale collaborazione avvenga anche tra le autorità competenti ai fini della presente direttiva o del regolamento (UE) n. 600/2014 e le autorità dello stesso Stato membro preposte alla vigilanza sugli enti creditizi e altri istituti finanziari, sui fondi pensione, sugli OICVM, sugli intermediari assicurativi e riassicurativi, e sulle imprese di assicurazioni. 3. Gli Stati membri prescrivono che le autorità competenti scambino le informazioni essenziali o pertinenti ai fini dell'espletamento delle loro funzioni e dei loro compiti."

<sup>34</sup> D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico sulla finanza), Art. 5 (Finalità e destinatari della vigilanza): "1. La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. 2. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari. 3. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. 4. La Banca d'Italia e la Consob esercitano i poteri di vigilanza nei confronti dei soggetti abilitati; ciascuna vigila sull'osservanza delle disposizioni legislative e regolamentari secondo le competenze definite dai commi 2 e 3. 5. La Banca d'Italia e la Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si danno reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza. 5-bis. La Banca d'Italia e la Consob, al fine di coordinare l'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati, stipulano un protocollo d'intesa, avente ad oggetto: a) i compiti di ciascuna e le modalità del loro svolgimento, secondo il criterio della prevalenza delle funzioni di cui ai commi 2 e 3; b) lo scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell'e-

specifici aspetti, possano far ricorso alla normazione secondaria<sup>35</sup> e in particolare alla potestà regolamentare di cui all'art. 6, comma 2-*bis*, del TUF<sup>36</sup> (art. 9, lett. c) ed e), legge n. 114 del 2015).

All'art. 9, lett. f), della legge di delegazione europea 2014 si precisa, inoltre, che alla CONSOB sono attribuiti poteri di vigilanza e di indagine e, ove opportuno, la facoltà di adottare – sentita la Banca d'Italia – disposizioni di fonte secondaria per stabilire specifici requisiti su sistemi e controlli, anche di natura organizzativa e procedurale, di cui devono dotarsi le banche e le imprese di investimento nella gestione di sedi di negoziazione e, per l'attività di negoziazione algoritmica, gli stessi partecipanti alle sedi di negoziazione. Il medesimo potere può essere esercitato per dettare norme secondarie applicabili ai soggetti che gestiscono il consolidamento dei dati, i canali di pubblicazione delle informazioni sulle negoziazioni ed i canali per la segnalazione alla stessa CONSOB delle informazioni sulle operazioni concluse su strumenti finanziari (art. 9, lett. g), legge n. 114 del 2015). La Banca d'Italia, di contro, nell'ambito delle sue funzioni di vigilanza è tenuta ad acquisire obbligatoriamente il parere preventivo della CONSOB prima di procedere al rilascio in favore di un istituto bancario dell'autorizzazione alla prestazione dei servizi e delle attività d'investimento (art. 9, lett. h), legge n. 114 del 2015).

Nell'ambito, poi, di una più ampia riforma della normativa sull'operatività transfrontaliera delle Società di Intermediazione Mobiliare (SIM)<sup>37</sup> e della proce-

---

*esercizio dell'attività di vigilanza. 5-ter. Il protocollo d'intesa di cui al comma 5-bis è reso pubblico dalla Banca d'Italia e dalla Consob con le modalità da esse stabilite ed è allegato al regolamento di cui all'articolo 6, comma 2 bis.*" (come modificato dall'art. 2 del D.Lgs. 17 settembre 2007, n. 164; si veda anche il regolamento congiunto Banca d'Italia/CONSOB del 29 ottobre 2007, pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* 2 novembre 2007, n. 255 e nel *Bollettino CONSOB*, n. 10.2, ottobre 2007).

<sup>35</sup> Si richiede, in particolare, che nel ricorso alla disciplina secondaria la CONSOB possa adottare dei provvedimenti, sentita la Banca d'Italia, e viceversa la stessa Banca d'Italia debba consultare la CONSOB.

<sup>36</sup> D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*Testo unico sulla finanza*), Art. 6 (*Vigilanza regolamentare*). "... 2-*bis*. La Banca d'Italia e la Consob disciplinano congiuntamente mediante regolamento, con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché alla gestione collettiva del risparmio, gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di: a) governo societario, requisiti generali di organizzazione, sistemi di remunerazione e di incentivazione; b) continuità dell'attività; c) organizzazione amministrativa e contabile, compresa l'istituzione della funzione di cui alla lettera e); d) procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio; e) controllo della conformità alle norme; f) gestione del rischio dell'impresa; g) audit interno; h) responsabilità dell'alta dirigenza; i) trattamento dei reclami; j) operazioni personali; k) esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o attività; l) gestione dei conflitti di interesse, potenzialmente pregiudizievoli per i clienti; m) conservazione delle registrazioni; n) procedure anche di controllo interno, per la percezione o corresponsione di incentivi."

<sup>37</sup> Le società di intermediazione mobiliare sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla CONSOB e sono autorizzate all'esercizio professionale dei servizi di investimento con il pub-

dura di autorizzazione delle imprese di investimento extracomunitarie per la prestazione in Italia di servizi e attività di investimento, si propone di attribuire alla CONSOB, sentita la Banca d'Italia, i relativi poteri di autorizzazione e per le citate imprese di investimento extracomunitarie, indipendentemente dalla circostanza che forniscano o meno servizi accessori nei confronti dei clienti al dettaglio o dei clienti professionali, si prescrive – in conformità con l'art. 39 della direttiva MiFID II<sup>38</sup> – l'obbligo di stabilimento di una succursale nel territorio italiano (art. 9, lett. i) e l), legge n. 114 del 2015).

La legge di delegazione europea 2014 (art. 9, lett. m)<sup>39</sup> prevede inoltre alcune

---

blico nei mercati regolamentati italiani, comunitari ed extracomunitari riconosciuti dalla CONSOB stessa.

<sup>38</sup> Direttiva 2014/65/UE, Titolo II (*Condizioni per l'autorizzazione e l'esercizio delle attività applicabili alle imprese di investimento*), Capo IV (*Prestazione di servizi di investimento e attività da parte di imprese di paesi terzi*), Sezione 1 (*Prestazione di servizi di investimento o esercizio di attività di investimento mediante lo stabilimento di succursali*). Art. 39 (*Stabilimento di una succursale*). "1. Gli Stati membri possono prescrivere che le imprese di paesi terzi che intendono prestare servizi di investimento o esercitare attività di investimento con o senza servizi accessori a clienti al dettaglio o a clienti professionali ai sensi dell'allegato II, sezione II, sul proprio territorio stabiliscano una succursale nello Stato membro in questione. 2. Ove uno Stato membro prescriva che le imprese di paesi terzi che intendono prestare servizi di investimento o esercitare attività di investimento con o senza servizi accessori nel suo territorio creino una succursale, quest'ultima ottiene l'autorizzazione preventiva dalle autorità competenti di tale Stato membro interessato in conformità delle seguenti disposizioni: a) la prestazione dei servizi per i quali l'impresa di un paese terzo richiede l'autorizzazione è soggetta all'autorizzazione e alla vigilanza nel paese terzo in cui l'impresa è stabilita e l'impresa richiedente è debitamente autorizzata, per cui l'autorità competente presta debita attenzione a eventuali raccomandazioni del GAFI nel contesto delle azioni contro il riciclaggio di denaro e del contrasto al finanziamento del terrorismo; b) tra le autorità competenti dello Stato membro in cui dovrà essere stabilita la succursale e le autorità competenti di vigilanza del paese terzo in cui è stabilita l'impresa sono in vigore accordi di collaborazione comprendenti disposizioni per disciplinare lo scambio di informazioni allo scopo di preservare l'integrità del mercato e garantire la protezione degli investitori; c) la succursale dispone liberamente di sufficiente capitale iniziale; d) sono designate una o più persone responsabili della gestione della succursale e tutte si conformano ai requisiti di cui all'articolo 9, paragrafo 1; e) il paese terzo in cui è stabilita l'impresa di un paese terzo ha firmato con lo Stato membro in cui dovrà essere stabilita la succursale un accordo che rispetta pienamente le norme di cui all'articolo 26 del Modello di convenzione fiscale sul reddito e il patrimonio dell'OCSE e assicura un efficace scambio di informazioni in materia fiscale, compresi eventuali accordi fiscali multilaterali; f) l'impresa aderisce a un sistema di indennizzo degli investitori autorizzato o riconosciuto in conformità della direttiva 97/9/CE. 3. L'impresa del paese terzo di cui al paragrafo 1 presenta domanda all'autorità competente dello Stato membro in cui intende stabilire una succursale."

<sup>39</sup> Si anticipa sin d'ora che, nella predisposizione dello schema di Decreto legislativo di recepimento della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR, il Governo ha dato seguito a tutti i principi e criteri direttivi contenuti nell'art. 9 della legge di delegazione europea 2014, salvo quanto previsto alla lett. m), in quanto solo lo scorso anno il Legislatore europeo è intervenuto con una nuova direttiva sulla distribuzione assicurativa – direttiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 gennaio 2016 (c.d. IDD) – che contempla tutti i prodotti emessi dalle imprese di assicurazione, ivi compresi i prodotti di investimento assicurativo anzidetti. Si è pertanto preferito rinviare la riforma del sistema di intermediazione assicurativa ad altro provvedimento.

modifiche al Codice delle assicurazioni private (CAP, di cui al D.Lgs. 7 settembre 2005, n. 209) e al TUF per un corretto e integrale recepimento dell'art. 91 della direttiva MiFID II (recante "*Modifiche della direttiva 2002/92/CE*")<sup>40</sup> in materia di intermediazione assicurativa), nonché sugli altri prodotti rientranti nella nozione di prodotto di investimento assicurativo contenuta nel citato art. 91, comma 1, lett. b), della stessa direttiva<sup>41</sup>.

Sempre in materia di modifiche del TUF, l'art. 9, lett. q), della legge di delegazione europea 2014 prevede l'attribuzione alla Banca d'Italia ed alla CONSOB, ognuna secondo le rispettive competenze, del potere di applicare le sanzioni e le misure amministrative previste dall'art. 70, parr. 6 e 7, della direttiva MiFID II (per le violazioni indicate dal par. 3, su precise disposizioni della direttiva e del regolamento, dal par. 4, per omessa autorizzazione o approvazione prescritte dalla direttiva o dal regolamento, e dal par. 5, per mancata cooperazione o il mancato adempimento in caso di indagine, ispezione o richiesta di cui all'art. 69 della direttiva)<sup>42</sup>, in base ai criteri e nei limiti massimi ivi previsti ed in coerenza con

---

<sup>40</sup> Direttiva 2002/92/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 9 dicembre 2002, sulla intermediazione assicurativa. Al riguardo si evidenzia come, ammettendo come previsto il ricorso alla disciplina secondaria dell'IVASS e dalla CONSOB anche in materia assicurativa, si conferiscono a tali autorità – secondo le rispettive competenze – poteri di vigilanza, di indagine e sanzionatori, e si attribuisce alla sola CONSOB la competenza sui prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (di cui all'art. 1, comma 1, lett. w-bis) del TUF: si tratta delle polizze e delle operazioni relative ai rami vita III e V, individuate dall'art. 2, comma 1, del CAP, con esclusione delle forme pensionistiche individuali.

<sup>41</sup> Direttiva 2014/65/UE, Disposizioni finali, Art. 91 (*Modifiche della direttiva 2002/92/CE*). "*La direttiva 2002/92/CE è così modificata: 1) l'articolo 2 è così modificato: ... b) è aggiunto il punto seguente: «13) Ai fini del capo III BIS, 'prodotto di investimento assicurativo' è un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato e questa definizione non comprende: a) i prodotti assicurativi non vita quali elencati nella direttiva 2009/138/CE, allegato I, (Rami dell'assicurazione non vita); b) contratti assicurativi vita, qualora le prestazioni previste dal contratto siano dovute soltanto in caso di decesso o per incapacità dovuta a lesione, malattia o infermità; c) prodotti pensionistici che, ai sensi della legge nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo precipuo di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che consentono all'investitore di godere di determinati vantaggi; d) schemi pensionistici aziendali o professionali ufficialmente riconosciuti che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE o della direttiva 2009/138/CE; e) prodotti pensionistici individuali per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il datore di lavoro o il lavoratore non può scegliere il prodotto pensionistico o il fornitore.»*".

<sup>42</sup> Direttiva 2014/65/UE, Titolo VI (Autorità competenti), Capo I (Designazione, poteri e procedure di ricorso), Art. 70 (Sanzioni applicabili alle violazioni). "*6. Gli Stati membri provvedono affinché, nei casi di violazione di cui ai paragrafi da 3, 4 e 5, e in conformità del diritto nazionale, le autorità competenti abbiano il potere di adottare e imporre almeno le seguenti sanzioni amministrative e misure: a) una dichiarazione pubblica indicante la persona fisica o giuridica e la natura della violazione conformemente all'articolo 71; b) un ordine che impone alla persona fisica o giuridica di porre termine al comportamento in questione e di astenersi dal ripeterlo; c) nel caso di un'impresa di investimento, di un operatore di un mercato autorizzato a gestire un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, di un mercato regolamentato, di un*