

DECRETO LEGISLATIVO DI ATTUAZIONE DELLA DIRETTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, DEL 15 MAGGIO 2014, RELATIVA AI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E CHE MODIFICA LA DIRETTIVA 2002/92/CE E LA DIRETTIVA 2011/61/UE, COSI' COME MODIFICATA DALLA DIRETTIVA (UE) 2016/1034 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, DEL 23 GIUGNO 2016, E DI ADEGUAMENTO DELLA NORMATIVA NAZIONALE ALLE DISPOSIZIONI DEL REGOLAMENTO (UE) N. 600/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, DEL 15 MAGGIO 2014, SUI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E CHE MODIFICA IL REGOLAMENTO (UE) N. 648/2012, COSI' COME MODIFICATO DAL REGOLAMENTO (UE) 2016/1033 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, DEL 23 GIUGNO 2016.

## RELAZIONE

Finalità e contenuti della direttiva 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 600/2014

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.

La MiFID II condivide lo scopo originario della direttiva del 2004 e ne conferma le scelte di fondo. L'obiettivo è infatti lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori. I risparmiatori hanno pertanto la possibilità di investire e le imprese di investimento la facoltà di prestare servizi di investimento a livello transfrontaliero (cosiddetto "passaporto unico"), in modo più semplice e a condizioni identiche in tutti gli Stati dell'Unione. Come già nella direttiva del 2004, sono previste varie disposizioni che, in quanto ispirate al dovere di agire nel miglior interesse del cliente, garantiscono una corretta informazione per gli investitori, si occupano dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedono un'adeguata profilatura del risparmiatore.

In un'ottica di rafforzamento della fiducia nel sistema finanziario, si includono nell'ambito di applicazione della MiFID II settori in precedenza non regolamentati e si imposta un sistema più completo di vigilanza e di applicazione delle regole.

La direttiva e il regolamento MiFIR hanno modificato la precedente disciplina con lo scopo di normare un mercato sempre più vario e complesso, caratterizzato dall'incremento delle tipologie di strumenti finanziari e dalla diffusione dei sistemi di trading ad alta frequenza<sup>1</sup>, attraverso i quali ha luogo una quota rilevante delle transazioni sui mercati telematici.

In via generale si evidenzia che l'ambito di applicazione della direttiva MiFID risulta ampliato a seguito dell'introduzione di un nuovo servizio di investimento consistente nella gestione di sistemi

---

<sup>1</sup> Si tratta di una modalità di intervento sui mercati che utilizza sofisticati strumenti software, e a volte anche hardware, con i quali mettere in atto negoziazioni ad alta frequenza, guidate da algoritmi matematici, che agiscono su mercati di azioni, opzioni, obbligazioni, strumenti derivati. La durata di queste transazioni può essere brevissima, con posizioni di investimento che vengono tenute per periodi di tempo variabili, da poche ore fino a frazioni di secondo. Lo scopo di questo approccio è quello di lucrare su margini estremamente esigui, operando su grandi quantità di transazioni giornaliere.



di negoziazione organizzati (*organised trading facilities* – OTF<sup>2</sup>) e di una nuova categoria di strumenti finanziari rappresentati dalle quote di emissione<sup>3</sup>. Inoltre, l'applicazione delle regole di condotta è stata estesa anche all'offerta e alla consulenza avente ad oggetto depositi strutturati. Sono stati inoltre modificati in senso restrittivo taluni regimi di esenzione applicabili agli intermediari che negoziano in materie prime e ai *market makers*<sup>4</sup>.

Tra gli scopi principali della MiFID II vi è quello di rafforzare la tutela degli investitori; per far ciò le imprese di investimento dovranno attenersi a regole più stringenti al fine di garantire i clienti circa il fatto che i prodotti finanziari loro offerti siano adeguati alle loro esigenze e caratteristiche e che i beni nei quali investono siano adeguatamente protetti.

Pertanto, l'ESMA<sup>5</sup>, l'EBA<sup>6</sup> (per i depositi strutturati) e le autorità di vigilanza nazionali (Consob e Banca d'Italia) avranno la facoltà di vietare o limitare la distribuzione di taluni prodotti finanziari;

<sup>2</sup> È un nuovo tipo di piattaforma di negoziazione introdotto dalla MiFID II; è definita come un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato (es. borsa) e da un sistema multilaterale di negoziazione (sistema gestito da un'impresa di investimento che consente al suo interno e in base a regole non discrezionali l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, consentendo la conclusione di contratti). Esso consente quindi l'incontro di richieste di acquisto o vendita di strumenti finanziari da parte di più soggetti che si differenzia dai due precedenti mercati in quanto si presenta come una piattaforma di negoziazione semplice e non soggetta alla disciplina dei due mercati suddetti. In tal modo, si cerca di contrastare il proliferare dei dark pool (con tale termine si indica una borsa elettronica, che può essere alternativa rispetto a quella regolamentata, dove è possibile effettuare operazioni in modo anonimo e senza rendere pubblici i prezzi, nonché i quantitativi delle azioni scambiate) nei mercati azionari. Gli OTF sono unicamente dedicati alla negoziazione di obbligazioni, prodotti finanziari, quote di emissione e derivati.

<sup>3</sup> Con la MiFID II le quote di emissione di gas ad effetto serra sono inquadrate nel novero degli strumenti finanziari. Si rammenta che i sistemi di scambio di quote di emissione di gas serra rappresentano un innovativo strumento di politica ambientale previsto dalla Direttiva 2003/87/CE del 13 ottobre 2003 al fine di consentire ai Paesi dell'Unione europea di adempiere agli impegni assunti con la ratifica del Protocollo di Kyoto del 1997 circa la riduzione dei livelli di emissione di gas serra. Quindi, l'autorità regolamentare competente di ciascuno Stato membro assegna un certo numero di quote di emissione di CO<sub>2</sub> 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 emettono gas serra e che si sono visti attribuire quote di emissione in quantità superiore rispetto al proprio fabbisogno, alimentano sistemi di scambio attraverso la vendita delle quote in eccesso che possono essere acquistate dalle imprese le cui emissioni non sono coperte dalle quote che si sono viste assegnare. L'attività di negoziazione relativa alle quote di emissione nell'Unione europea si è contraddistinta per l'assenza di una specifica regolamentazione; la mancanza di una cornice normativa nell'ambito della quale potesse essere iscritto e disciplinato il fenomeno in questione ha favorito il diffondersi di pratiche fraudolente che hanno fatto emergere l'esigenza di rafforzare la trasparenza ed aumentare la sicurezza degli scambi negli *emissions trading systems* (sistemi di mercato delle emissioni) europei. È in tale contesto che si inserisce la riforma contenuta nella direttiva MiFID II che, per la prima volta, annovera le quote di emissione nell'elenco degli strumenti finanziari e che intende perseguire l'obiettivo di ricondurre, quanto più possibile, il mondo degli scambi delle quote di emissione nelle aree di competenza delle banche e degli intermediari finanziari.

<sup>4</sup> Talune esenzioni vengono riformulate, in particolare quelle relative alla prestazione di servizi di negoziazione intragruppo per tener conto del frequente ricorso a *joint-ventures* che non rientrano nell'ambito del concetto di gruppo. Analogamente, sono state riformulate 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 dei 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.

<sup>5</sup> Autorità europea per gli strumenti finanziari ed i mercati



in particolare, 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 qualora ritengano che essi possano compromettere la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e gli interessi degli investitori.

Già in base alle disposizioni della MiFID, l'impresa di investimento erogante servizi di consulenza o di gestione del portafoglio è tenuta ad acquisire informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente in materia di investimenti e ai suoi obiettivi di investimento; con la MiFID II tale previsione viene rafforzata, sia perché nel definire gli strumenti finanziari adeguati al cliente si fa esplicito riferimento alla necessità di individuare la capacità dello stesso di fronteggiare eventuali perdite e la sua predisposizione al rischio, sia in quanto, nel caso in cui l'impresa raccomandi una pluralità di prodotti o servizi, la valutazione di adeguatezza deve avvenire in relazione all'intero pacchetto.

Inoltre l'impresa, quando effettua consulenza agli investimenti, prima che la transazione sia conclusa, deve condividere con il cliente le motivazioni che hanno portato a ritenere che l'operazione di investimento consigliata sia realmente rispondente alle sue aspettative. Si ampliano poi 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.

Infine, 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.

In tema di consulenza finanziaria, la MiFID II conferma l'importanza della consulenza come servizio di investimento alla clientela *retail*<sup>7</sup>, anche alla luce della sempre maggiore complessità dei mercati e degli strumenti finanziari. Il principale cambiamento è invece l'introduzione della consulenza "indipendente", con alcune specifiche previsioni che devono essere osservate dalle imprese di investimento.

In primo luogo la trasparenza circa la fornitura del servizio: 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 di investimento 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

<sup>6</sup> Autorità bancaria europea, volta ad assicurare un livello di regolamentazione uniforme nel settore bancario europeo.

<sup>7</sup> Clientela al dettaglio.



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.

Con la revisione della MiFID, il legislatore UE si prefigge di fare un ulteriore passo in avanti per la protezione dell'investitore dettando una disciplina specifica sulla *Product Governance*, ossia su come i prodotti finanziari debbono essere costruiti, e sulla *Product Intervention*, ossia prevedendo nuovi poteri per l'ESMA e le autorità di vigilanza nazionali che possono intervenire per limitare o addirittura bloccare la commercializzazione di alcuni prodotti se ritenuti pericolosi per i risparmiatori. Si può affermare quindi che la tutela dell'investitore si articola in tre momenti: ex ante (*Product Governance*), nel rapporto tra impresa e cliente (distribuzione, consulenza etc.), ex post (*Product Intervention*).

La protezione dell'investitore oltre a caratterizzare la disciplina della distribuzione e della consulenza al cliente, nella quale la MiFID 2 presenta comunque elementi di novità, assume rilievo quindi anche nel momento per così dire genetico dell'ideazione dei prodotti finanziari da parte delle cd. Società-prodotto (*Manufacturer*), le quali devono agire nel migliore interesse dei clienti.

Dall'esame della norma<sup>8</sup>, emerge con chiarezza che la *Product Governance* si articola in realtà in una serie di regole di condotta che riguardano non solo la fase di realizzazione degli strumenti

<sup>8</sup> Il considerando 71 della direttiva chiarisce quale sia la finalità e l'ambito di applicazione della *Product Governance*, sottolineando in particolare 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.

(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 riesaminino 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 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.

La disposizione della direttiva che stabilisce l'obbligo per le imprese di investimento di *governance* del prodotto è contenuta nell'art. 24, par. 2:

2. Le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia



finanziari per la vendita alla clientela (*Manufacturing*) ma anche la fase di distribuzione (*Distribution*).

Poiché 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 e (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 requisiti organizzativi applicati ai rapporti tra produttori e distributori di strumenti finanziari. I produttori sono infatti chiamati a definire e applicare un processo di approvazione per ogni strumento finanziario prima della sua commercializzazione o distribuzione alla clientela. Dal canto loro, i distributori sono tenuti a contribuire all'implementazione di strategie distributive appropriate rispetto alle caratteristiche del mercato di riferimento.

Altro aspetto riguarda la remunerazione interna, che interessa anche gli agenti collegati, in Italia i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (ex promotori finanziari): non saranno ammessi gli incentivi alla vendita di prodotti solo perché più convenienti, così come le campagne per spingere all'acquisto di strumenti che garantiscono commissioni più elevate.

Riguardo alla politica nei confronti dei paesi terzi, la MiFID II si propone di aumentare l'ampiezza del mercato unico consentendo all'Unione europea di essere l'interlocutore principale a livello internazionale su tutte le questioni attinenti alla regolamentazione finanziaria per tutti gli Stati membri. In questo quadro si inseriscono le modifiche relative al regime dei paesi terzi.

La MiFID II introduce un regime armonizzato per l'accesso ai mercati dell'Unione da parte di soggetti insediati in paesi terzi basato su una valutazione di equivalenza svolta dalla Commissione. Il nuovo regime troverà applicazione unicamente alla prestazione di servizi e attività di investimento su base transfrontaliera nei confronti di investitori professionali e di controparti qualificate. Per un periodo transitorio di tre anni e, successivamente, in pendenza delle valutazioni di equivalenza da parte della Commissione, continueranno a trovare applicazione le disposizioni degli ordinamenti nazionali circa l'accesso al mercato domestico 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.

L'attività dell'ESMA si inserisce nel più ampio contesto delineato dal regolamento n. 1095/2010/UE che gli attribuisce il ruolo di istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed

---

*compatibile con il target. L'impresa d'investimento adotta inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target.*

*L'impresa di investimento 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 all'articolo 16, paragrafo 3, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.*



efficaci in ambito UE, al fine di assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione. Sebbene gli orientamenti ESMA non costituiscano obblighi assoluti né intendano crearne di nuovi rispetto a quelli vigenti, gli intermediari sono tenuti a rispettarli ai fini della corretta ottemperanza agli obblighi stabiliti in via generale dalla normativa loro applicabile.

#### Ambito di applicazione della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR

I principali soggetti interessati dalle nuove disposizioni sono: le Società di investimento mobiliare (SIM); le banche che prestano servizi di investimento; le Società di gestione del risparmio (SGR) che prestano servizi di investimento; i gestori di mercati regolamentati; operatori nel settore dell'energia e delle materie prime (*energy e commodity player*<sup>9</sup>).

#### Termini e procedure per il recepimento/applicazione delle disposizioni europee

In base all'articolo 93 della direttiva 2014/65/UE, la nuova disciplina doveva essere recepita dagli Stati membri entro il 3 luglio 2016 ed applicata a decorrere dal 3 gennaio 2017. Anche l'articolo 55 del regolamento (UE) n. 600/2014 fissa al 3 gennaio 2017 la data di applicazione delle norme, salve alcune disposizioni di applicazione immediata.

Tuttavia, considerata la complessità delle materie da regolare con atti delegati, e la necessità per i destinatari del pacchetto MiFID II/MiFIR di un congruo lasso di tempo prima della data di applicazione delle nuove misure (che richiedono adeguamenti procedurali e informatici rilevanti per gli operatori finanziari), i co-legislatori europei hanno deciso di rinviare di un anno i termini di recepimento/applicazione con la direttiva (UE) 2016/1034 e il regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016 (c.d. quick-fix). Il quick-fix, pubblicato nella GUUE del 30/6/2016, modifica le disposizioni della direttiva 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 600/2014, prevedendo che il termine di trasposizione passi dal 3 luglio 2016 al 3 luglio 2017 e il termine di applicazione dal 3 gennaio 2017 al 3 gennaio 2018.

La delega legislativa per l'attuazione della direttiva 2014/65/UE e per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014, è contenuta negli artt. 1 e 9 della legge di delegazione europea 2014 (legge 9.7.2015, n. 114). L'art. 1, comma 2, della legge 114/2015 prevede che i termini per l'esercizio delle deleghe siano individuati ai sensi dell'articolo 31, comma 1, della legge 24.12.2012, n. 234.

L'art. 31, comma 1, della legge 234/2012, per il calcolo del termine di recepimento fa riferimento a quello indicato in ciascuna direttiva. Come sopra specificato il termine di recepimento della direttiva 2014/65/UE è stato rinviato di un anno dalla direttiva (UE) 2016/1034.

Pertanto, il termine di recepimento della direttiva è fissato per il 3 luglio 2017, mentre il termine di scadenza della delega è fissato al 3 maggio 2017, come previsto dall'articolo 31 della legge 24 dicembre 2012, n. 234, che continua ad applicarsi nell'originaria formulazione relativamente alle

<sup>9</sup> Oggetto degli scambi per tali soggetti sono: beni fungibili (come petrolio e metalli - *commodity*), energia (c.d. mercato del carbonio - *energy*); per essi sarà applicabile la disciplina dei mercati dei prodotti finanziari, in quanto le caratteristiche di tali beni ne consentono l'agevole negoziazione sui mercati internazionali. In particolare, detti beni possono costituire un'attività sottostante per vari tipi di strumenti derivati, in particolare per i *futures* (contratti a termine standardizzati per poter essere negoziati facilmente in una borsa valori).



deleghe contenute nelle leggi di delegazione europee entrate in vigore in epoca antecedente alle modifiche apportate dall'articolo 29 della legge 29 luglio 2015, n. 115.

E' opportuno evidenziare che, sia la direttiva che il regolamento MiFI prevedono l'adozione da parte della Commissione europea di numerosi atti delegati (c.d. livello due di regolazione), recanti disposizioni che integrano ed attuano nel dettaglio i principi e le disposizioni contenute nelle fonti normative di rango primario. Tali atti assumono, nella quasi totalità dei casi, la forma di regolamento e sono pertanto direttamente applicabili negli Stati membri. Per opportuna informazione si riporta in calce alla presente relazione l'elenco degli atti delegati finora adottati dalla Commissione e pubblicati nella GUUE.

### Principi e criteri direttivi

Si riporta, di seguito, il contenuto dei criteri di delega di cui all'art. 9 della legge di delegazione europea 2014 (legge 9.7.2015, n. 114, pubblicata nella GU n. 176 del 31.7.2015):

#### " Art. 9

Principi e criteri direttivi per l'attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, anche ai fini dell'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012

1. Nell'esercizio della delega per l'attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, anche ai fini dell'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, il Governo e' tenuto a seguire, oltre ai principi e criteri direttivi di cui all'articolo 1, comma 1, anche i seguenti principi e criteri direttivi specifici:

a) apportare al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le modifiche e le integrazioni necessarie al corretto e integrale recepimento della direttiva 2014/65/UE e all'applicazione del regolamento (UE) n. 600/2014 e delle inerenti norme tecniche di regolamentazione e di attuazione;

b) designare, ai sensi degli articoli 67 e 68 della direttiva 2014/65/UE, la Banca d'Italia e la CONSOB quali autorità competenti per lo svolgimento delle funzioni previste dalla direttiva e dal regolamento (UE) n. 600/2014, avuto riguardo alla ripartizione delle funzioni di vigilanza per finalità prevista dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58; ed apportando le modifiche necessarie per rendere più efficiente ed efficace l'assegnazione dei compiti di vigilanza, secondo quanto previsto dalle lettere da c) a u) del presente comma, perseguendo l'obiettivo di semplificare, ove possibile, gli oneri per i soggetti vigilati;

c) prevedere, ove opportuno, il ricorso alla disciplina secondaria adottata rispettivamente dalla CONSOB, sentita la Banca d'Italia, e dalla Banca d'Italia, sentita la CONSOB, secondo le rispettive competenze e in ogni caso nell'ambito di quanto



specificamente previsto dalla direttiva 2014/65/UE; a tal fine, attribuire la potestà regolamentare di cui all'articolo 6, comma 2-bis, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, alla Banca d'Italia o alla CONSOB secondo la ripartizione delle competenze di vigilanza prevista dal comma 2-ter del medesimo articolo 6, come modificato ai sensi della lettera e) del presente comma;

d) attribuire alle autorità designate ai sensi della lettera b) i poteri di vigilanza e di indagine previsti dalla direttiva 2014/65/UE e dal regolamento (UE) n. 600/2014, avuto riguardo all'esigenza di semplificare, ove possibile, gli oneri per i soggetti vigilati e indicando i casi in cui è necessaria l'acquisizione del parere dell'altra autorità;

e) in applicazione del criterio di attribuzione delle competenze secondo le finalità indicate nell'articolo 5, commi 2 e 3, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, prevedere, per specifici aspetti relativi alle materie indicate dall'articolo 6, comma 2-bis, lettere a), b), h), k) e l), del medesimo testo unico, l'intesa della Banca d'Italia e della CONSOB ai fini dell'adozione dei regolamenti di cui alla lettera c) del presente comma e, sugli aspetti oggetto di intesa, attribuire poteri di vigilanza e indagine all'autorità che fornisce l'intesa;

f) fatte salve le competenze del Ministero dell'economia e delle finanze, della CONSOB e della Banca d'Italia, previste dal vigente testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, con riguardo ai gestori delle sedi di negoziazione diversi da banche e imprese di investimento e ferme restando le competenze di vigilanza prudenziale della Banca d'Italia sulle banche e sulle imprese di investimento, attribuire alla CONSOB poteri di vigilanza e di indagine e, ove opportuno, il potere di adottare, sentita la Banca d'Italia, disposizioni di disciplina secondaria per stabilire specifici requisiti con riguardo ai sistemi e ai controlli, anche di natura organizzativa e procedurale, di cui devono dotarsi le banche e le imprese di investimento per la gestione di sedi di negoziazione e, in relazione all'attività di negoziazione algoritmica e a quanto stabilito dall'articolo 17 della direttiva, i partecipanti alle sedi di negoziazione;

g) attribuire alla CONSOB i poteri di vigilanza e di indagine e, ove opportuno, il potere di adottare disposizioni di disciplina secondaria in relazione ai soggetti che gestiscono il consolidamento dei dati, i canali di pubblicazione delle informazioni sulle negoziazioni e i canali per la segnalazione alla CONSOB delle informazioni sulle operazioni concluse su strumenti finanziari;

h) prevedere l'acquisizione obbligatoria del parere preventivo della CONSOB ai fini del rilascio dell'autorizzazione alle banche alla prestazione dei servizi e delle attività d'investimento;

i) modificare la disciplina sull'operatività transfrontaliera delle società di intermediazione mobiliare (SIM), attribuendo alla CONSOB, sentita la Banca d'Italia, i relativi poteri di autorizzazione;

l) modificare la disciplina della procedura di autorizzazione delle imprese di investimento extracomunitarie per la prestazione in Italia di servizi e attività di investimento con o senza servizi accessori nei confronti dei clienti al dettaglio o dei clienti professionali di cui alla sezione II dell'allegato II della direttiva 2014/65/UE, prevedendo, conformemente all'articolo 39 della direttiva stessa, l'obbligo di stabilimento di una succursale e attribuendo alla CONSOB, sentita la Banca d'Italia, i relativi poteri di autorizzazione;

m) apportare al codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, e al testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le modifiche e le



integrazioni necessarie al corretto e integrale recepimento dell'articolo 91 della direttiva 2014/65/UE, che emenda la direttiva 2002/92/CE sull'intermediazione assicurativa, prevedendo anche il ricorso alla disciplina secondaria adottata dall'IVASS e dalla CONSOB, ove opportuno, e l'attribuzione alle autorità anzidette dei relativi poteri di vigilanza, di indagine e sanzionatori, secondo le rispettive competenze, con particolare riguardo, per quanto concerne la CONSOB, alle competenze sui prodotti di cui all'articolo 1, comma 1, lettera w-bis), del citato decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché sugli altri prodotti rientranti nella nozione di prodotto di investimento assicurativo contenuta nel citato articolo 91, numero 1), lettera b), della direttiva 2014/65/UE;

n) modificare, ove necessario, il testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, al fine di recepire le disposizioni della direttiva 2014/65/UE in materia di cooperazione e scambio di informazioni con le autorità competenti dell'Unione europea, degli Stati membri e degli Stati non appartenenti all'Unione europea;

o) apportare le opportune modifiche ed integrazioni alle disposizioni del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di consulenti finanziari, società di consulenza finanziaria, promotori finanziari, assegnando ad un unico organismo sottoposto alla vigilanza, anche di tipo sanzionatorio, della CONSOB, ordinato in forma di associazione con personalità giuridica di diritto privato, la tenuta dell'albo, nonché i poteri di vigilanza e sanzionatori nei confronti dei soggetti anzidetti, e ponendo le spese relative all'albo dei consulenti finanziari a carico dei soggetti interessati; dall'attuazione delle disposizioni di cui alla presente lettera non devono derivare nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica né minori entrate contributive per la CONSOB;

p) disciplinare modalità di segnalazione, all'interno degli intermediari e verso l'autorità di vigilanza, delle violazioni delle disposizioni della direttiva 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 600/2014, tenendo anche conto dei profili di riservatezza e di protezione dei soggetti coinvolti, eventualmente prevedendo misure per incoraggiare le segnalazioni utili ai fini dell'esercizio dell'attività di vigilanza ed eventualmente estendendo le modalità di segnalazione anche ad altre violazioni;

q) apportare le opportune modifiche e integrazioni alle disposizioni del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, al fine di attribuire alla Banca d'Italia e alla CONSOB, secondo le rispettive competenze, il potere di applicare le sanzioni e le misure amministrative previste dall'articolo 70, paragrafi 6 e 7, della direttiva 2014/65/UE per le violazioni indicate dai paragrafi 3, 4 e 5 del medesimo articolo, in base ai criteri e nei limiti massimi ivi previsti e in coerenza con quanto stabilito dall'articolo 3, comma 1, lettere l) e m), della legge 7 ottobre 2014, n. 154;

r) attribuire alla CONSOB il potere di applicare misure e sanzioni amministrative previste dall'articolo 70, paragrafo 6, della direttiva, in base ai criteri e nei limiti massimi ivi previsti, per il mancato o inesatto adempimento della richiesta di informazioni di cui all'articolo 22, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 600/2014;

s) con riferimento alla disciplina sanzionatoria adottata in attuazione della lettera q), valutare di non prevedere sanzioni amministrative per le fattispecie previste dall'articolo 166 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;

t) prevedere, in conformità alle definizioni, alla disciplina della direttiva 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 600/2014 e ai principi e criteri direttivi previsti dal presente comma, le occorrenti modificazioni alla normativa vigente, anche di derivazione



europea, per i settori interessati dalla normativa da attuare e per la gestione collettiva del risparmio, al fine di realizzare il miglior coordinamento con le altre disposizioni vigenti, assicurando un appropriato grado di protezione dell'investitore e di tutela della stabilita' finanziaria;

u) dare attuazione all'articolo 75 della direttiva 2014/65/UE riguardante il meccanismo extragiudiziale per i reclami dei consumatori, modificando, ove necessario, le disposizioni vigenti in materia di risoluzione extragiudiziale delle controversie nelle materie disciplinate dal citato decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ed assicurando il coordinamento con le disposizioni del codice di cui al decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206, e con le altre disposizioni nazionali attuative della direttiva 2013/11/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, che modifica il regolamento (CE) n. 2006/2004 e la direttiva 2009/22/CE. Alla copertura delle relative spese di funzionamento si provvede, senza nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica, esclusivamente con le risorse di cui all'articolo 40, comma 3, della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e successive modificazioni, nonche' con gli importi posti a carico degli utenti delle procedure medesime.

2. Dall'attuazione del presente articolo non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. Le autorità interessate provvedono agli adempimenti di cui al presente articolo con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente. "

Si segnala che, nella predisposizione dello schema di decreto legislativo, sono stati seguiti tutti i principi e criteri direttivi specifici sopra elencati, salvo quanto di seguito riportato in relazione al criterio di cui alla lettera m).

Tale criterio contiene la delega per apportare al codice delle assicurazioni private (CAP) e al testo unico dell'intermediazione finanziaria (TUF) le modifiche necessarie al recepimento dell'articolo 91 della direttiva MiFID II, che emenda la direttiva 2002/92/CE sull'intermediazione assicurativa, prevedendo anche il ricorso alla disciplina secondaria di Ivass e Consob.

Il medesimo criterio prevede l'attribuzione a Consob delle competenze sui prodotti di cui all'articolo 1, comma 1, lettera w-bis) del TUF (prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione), nonché sugli altri prodotti rientranti nella nozione di prodotto di investimento assicurativo ai sensi della direttiva MiFID II (Art. 91).

In attuazione di tale criterio, dovrebbero essere affidati alla Consob anche i nuovi poteri di *product governance* per tutti i prodotti rientranti nella nozione di prodotto di investimento assicurativo (*insurance-based investment product*) come definito dalla normativa europea.

Successivamente all'adozione della legge di delegazione europea 2014, i co-legislatori europei sono intervenuti approvando 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.

La direttiva anzidetta opera una rifusione della precedente direttiva del 2002 sull'intermediazione assicurativa, con la trasfusione nel nuovo testo anche delle misure sulla *product governance* introdotte dall'articolo 91 della direttiva MiFID II per i prodotti di investimento assicurativi.



In ragione di tale evoluzione delle fonti normative europee, si segnala l'opportunità di dare attuazione al criterio di delega di cui alla lettera m), circoscrivendo l'intervento normativo nello schema di decreto in oggetto ai soli prodotti di investimento assicurativo già disciplinati dal TUF, ossia i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, così come definiti dall'articolo 1, comma 1, lettera w-bis, del medesimo testo unico. La definizione contempla unicamente le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'articolo 13, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, che sono stati equiparati sin dal 2005 ai prodotti finanziari.

Per le rimanenti categorie di prodotti di investimento assicurativo, la disciplina nazionale potrà essere aggiornata in sede di attuazione della direttiva IDD.

---

Premessa: le modifiche da apportare al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) sono state suddivise, nello schema di decreto, in base al contenuto, in 7 articoli, a cui si aggiungono due articoli per le modifiche di coordinamento col testo unico bancario (TUB) e le norme transitorie, nonché un articolo per le disposizioni riguardati il testo unico del debito pubblico e uno per la clausola di invarianza finanziaria.

L'attuazione è di competenza prevalente del Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con i Ministeri degli affari esteri e della cooperazione internazionale, della giustizia e dello sviluppo economico.

Gli interventi normativi contenuti nello schema di decreto sono stati predisposti nell'ambito di un gruppo di lavoro presieduto dal Dipartimento del tesoro al quale hanno partecipato, a livello tecnico, rappresentanti delle Autorità di vigilanza interessate (Banca d'Italia, Consob e Ivass).

Il Dipartimento del tesoro, ai fini della predisposizione dello schema di decreto legislativo di recepimento della direttiva 2014/65/UE e di applicazione dei regolamenti europei in materia di sedi di negoziazione degli strumenti finanziari, intermediari finanziari e attività di negoziazione e post-negoziazione, ha pubblicato un documento di consultazione contenente le modifiche da apportare all'ordinamento vigente. La consultazione è durata un mese e si è conclusa il 9 giugno 2016. Sono disponibili sul sito internet del Dipartimento le 18 risposte pervenute dagli operatori del settore.

Si illustra, di seguito, il contenuto delle norme introdotte nello schema di decreto legislativo.

§ § §

Articolo 1 - (Modifiche alla parte I del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)

Il lavoro di trasposizione domestica del pacchetto MiFID II-MiFIR ha, innanzitutto, comportato una significativa revisione delle disposizioni comuni.



In tale contesto, il comma 1 dell'articolo 1 dello schema di decreto ha modificato l'impianto definitorio di cui all'articolo 1 del TUF, rubricato "Definizioni", sia al fine di rendere maggiormente conformi al dettato europeo le definizioni preesistenti (quali, ad esempio, quella di mercato regolamentato e quella di servizi e attività di investimento), sia al fine di introdurre nuove definizioni, quale, ad esempio, quella generale di "agente collegato" e di "impresa di investimento".

Quanto alla specifica nozione di "impresa di investimento", la stessa è qualificata come "la persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale".

L'intervento definitorio in discorso risulta diretto ad assicurare il pieno allineamento al dettato europeo (in particolare, alle disposizioni del Regolamento MiFIR direttamente applicabili nell'ordinamento degli Stati membri), senza tuttavia pregiudicare, sul piano della disciplina sostanziale, la specifica normativa applicabile alle banche (italiane ed europee) che prestano servizi/attività di investimento.

Si segnala, al contempo, che in un'ottica di chiarezza del quadro normativo, l'articolato del TUF mantiene la definizione domestica di "società di intermediazione mobiliare" e richiama altresì la nozione di "banca" nell'ambito delle pertinenti disposizioni del testo legislativo, al fine di precisare la portata degli obblighi applicabili alla medesima in caso di prestazione dei servizi di investimento.

Sempre nell'ambito delle "Definizioni", si è inoltre provveduto all'eliminazione del secondo e del terzo periodo dell'attuale articolo 1, comma 4, del TUF, secondo cui "Sono strumenti finanziari ed, in particolare, contratti finanziari differenziali, i contratti di acquisto e vendita di valuta, estranei a transazioni commerciali e regolati per differenza, anche mediante operazioni di rinnovo automatico (c.d. "roll-over"). Sono altresì strumenti finanziari le ulteriori operazioni su valute individuate ai sensi dell'articolo 18, comma 5."

Siffatto intervento modificativo tiene conto di una specifica richiesta formulata in occasione della consultazione pubblica, allo scopo di allineare il regime del TUF relativo alle operazioni su valute alla corrispondente disciplina dettata dalla MiFID II.

Il Regolamento delegato concernente requisiti organizzativi e condizioni operative delle imprese di investimento e alcuni termini definitivi della direttiva, adottato dalla Commissione europea in data 25 aprile 2016 - e in procinto di essere pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea - individua gli elementi idonei ad escludere un'operazione in valuta dal novero degli "other derivative contracts relating to currencies", e quindi dall'ambito degli strumenti finanziari (cfr. i considerando 10 e ss e l'art. 10).

Si è pertanto ritenuto che non sussista più margine per il mantenimento di un potere - sia pur residuale - di intervento da parte dei singoli legislatori nazionali, ai fini dell'individuazione delle caratteristiche idonee ad includere o ad escludere un contratto su valuta dal novero degli strumenti finanziari rilevanti ai fini dell'applicazione del regime MiFID II. Si rammenta a tale riguardo che la qualificazione di un contratto quale strumento finanziario derivato ai sensi delle lettere da C4 a C10 dell'Allegato 1 alla MiFID innesca altresì l'applicazione degli obblighi previsti dal regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR). Ai fini dell'applicazione di EMIR rileva la mera circostanza della conclusione di un contratto che si qualifichi quale strumento finanziario derivato ai sensi delle citate lettere dell'Allegato alla MiFID, da parte di qualunque soggetto - persona giuridica o fisica - che operi in qualità di imprenditore.

Analogamente, si è reputato opportuno eliminare la precisazione che i contratti di acquisto e vendita di valuta, estranei a transazioni commerciali e regolati per differenza, mediante operazioni di rinnovo automatico ("roll-over"), ossia i cd. *rolling-spot forex*, sono strumenti finanziari derivati,



*sub specie* differenziali, che era stata oggetto specifico dell'intervento di chiarificazione effettuato con il decreto legislativo n. 141 del 2010.

Si ritiene infatti che la natura di strumento finanziario derivato di tali contratti debba essere valutata esclusivamente alla luce dell'articolo 10 del Regolamento delegato citato, che – nello stabilire che “*A contract shall not be considered a spot contract where, irrespective of its explicit terms, there is an understanding between the parties to the contract that delivery of the currency is to be postponed and not to be performed within the period set out in the first subparagraph*” – chiarisce positivamente la natura di strumenti finanziari derivati di tali contratti.

Il recepimento della Direttiva MIFID II ha inoltre costituito l'occasione per superare l'attuale frammentazione dell'istituto della segnalazione delle violazioni (c.d. *whistleblowing*) e adottare una disciplina unitaria e organica nell'ambito del sistema finanziario.

A tal fine, la relativa disciplina è stata racchiusa in due norme di carattere generale, concernenti rispettivamente il “*whistleblowing* interno” e il “*whistleblowing* esterno”, collocate nella Parte I del TUF (“*Disposizioni comuni*”).

In particolare, i nuovi articoli 4-*undecies* e 4-*duodecies* – introdotti dal comma 6 dell'articolo 1 dello schema di decreto – sostituiscono, integrandone il contenuto, i vigenti articoli del TUF che disciplinano, singolarmente per ciascun settore, il *whistleblowing* (4-*octies* e 4-*novies*, in materia di PRIIP; 8-*bis* e 8-*ter*, in materia di intermediari; 79-*sexiesdecies* e 79-*septiesdecies*, in materia di depositari centrali; 98-*sexies*, in materia di offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti).

L'articolo 4-*undecies*, norma nella quale confluisce l'intera disciplina del “*whistleblowing* interno”, ha un ambito di applicazione soggettivo molto ampio che si estende a tutti i soggetti di cui alla Parte II (Sim, banche, società di gestione di OICVM, Sicav, depositario unico di OICVM, società di consulenza e gestori di portali) e alla Parte III del TUF (gestori del mercato, prestatori di servizi e comunicazione dati, depositari centrali, controparti centrali), anche se svolgono attività diverse da quelle disciplinate nelle citate Parti II e III (SGR che effettuano l'attività di offerta al pubblico di quote o azioni di OICVM, soggetti abilitati che svolgono l'attività di ideazione vendita e consulenza di PRIIP) e alle imprese di assicurazione.

Fermo restando quanto detto in ordine alla disciplina sostanziale dell'istituto del *whistleblowing*, si rappresenta altresì, che per garantire l'efficacia e l'effettività delle previsioni sull'obbligo di adottare sistemi interni di segnalazione delle violazioni (c.d. *whistleblowing* interno), è stata introdotta una specifica previsione sanzionatoria per la mancata o inadeguata attuazione degli stessi obblighi, di cui al nuovo articolo 193-*quater*.

Un'ulteriore importante novità derivante dall'attuazione della normativa europea in discorso attiene la fonte normativa della disciplina delle esenzioni obbligatorie, di cui al nuovo articolo 4-*terdecies* introdotto dall'articolo 1, comma 6 dello schema del decreto.

Al riguardo, si rappresenta che la MiFID II reca la disciplina delle esenzioni obbligatorie all'articolo 2.

A livello domestico, allo stato, la disciplina delle esenzioni obbligatorie è attuata in un Regolamento emanato (in attuazione del D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, c.d. “*Decreto Eurosim*”) dal Ministero del Tesoro con il D.M. 26 giugno 1997, n. 329 (recante “*norme di attuazione e di integrazione delle riserva di attività prevista in favore delle imprese di investimento e delle banche circa l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento*”).

Il recepimento della Mifid II costituisce, dunque, l'occasione per un intervento normativo volto ad aggiornare la disciplina in parola mediante la traslazione della disciplina delle esenzioni obbligatorie all'interno del TUF.



Conseguentemente, nelle disposizioni transitorie del decreto di recepimento della Mifid II è prevista l'espressa abrogazione del citato D.M. del 97.

Articolo 2 - (Modifiche alla parte II del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)

In via generale, l'articolo 2 reca le modifiche che si rendono necessarie per l'attuazione della direttiva 2014/65/UE e per l'adeguamento del TUF al regolamento (UE) n. 600/2014, operando un riordino delle disposizioni in materia di intermediari.

I commi da 1 a 10 dell'articolo 2 dello schema del decreto modificano il Titolo I della parte II del TUF, provvedendo ad un'operazione di sostanziale riorganizzazione della disciplina ivi contenuta, mediante l'inserimento di nuove disposizioni, l'abrogazione di alcune norme o la loro trasfusione in altre, conformemente a quanto previsto dai criteri di delega.

Di conseguenza, il Titolo I della parte II del TUF, dedicato alle disposizioni generali e – a seguito della modifica introdotta dal comma 1 dell'articolo 2 dello schema del decreto – anche ai poteri di vigilanza, viene organizzato su due capi, anziché su cinque.

Il Capo I, rubricato "Vigilanza", prevede il riassetto della relativa normativa, in attuazione dell'articolo 69 della MiFID II, in conformità al modello di vigilanza nazionale basato sul riparto di competenze tra Autorità per finalità; modello che è stato confermato dalla Legge di delegazione europea 2014.

Negli articoli del TUF da 5 a 12 viene riorganizzata in maniera sistematica la materia della vigilanza da parte delle Autorità preposte, *in primis* la Consob, nel rispetto del riparto di funzioni di vigilanza per finalità voluto dal legislatore nel testo unico e del principio di efficienza ed efficacia dell'attività di vigilanza ribadito dalla legge delega. Nell'attribuzione dei nuovi compiti di vigilanza previsti dalla direttiva MiFID II e dal regolamento MiFIR, e dei relativi poteri sanzionatori, si è cercato di semplificare le procedure e lo scambio di informazioni tra le Autorità, allo scopo di ridurre il più possibile gli oneri a carico dei soggetti vigilati.

Non vengono, pertanto, attribuiti poteri di vigilanza e sanzionatori ulteriori rispetto a quelli previsti dalla normativa europea di settore e dalla disciplina nazionale, rimanendo nella sfera delle attribuzioni espressamente previste dal TUF e dalla legge delega.

Segnatamente, l'articolo 6 – così come novellato dal comma 3 dell'articolo 2 dello schema del decreto – disciplina l'assetto dei poteri regolamentari, elencando le materie attribuite alla competenza della Banca d'Italia e della Consob. In tal modo viene sancito il superamento dell'attività regolamentare congiunta delle due Autorità di vigilanza.

Il comma 2, lettera b-bis), numero 8), del medesimo articolo 6, prevede, in particolare, l'attribuzione alla Consob del potere regolamentare per la definizione dei requisiti di conoscenza e competenza delle persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi di investimento o accessori per conto dei soggetti abilitati.

L'esercizio dei suddetti poteri è funzionale a conformare l'ordinamento italiano ai pertinenti Orientamenti pubblicati dall'Esma il 17 dicembre 2015.

Gli Orientamenti dell'ESMA offrono una definizione dell'ambito oggettivo della disciplina, forniscono criteri relativi alle conoscenze e alle competenze del personale coinvolto nella prestazione di servizi di investimento e impongono agli intermediari di adottare soluzioni



organizzative per la valutazione, il mantenimento e l'aggiornamento delle conoscenze e delle competenze in argomento.

La Consob – quale Autorità nazionale competente – ha la facoltà di modulare i requisiti che il personale addetto deve soddisfare, avuto riguardo ai presidi organizzativi che gli intermediari dovrebbero adottare per assicurare il rispetto dei requisiti definiti negli Orientamenti dell'ESMA, fra i quali rientrano la chiara definizione delle responsabilità del personale, la valutazione dello stesso sulla base di precisi criteri e la revisione annuale delle esigenze di sviluppo e formazione dei membri del personale, anche alla luce dell'evoluzione del quadro normativo.

Nel comma 2-bis dell'art. 6 del TUF sono poi individuate le specifiche materie ove è necessaria l'intesa dell'altra Autorità per i profili di relativa competenza. Gli aspetti di disciplina rilevanti per le finalità di competenza della Banca d'Italia e della Consob verranno specificati nel protocollo d'intesa di cui all'articolo 5, comma 5-bis del TUF.

Conformemente a quanto recato dai criteri di delega, l'Autorità che fornisce l'intesa potrà esercitare *“i poteri di vigilanza informativa e di indagine attribuiti (dalle pertinenti disposizioni del TUF), anche al fine di adottare i provvedimenti di intervento di propria competenza, secondo le modalità previste nel protocollo (nonché) comunicare le irregolarità riscontrate all'altra Autorità ai fini dell'adozione dei provvedimenti di competenza”*.

Gli articoli 6-bis e 6-ter del TUF, introdotti dal comma 4 dell'articolo 2 dello schema di decreto, disciplinano, rispettivamente, i poteri di indagine, tra cui rientrano quelli di vigilanza informativa, ed i poteri ispettivi spettanti alle due Autorità nell'ambito delle rispettive competenze, estendendone l'ambito di applicazione anche ai soggetti non vigilati.

Segnatamente, l'articolo 6-bis riproduce ai commi da 1 a 5 le disposizioni di cui all'articolo 69, comma 2, lettere a), b), d), g) e r) della Direttiva.

Inoltre, nella richiamata ottica di preservare i poteri già attribuiti alla Consob nell'ordinamento nazionale, il comma 5, lettera i), del citato articolo 6-bis riprende i poteri di cui all'art. 187-octies, comma 3, lettera d) (potere di procedere al sequestro dei beni oggetto di confisca) e comma 4, lettere a), c), d) e), e-bis) (collaborazione delle P.A. e accesso a dati personali e ad una serie di archivi informativi tra cui l'anagrafe dei conti e depositi e la centrale dei rischi), pur non essendo espressamente previsti dall'art. 69 della MiFID II. I successivi commi 6, 7, 8, 9 e 10 sono stati parimenti ripresi dall'art. 187-octies del TUF, in quanto funzionali all'espletamento dei poteri ivi espressamente richiamati.

Il nuovo articolo 6-ter del TUF richiama le disposizioni contenute nell'attuale articolo 10 (*“Vigilanza ispettiva”*); il comma 4 riprende l'obbligo di redazione del processo verbale, attualmente previsto dall'art. 187-octies del TUF.

Al fine di raggruppare per arce omogenee le disposizioni recanti i poteri di vigilanza sugli intermediari, negli articoli 7, 7-bis, 7-ter, 7-quater, 7-quinquies, 7-sexies, 7-septies, 7-octies e 7-novies sono state accorpate le norme specificamente concernenti i poteri di intervento delle Autorità.

Il plesso normativo in questione accoglie disposizioni variamente dislocate nella Parte II del TUF e comprende il recepimento delle norme dell'art. 69 della MiFID II che si è ritenuto di ricondurre all'ambito dei poteri di intervento.

In particolare, l'attuale articolo 7 del TUF è stato integrato al fine di recepire i poteri previsti dall'articolo 69, comma 2, lettere f), q), s), t) ed u), della MiFID II.

Gli interventi proposti al testo normativo riguardano i seguenti profili:

- è stato inserito il nuovo comma 1-ter che prevede espressamente il potere della Banca d'Italia e della Consob di *“pubblicare avvertimenti al pubblico”*;



- è stato introdotto il nuovo comma 1-*quater* volto a stabilire il potere della Consob di “*intimare ai soggetti abilitati di non avvalersi, nell’esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell’attività professionale di un soggetto ove possa essere di pregiudizio per la trasparenza e correttezza dei comportamenti*”.  
Al fine di meglio circoscrivere l’esercizio del potere in discorso, si è ritenuto di indicare un termine massimo di interdizione dell’attività professionale di tre anni, sebbene non espressamente previsto dall’art. 69, comma 2, lettera f) della Direttiva.
- è stato previsto il nuovo comma 2-*ter* che riconosce alla Consob, sentita la Banca d’Italia, il potere di “*rimozione di uno o più esponenti aziendali (dei soggetti abilitati) qualora la loro permanenza in carica sia di pregiudizio alla trasparenza e correttezza dei comportamenti*”.
- è stato introdotto il comma 3-*bis* che attribuisce alla Consob il potere di “*ordinare la sospensione della commercializzazione o della vendita di strumenti finanziari*” in caso di violazione degli obblighi in materia di *product governance*.

L’articolo 7-*bis* del TUF, recante la disciplina in tema di riserva di capitale, è stato interamente sostituito e la relativa normativa è stata trasferita nel nuovo articolo 7-*novies*.

Con riferimento al nuovo articolo 7-*bis*, introdotto dall’articolo 2, comma 6 dello schema di decreto, si rileva che il regolamento (UE) n. 600/2014 (c.d. MiFIR) attribuisce alle competenti Autorità nazionali ed europee (ESMA ed EBA) specifici poteri di *product intervention*, orientati a proibire la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di strumenti finanziari e depositi strutturati, nonché l’esercizio di attività o pratiche finanziarie ritenute pregiudizievoli per la tutela degli investitori, l’ordinato funzionamento ed integrità dei mercati ovvero per la stabilità del sistema finanziario.

La possibilità di esercitare i suddetti poteri di *product intervention*, con conseguente applicazione delle relative misure sanzionatorie, è stato previsto anche nei confronti degli agenti di cambio.

Tenuto conto della natura di Regolamento direttamente applicabile negli Stati Membri, il recepimento nell’ordinamento domestico della disciplina MiFIR riguardante la *product intervention* presuppone, dunque, la sola individuazione delle Autorità nazionali competenti all’adozione delle menzionate misure.

Conseguentemente, in conformità al criterio di cui all’articolo 9, lettera e) della Legge di delegazione europea 2014 che, come suddetto, conferma il modello di vigilanza nazionale basato sul riparto di competenze tra Autorità per finalità, il proposto articolo 7-*bis* del TUF attribuisce 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 *investor protection* e *market integrity*.

La Banca d’Italia, invece, potrà adottare divieti/limitazioni riguardanti i menzionati prodotti al fine di tutelare la stabilità del sistema finanziario nazionale o di parte di esso.

Al fine di assicurare la trattazione dei diversi poteri in un unico contesto normativo è stata prevista la riallocazione dell’attuale Titolo IV del Capo I del TUF relativo alla disciplina dei provvedimenti ingiuntivi nell’ambito del Titolo I, ove sono ora incluse le disposizioni concernenti i poteri di intervento.

In particolare, i nuovi articoli 7-*ter*, 7-*quater*, 7-*quinqües* e 7-*sexies* riproducono integralmente le disposizioni contenute rispettivamente negli articoli 51, 52, 54, 53 e 55 dell’attuale TUF, e disciplinano nell’ordine i “*poteri ingiuntivi nei confronti degli intermediari nazionali e non UE*” (articolo 7-*ter*), i “*poteri ingiuntivi nei confronti di intermediari UE*” (articolo 7-*quater*), i “*poteri ingiuntivi nei confronti degli OICVM UE, FIA UE e non UE con quote o azioni offerte in Italia*” (articolo 7-*quinqües*), la “*sospensione degli organi amministrativi*” (articolo 7-*sexies*), nonché i



*“poteri cautelari applicabili ai consulenti finanziari autonomi, alle società di consulenza finanziaria ed ai consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede” (articolo 7-septies).*

Nell’ottica dell’innalzamento dei livelli di tutela dei risparmiatori sono stati poi espressamente disciplinati specifici poteri di contrasto all’abusivismo (articolo 7-octies).

Con il comma 8 dell’articolo 2 dello schema di decreto sono state apportate modifiche all’articolo 8 del TUF, ora rubricato *“Doveri informativi”*, al fine di renderlo conforme alle modifiche sopra richiamate. In particolare, sono stati abrogati i commi 1 (potere delle autorità di richiedere informazioni ai soggetti abilitati), 1-ter (estensione di tale potere anche nei confronti di coloro ai quali i soggetti abilitati abbiano esternalizzato funzioni aziendali essenziali), 2 (nonché nei confronti del soggetto incaricato della revisione legale dei conti) e 5-bis (facoltà delle Autorità di esercitare i poteri di cui all’articolo 187-octies).

Gli articoli da 8-bis a 10 del TUF vigente sono abrogati dall’articolo 2, comma 9, dello schema di decreto.

Il Titolo II della parte II del TUF, rubricato *“Servizi e attività di investimento”* è stato modificato dall’articolo 2, commi 11-52 dello schema del decreto.

I commi 12 e 13 dell’articolo 2 del predetto schema modificano gli articoli 18-bis e 18-ter del TUF, disciplinanti, rispettivamente, i *“consulenti finanziari autonomi”* e le *“società di consulenza finanziaria”*.

Gli articoli menzionati sono stati già oggetto di diversi interventi legislativi, in ultimo ad opera della legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di Stabilità per il 2016), la quale ha dato vita ad una radicale riforma del vigente assetto di competenze in materia di consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede, consulenti finanziari indipendenti e società di consulenza finanziaria.

In particolare, la legge di Stabilità per il 2016 ha disposto la cessazione dei poteri di vigilanza e sanzionatori della Consob e il trasferimento dei medesimi poteri all’Organismo Unico di Vigilanza e Tenuta dell’Albo dei consulenti finanziari (OCF).

Con il decreto di recepimento della MiFID II i summenzionati articoli vengono ulteriormente modificati al fine di adeguarli a quanto stabilito dalla MiFID

Segnatamente, all’articolo 18-bis vengono abrogati i commi 6 e ss. in tema di Organismo, atteso che la disciplina dello stesso è ora contenuta nel novellato articolo 31 del TUF, come meglio verrà specificato nel prosieguo.

Un ulteriore intervento concerne l’oggetto della consulenza in materia di investimenti da parte dei consulenti finanziari autonomi ex articolo 18-bis del TUF, laddove esso viene circoscritto ai *“valori mobiliari e alle quote di organismi di investimento collettivo”*, conformemente a quanto previsto dall’articolo 3, paragrafo 1, lettera b), della MiFID II, sulle esenzioni facoltative.

L’articolo 19 del TUF, rubricato *“Autorizzazione”*, in linea con quanto proposto nel testo sottoposto a consultazione, è stato modificato nel senso di prevedere l’obbligatoria acquisizione del parere della Consob ai fini del rilascio alle banche dell’autorizzazione all’esercizio dei servizi e delle attività di investimento. Il menzionato obbligo è stato introdotto anche con riferimento alla procedura di autorizzazione degli intermediari iscritti nell’albo previsto dall’art. 106 del T.U. bancario.

L’innovazione in discorso risulta funzionale non solo alla riconduzione delle funzioni di vigilanza di ciascuna Autorità al criterio di ripartizione per finalità, ma anche e soprattutto alla migliore valorizzazione dell’esperienza di vigilanza della Consob nel settore della prestazione dei servizi di investimento, nell’ottica di garantire la trasparenza e la correttezza delle condotte degli intermediari e, per tale via, innalzare le tutele dei clienti.



Sono stati poi aggiunti i commi 3-ter, 4-bis e 4-ter.

In virtù dei commi 3-ter e 4-bis la rinuncia espressa dell'intermediario all'autorizzazione rilasciata configura un'ipotesi di decadenza piuttosto che di revoca, in linea con quanto consentito dall'articolo 8 della MiFID II. In tal modo, si è voluto uniformare il regime applicabile alle Sim e alle banche italiane e, conseguentemente, le attribuzioni riconosciute rispettivamente alla Consob e alla Banca d'Italia.

Il successivo comma 4-ter estende l'applicazione dell'ipotesi di decadenza sopra menzionata anche alle imprese di paesi terzi autorizzate ai sensi del TUF.

Le ipotesi di revoca dell'autorizzazione sono invece disciplinate nel successivo articolo 20-bis del TUF, introdotto dall'articolo 2, comma 16, dello schema di decreto.

Segnatamente, trattasi dei casi in cui "a) l'esercizio dei servizi e delle attività di investimento è interrotto da più di sei mesi; b) l'autorizzazione è stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; c) vengono meno le condizioni cui è subordinata l'autorizzazione".

La revoca dell'autorizzazione costituisce causa di scioglimento della società quando riguarda tutti i servizi e attività di investimento al cui esercizio la Sim è autorizzata.

Anche con riferimento alle ipotesi di revoca è prevista l'estensione della relativa disciplina alle imprese di paesi terzi autorizzate.

L'articolo 21 del TUF sancisce i criteri generali cui devono attenersi i soggetti abilitati nella prestazione dei servizi e delle attività di investimenti dei servizi accessori ed è stato modificato al fine di renderlo conforme a quanto stabilito, tra l'altro, negli articoli 16, 23 e 24 della MiFID II. L'articolo novellato ricomprende anche i principi in tema di *product governance*.

In particolare, l'applicazione degli obblighi in materia di gestione di conflitti d'interesse è stata limitata alle imprese di paesi terzi con succursale autorizzata in Italia. Conseguentemente, tale disciplina non si applicherà alle imprese che operano in regime di libera prestazione di servizi.

Detta limitazione risulta coerente alla luce delle seguenti circostanze:

- con le modifiche introdotte dalla MiFID II, viene meno la possibilità di operare in regime di libera prestazione di servizi in caso di servizi prestati da parte di imprese terze ad investitori *retail*;
- alla prestazione di servizi ai clienti professionali e alle controparti qualificate mediante succursale troverà applicazione il regime autorizzatorio previsto nel TUF. Nel caso, invece, di libera prestazione di servizi troverà applicazione l'articolo 46 MiFIR e, quindi, la registrazione centralizzata presso l'ESMA;
- in assenza di una decisione di equivalenza da parte della Commissione sarebbe ammissibile solo l'operatività mediante succursale e, in ogni caso, troverebbe applicazione le norme del TUF.

In tema di contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, all'articolo 23 del TUF – modificato dal comma 20 dell'articolo 2 dello schema di decreto – è stato introdotto il divieto di concludere contratti di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà con clienti al dettaglio al fine di assicurare o coprire obbligazioni presenti o future, effettive o condizionate o potenziali dei clienti. Ciò in attuazione dell'articolo 16, comma 10 della MiFID II, in un'ottica di maggior tutela dell'investitore.

Benché non disciplinato a livello comunitario, è stata prevista la nullità del contratto concluso in violazione di tale divieto.



I commi da 20 a 24 dell'articolo 2 dello schema di decreto hanno modificato gli articoli 24, 25 e 25-*bis* dell'attuale TUF, nonché introdotto gli articoli 24-*bis* e 25-*ter*.

Segnatamente, l'articolo 24-*bis*, rubricato "*Consulenza in materia di investimenti*", in attuazione dell'articolo 24 della MiFID II sancisce, al comma 1, il diritto del cliente ad essere informato:

- a. se la consulenza è fornita su base indipendente o meno;
- b. se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;
- c. se verrà fornita la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

Nel successivo comma 2 sono invece stabilite le regole da applicarsi al servizio di consulenza in materia di investimenti su base indipendente.

L'articolo 25-*ter* reca la disciplina in materia di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, prevedendo l'espressa applicazione delle disposizioni di cui agli articoli 21, 23 e 24-*bis* del TUF a tale categoria di prodotti.

Per quanto concernono gli interventi sull'articolo 25-*bis* del TUF, essi assolvono alla finalità di rendere esplicitamente applicabili all'attività di offerta e consulenza avente ad oggetto depositi strutturati gli obblighi previsti dall'articolo 1, paragrafo 4 della MiFID II.

Rispetto al testo posto in consultazione, la menzionata disposizione è stata integrata sotto il profilo soggettivo di applicazione, allo scopo di:

- ribadire, in caso di intermediari operanti in Italia mediante succursale, le attribuzioni delle Autorità competenti degli Stati membri di origine, che attengono, come noto, soprattutto ad aspetti di natura organizzativa;
- esplicitare, in linea con quanto previsto dal dettato europeo, che i poteri di vigilanza della Consob sulla materia *de qua* si estendono alle banche anche se non autorizzate alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento<sup>10</sup>. L'introduzione della modifica in discorso ha determinato anche il necessario allineamento dell'articolo 190 TUF, al fine di consentire l'applicazione ai menzionati soggetti di sanzioni amministrative pecuniarie in caso di violazione degli obblighi previsti dall'art. 25-*bis*.

I commi 25 e 26 del più volte citato articolo 2 modificano il Capo III, Titolo II, Parte III del TUF, rubricato "*Operatività transfrontaliera*", mediante la riscrittura degli articoli da 26 a 29 e l'introduzione degli articoli 29-*bis* e 29-*ter*.

Al riguardo, l'articolato del TUF conferma l'esercizio dell'opzione concessa dall'articolo 39 della MiFID II di imporre alle imprese di paesi terzi lo stabilimento di una succursale nel territorio dello Stato ai fini della prestazione dei servizi/attività di investimento nei confronti dei clienti a dettaglio e dei clienti professionali su richiesta<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Ai sensi dell'art. 1, par. 4 della Direttiva 2014/65/UE, infatti, le regole MiFID si applicano nei confronti degli "*enti creditizi autorizzati a norma della direttiva 2013/36/UE*", a prescindere dalla circostanza che prestino o meno servizi di investimento.

<sup>11</sup> Come noto, l'articolo 39 della MiFID II attribuisce agli Stati membri la facoltà di "*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*".



Inoltre, anche a seguito alle osservazioni rese dai partecipanti alla consultazione, le disposizioni concernenti l'attività delle imprese non UE sono state oggetto di ulteriori interventi di modifica, nell'ottica di assicurare pieno coordinamento tra le diverse fonti normative europee<sup>12</sup>.

In particolare:

- è stata meglio sistematizzata la normativa sull'operatività transfrontaliera degli intermediari non UE, prevedendo l'introduzione di apposite norme volte a chiarire lo specifico regime applicabile alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche (articolo 28) e alle banche di paesi terzi (articolo 29-ter);
- è stato esplicitato che le disposizioni del Titolo VIII di MiFIR direttamente applicabili nell'ordinamento domestico trovano attuazione esclusivamente in relazione alle imprese di paesi terzi che svolgono servizi e attività di investimento in regime di libera prestazione nei confronti di controparti qualificate e clienti professionali di diritto (articolo 28, comma 5);
- nelle ipotesi previste dall'art. 46, paragrafo 4, comma 5 di MiFIR (assenza di una decisione di equivalenza da parte della Commissione UE), non verrebbe introdotto un regime nazionale *ad hoc* volto a disciplinare l'operatività delle imprese di paesi terzi in libera prestazione, le quali dovrebbero pertanto richiedere l'autorizzazione allo stabilimento di una succursale al fine di poter operare anche con controparti qualificate e clienti professionali di diritto (articolo 28, comma 6);
- è stata meglio specificata la disciplina applicabile allo stabilimento di succursali (a prescindere dalla clientela destinataria dei servizi), attribuendo alla Consob e alla Banca d'Italia, secondo le rispettive attribuzioni, le competenze autorizzatorie e di vigilanza (articoli 28 e 29-ter).

Il Capo IV, Titolo II, Parte II del TUF, ora rubricato "*Disciplina dell'offerta fuori sede e della vigilanza sui consulenti finanziari*", è modificato dall'articolo 2, commi 27, 28, 29 e 30 dello schema di decreto, mediante la riscrittura degli articoli 30 e 31 e l'inserimento del nuovo articolo 30-bis sulle modalità di prestazione della consulenza in materia di investimenti da parte di consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria nonché del nuovo articolo 31-bis in tema di "*Vigilanza della Consob sull'Organismo*".

Come suddetto, la legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di Stabilità per il 2016), nonché l'articolo 9, lettera o) della legge di Delegazione europea 2014 delineano una radicale riforma del vigente assetto di competenze in materia di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, consulenti finanziari indipendenti e società di consulenza finanziaria.

Avuto riguardo ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede di cui all'articolo 31 del TUF, le predette fonti dispongono la cessazione dei poteri di vigilanza e sanzionatori della Consob e il trasferimento dei medesimi poteri all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF), come espressamente previsto nel 4 comma del citato articolo 31 e conformemente al criterio di cui all'articolo 9, lettera o), della Legge di delegazione europea 2014.

In capo al medesimo Organismo, che già provvede alla tenuta dell'albo dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, confluiscono altresì i compiti di vigilanza e sanzionatori, nonché di tenuta dell'albo, in relazione ai consulenti finanziari autonomi e alle società di consulenza finanziaria.

L'OCF, dotato di personalità giuridica ed avente autonomia organizzativa e statutaria, opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti negli articoli 31 e 31-bis del TUF. All'OCF sono

<sup>12</sup> La disciplina sull'operatività delle imprese di paesi terzi è infatti contenuta sia nella Direttiva 2014/65 sia nel Regolamento MiFIR direttamente applicabile.



riconosciuti i poteri cautelari di cui all'articolo 7-septies e quelli sanzionatori di cui all'articolo 196 del TUF.

Lo statuto e il regolamento interno dell'Organismo, e le loro successive modifiche, sono trasmessi al Ministero dell'economia e delle finanze per l'approvazione, sentita la Consob. Il Ministero dell'economia e delle finanze nomina il Presidente del collegio sindacale dell'Organismo.

La Consob vigila sull'Organismo secondo modalità, dalla stessa stabilite, allo scopo di verificare l'adeguatezza delle procedure interne adottate dall'Organismo per lo svolgimento dei compiti a questo affidati.

L'articolo 75 della MiFID II prevede che le imprese di investimento garantiscano l'istituzione di procedure efficaci ed effettive per la risoluzione extragiudiziale delle controversie, anche transfrontaliere, relative alla prestazione di servizi di investimento, avvalendosi, se del caso, degli organismi esistenti e garantendo altresì l'adesione delle imprese di investimento a uno o più organismi che attuano tali procedure.

Il recepimento dell'articolo in questione costituisce l'occasione per effettuare una razionalizzazione delle fonti in materia.

Nello specifico, si è proceduto a far trasmigrare, con i dovuti adattamenti, le pertinenti disposizioni contenute nel decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, (articoli 2, commi 5-bis e 5-ter, 8 e 9, comma 2) nell'ambito del Capo IV-bis del TUF, dedicato alla "Tutela degli investitori" [cfr. nuovi articoli 32-ter (Risoluzione stragiudiziale di controversie) e 32-ter.1 (Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori) e comma 9 dell'articolo finale su disposizione transitoria].

L'intervento in questione mira a fornire unitarietà e completezza al Testo Unico della Finanza, evitando la frammentazione di fonti normative su materie inerenti alla tutela degli investitori.

Con riferimento al Titolo III, Parte II del TUF, rubricato "*Gestione collettiva del risparmio*", si rilevano alcuni interventi di modifica ed integrazione di talune disposizioni normative ivi contenute, al fine di adeguarle alla normativa comunitaria in discorso e in conformità ai criteri di delega

Specificamente, con i commi da 33 a 42 dell'articolo 2 dello schema di decreto vengono modificati gli articoli 33, 41-bis, 41-ter, 41-quater, 44, 46-ter, 47, 48 e 50-quinquies.

Il comma 43 del più volte citato articolo 2 dello schema di decreto abroga gli articoli da 51 a 55 del TUF di cui al Capo I, Titolo IV, Parte II del TUF, in tema di "*provvedimenti ingiuntivi e crisi*". Come suddetto, il contenuto di tali disposizioni normative è stato trasfuso, con modifiche, nei nuovi articoli da 7-ter a 7-septies.

In ultimo, sempre nell'ambito del Titolo relativo ai "*Provvedimenti ingiuntivi e crisi*", con l'articolo 2, commi da 44 a 52 dello schema di decreto vengono modificati l'articolo in tema di intervento precoc, nonché le norme di cui al Capo II, rubricato "*Disciplina delle crisi*".

Trattasi di interventi non rilevanti, bensì di mero *drafting* normativo.

### Articolo 3 - (Modifiche alla parte III del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)

#### Premessa.

Il lavoro di recepimento della direttiva MiFID II e di adeguamento del quadro normativo nazionale al regolamento MiFIR si è caratterizzato, al fine di assicurare la massima armonizzazione, per una fedele interpretazione del dato normativo primario, per dare luogo a una trasposizione quanto più



possibile fedele al testo letterale dell'atto europeo; tuttavia, per alcuni punti specifici è risultato necessario declinare le disposizioni europee assicurando una coerenza con le specificità dell'ordinamento nazionale.

Il suddetto lavoro ha comportato, relativamente alla disciplina dei mercati, una rivisitazione delle disposizioni contenute nella Parte III del TUF. L'approccio seguito si muove, inoltre, in un'ottica di razionalizzazione del dettato normativo, anche al fine di semplificare la comprensione per i soggetti vigilati degli obblighi cui sono tenuti.

Nel Capo dedicato alle sedi di negoziazione l'approccio seguito - in coerenza con l'obiettivo della MiFID II di equiparare le diverse sedi di negoziazione (di seguito anche *trading venues*) e per assicurare chiarezza redazionale e semplificazione nell'individuazione degli oneri da parte dei soggetti vigilati - è stato quello di dettare, ove possibile, disposizioni applicabili in via generale a mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione, dettagliando successivamente gli obblighi solamente riferibili a ciascuna specifica tipologia di sede.

Con lo stesso obiettivo si è ritenuto di uniformare il più possibile il trattamento dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato con quello degli altri mercati, inserendo nel TUF la disciplina di tali sedi e non disciplinandola in deroga con un decreto del MEF. Il MEF, sentita la Banca d'Italia e la Consob, con apposito decreto potrà tuttavia stabilire eventuali requisiti specifici, individuare ulteriori modalità di negoziazione e/o tipologie di operatori ammessi su tali sedi nonché i criteri per la selezione degli operatori principali in titoli di Stato italiani, per esigenze connesse alla gestione del debito pubblico.

Con riferimento alla ripartizione delle materie tra livello primario e livello secondario, la tecnica del rinvio alle misure di regolamentazione mediante delega alle Autorità nel TUF è stata utilizzata, in linea generale, nei casi in cui:

1. la disciplina dettata dalla MiFID II è connotata da alto grado di tecnicismo e dettaglio: in tali casi è stato previsto nel TUF l'obbligo di portata generale mentre è stata delegata alla normativa secondaria la disciplina della molteplicità di comportamenti, presidi e controlli richiesti ai soggetti vigilati (ad esempio tale approccio è stato seguito per gli obblighi previsti negli articoli 17 e 48 MiFID II relativi, rispettivamente, al complesso di obblighi cui è soggetto chi svolge negoziazione algoritmica, e ai gestori di una sede di negoziazione in materia di resilienza del sistema);
2. a valle della previsione di un obbligo da parte della MiFID II nei confronti dei soggetti vigilati, occorre stabilire le modalità operative, *in primis* termini e modalità, per l'adempimento dell'obbligo (tali deleghe sono state attribuite, ad esempio, per il complesso di obblighi informativi e di comunicazione alle Autorità stabiliti per i gestori delle sedi di negoziazione).

Inoltre, come criterio generale, è stato ritenuto che la normativa secondaria sia la sede più idonea per dettare le modalità operative relative all'adempimento di alcuni obblighi previsti dalle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione del regolamento e della direttiva MiFI che, in quanto direttamente applicabili, non necessitano di recepimento nell'ordinamento domestico.

Dovendo recepire la disciplina europea in materia di mercati (direttiva e regolamento MiFI), controparti centrali e repertori di dati (regolamento EMI) e depositari centrali (regolamento CSD), già in sede di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 909/2014 (CSDR) e per il completo adeguamento al regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR) - vedasi il D.lgs. 12.8.2016, n. 176 - si è proceduto ad una sistematizzazione delle materie, che ora seguono l'ordine di seguito sinteticamente riportato.



## PARTE III DISCIPLINA DEI MERCATI

TITOLO I	DISPOSIZIONI COMUNI
TITOLO I-BIS	DISCIPLINA DELLE SEDI DI NEGOZIAZIONE E INTERNALIZZATORI SISTEMATICI
CAPO I	Finalità e destinatari della vigilanza
CAPO II	Le sedi di negoziazione
Sezione I	Autorizzazione del mercato regolamentato e requisiti del gestore
Sezione II	Organizzazione e funzionamento delle sedi di negoziazione
Sezione III	Ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla negoziazione
Sezione IV	Accesso alle sedi di negoziazione
Sezione V	Limiti di posizione e controlli sulla gestione delle posizioni in strumenti derivati su merci
Sezione VI	Mercati di crescita per le PMI
Sezione VII	Riconoscimento dei mercati
CAPO III	Gli internalizzatori sistematici
CAPO IV	Obblighi di negoziazione, di trasparenza e di segnalazione di operazioni in strumenti finanziari
TITOLO I-TER	SERVIZI DI COMUNICAZIONE DATI
TITOLO II	DISCIPLINA DELLE CONTROPARTI CENTRALI
CAPO I	Le controparti centrali
CAPO II	Autorità nazionali competenti per l'esercizio di ulteriori poteri di vigilanza
TITOLO II-BIS	DISCIPLINA DEI DEPOSITARI CENTRALI E DELLE ATTIVITA' DI REGOLAMENTO E DI GESTIONE ACCENTRATA
CAPO I	Autorità nazionali competenti e rilevanti
CAPO II	Finalità e destinatari della vigilanza
CAPO III	I depositari centrali
Sezione I	Disciplina dei depositari centrali
Sezione II	Crisi dei depositari centrali
CAPO IV	Gestione accentrata di strumenti finanziari
Sezione I	Gestione accentrata in regime di dematerializzazione
Sezione II	Gestione accentrata di strumenti finanziari cartolari
Sezione III	Gestione accentrata dei titoli di Stato
TITOLO II-TER	ACCESSO ALLE INFRASTRUTTURE DI POST-TRADING E TRA SEDI DI NEGOZIAZIONE E INFRASTRUTTURE DI POST-TRADING



CAPO I	Autorità nazionali competenti
CAPO II	Diritto di accesso e accordi
CAPO III	Vigilanza

Nel prosieguo viene illustrato il contenuto di ciascun articolo e vengono evidenziati, laddove rilevante, gli elementi di novità rispetto alle disposizioni vigenti e le aree tematiche relativamente alle quali è stato sollecitato, in particolare, un riscontro da parte del mercato.

## TITOLO I – DISPOSIZIONI COMUNI

Il Titolo è stato integralmente sostituito.

Il nuovo articolo 61 contiene una serie di definizioni nuove, derivanti dall'articolo 4 della direttiva MiFID II e funzionali alla disciplina dei mercati dettata nella Parte III.

Trattasi, in primo luogo, della definizione di "strategia di *market making*", utilizzata nell'ambito della nuova disciplina dettata per la negoziazione algoritmica su sedi di negoziazione, nonché dei requisiti operativi imposti alle sedi di negoziazione.

L'articolo contiene, inoltre, alcune definizioni strumentali alla distinzione dei regimi di trasparenza pre- e post-negoziazione rispettivamente applicabili agli strumenti finanziari rappresentativi di capitale (azioni e strumenti analoghi, anche identificati come *equity* ed *equity-like*) e agli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale (*non-equity*).

Al gruppo degli strumenti finanziari *equity-like* appartengono i "fondi indicizzati quotati" (*exchange-traded funds* — ETF) e i "*certificates*", di cui alle definizioni incluse nel nuovo articolo 61; anche nel caso dei *certificates* non si è proceduto alla traduzione del termine in italiano in quanto tali strumenti finanziari sono più comunemente conosciuti, nella pratica di mercato, con il termine inglese.

Appartengono invece al gruppo degli strumenti finanziari cosiddetti *non-equity* cui si applica, ai sensi del regolamento MiFIR, un differente regime di trasparenza, gli "strumenti finanziari strutturati" di cui alla definizione nel nuovo articolo 61.

Sono state quindi introdotte nel TUF, attraverso il predetto articolo 61, le definizioni di "sedi di negoziazione all'ingrosso" e di "operatore principale", strumentali alla ripartizione di competenze regolamentari e di vigilanza – operata dalle disposizioni contenute nella Parte III del TUF - fra il Ministero dell'economia e delle finanze, la Banca d'Italia e la Consob, con riferimento a tali specifiche sedi.

Per tenere conto della nuova disciplina dei mercati di crescita per le piccole o medie imprese sono state previste anche le definizioni di "mercato di crescita per le PMI" e "piccola o media impresa".

In ultimo, si evidenzia come la MiFID II faccia sovente riferimento all'organo di gestione dei soggetti vigilati<sup>13</sup>. Nel recepire le disposizioni della direttiva rivolte all'organo di gestione, nella

<sup>13</sup> Nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 36) di MiFID II è presente la seguente definizione per «organo di gestione»: "l'organo - o gli organi - di un'impresa di investimento, di un gestore del mercato o di un fornitore di servizi di comunicazione dati, designato conformemente al diritto nazionale, cui è conferito il potere di stabilire gli indirizzi strategici, gli obiettivi e la direzione generale dell'entità, che supervisiona e monitora le decisioni della dirigenza e comprende persone che dirigono di fatto l'attività dell'ente.



Parte III del TUF si è fatto riferimento al consiglio di amministrazione di una società. Si è ritenuto non opportuno specificare altro, stante l'indicazione già presente nell'impianto del TUF, nell'articolo 1, comma 6-ter, a mente del quale "Se non diversamente disposto, le norme del presente decreto legislativo che fanno riferimento al consiglio di amministrazione, all'organo amministrativo ed agli amministratori si applicano anche al consiglio di gestione e ai suoi componenti".

L'articolo 61-bis ripete il contenuto dell'attuale disposizione di cui all'articolo 60-ter del TUF vigente e detta i principi cui si attengono le autorità di vigilanza nel dettare le misure attuative delle disposizioni della Parte III.

## TITOLO I-BIS      DISCIPLINA DELLE SEDI DI NEGOZIAZIONE E INTERNALIZZATORI SISTEMATICI

Nell'ambito del Titolo I-bis, il Capo I include gli articoli con cui si dà luogo all'individuazione dei poteri che possono essere esercitati dalle autorità di vigilanza, operando contestualmente la ripartizione delle competenze assegnate alla Consob, alla Banca d'Italia e al Ministero dell'economia e delle finanze con particolare riguardo alle sedi di negoziazione all'ingrosso di alcune tipologie di strumenti finanziari.

Nell'individuare i poteri di vigilanza esercitabili, nel rispetto di quanto previsto dal dettato normativo europeo, ne sono dichiarate le finalità e ne sono altresì di volta in volta individuati i destinatari.

Le disposizioni contenute nell'articolo 62 della Parte III riproducono in buona sostanza quanto presente negli articoli 73 e 74 dell'attuale TUF, fermi restando i poteri e le attribuzioni della Banca d'Italia e della Consob ai sensi della Parte II del TUF.

Le disposizioni dettate nell'articolo 62-bis razionalizzano il contenuto degli attuali articoli 61, comma 10, e 66, comma 1, del TUF e, in parte, ampliano il dettato del livello 1 rispetto alla versione vigente, specificando la facoltà del MEF di prevedere requisiti specifici per le sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato, nei casi in cui si ritenga opportuno vista la peculiarità delle sedi di negoziazione in oggetto, nonché di prevedere ulteriori modalità di negoziazione oltre a quelle contenute nella definizione di sede di negoziazione all'ingrosso e, in ultimo, di definire i criteri per attribuire la qualifica di operatore principale ai soggetti operanti sulle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di stato, per esigenze connesse alla gestione del debito pubblico.

Il nuovo articolo 62-ter si occupa invece di ripartire la vigilanza sulle sedi di negoziazione all'ingrosso tra la Consob e la Banca d'Italia, riproducendo il dettato dell'articolo 76, comma 1, del TUF vigente. Vengono quindi attribuite alla Banca d'Italia e alla Consob – secondo le rispettive competenze e per il perseguimento delle rispettive finalità - la vigilanza sui gestori dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato e, ferme restando le competenze e le attribuzioni della Consob e della Banca d'Italia esercitabili ai sensi della Parte II del TUF, la vigilanza sui gestori di sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione nel caso in cui negozino all'ingrosso titoli di Stato. È poi attribuita alla Banca d'Italia la competenza a vigilare sulle regole delle sedi di negoziazione all'ingrosso, attualmente prevista nel comma 5, dell'articolo 19 del D.M. 216/09. Inoltre, si attribuisce alla Banca d'Italia il potere di richiedere ai gestori delle sedi di negoziazione le modifiche idonee a eliminare le disfunzioni riscontrate. Infine si prevede, in

---

Quando la presente direttiva fa riferimento all'organo di gestione e, conformemente al diritto nazionale, le funzioni di gestione e di supervisione strategica dell'organo di gestione sono assegnate a organi o membri diversi all'interno di uno stesso organo, lo Stato membro identifica gli organi o i membri dell'organo di gestione responsabili conformemente al proprio diritto nazionale, salva diversa disposizione della presente direttiva".



conformità a quanto disposto dall'attuale comma 2-ter dell'art. 76, il potere della Banca d'Italia di adottare atti e sostituirsi al gestore in caso di necessità e urgenza. In chiusura l'articolo stabilisce che il coordinamento delle funzioni di vigilanza, anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sulle sedi di negoziazione all'ingrosso, è assicurato dalla stipula di un protocollo d'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob.

L'articolo 62-*quater* attribuisce alla Banca d'Italia la potestà regolamentare al fine di stabilire gli obblighi informativi e di comunicazione dei gestori delle sedi di negoziazione all'ingrosso dei titoli di Stato nei confronti dell'Autorità. Nell'articolo sono inoltre puntualmente individuati – con riferimento alle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato - i poteri regolamentari da esercitarsi da parte della Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, così come le attribuzioni che spettano al Ministero dell'economia e delle finanze, scritte la Banca d'Italia e la Consob. Sono quindi individuate le attribuzioni che spettano alla Banca d'Italia in luogo della Consob, così come le informazioni, le comunicazioni e le segnalazioni che vanno trasmesse a tutte e tre le Autorità – Ministero dell'economia e delle finanze, Banca d'Italia e Consob – ovvero soltanto alla Banca d'Italia o soltanto alla Consob.

Nello stesso articolo sono puntualmente individuati i poteri di vigilanza esercitabili dalla Consob, dopo avere preventivamente acquisito il parere di Banca d'Italia, nei confronti delle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi da titoli di Stato, nonché di strumenti del mercato monetario e di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute.

L'articolo 62-*quinquies* attribuisce a entrambe le autorità – Consob e Banca d'Italia, con riguardo alle precipue competenze – il compito di vigilare sul rispetto delle disposizioni discendenti dagli atti delegati e dalle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione sia della dir. MiFID II sia del reg. MiFIR.

Negli articoli 62-*sexies* e 62-*septies* sono riprodotte, a meno di alcune modifiche minori, le disposizioni ora contenute rispettivamente nell'articolo 66-*bis* e nell'articolo 79 del TUF vigente, con riferimento alla vigilanza su sedi di negoziazione di strumenti finanziari sull'energia e il gas e su sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in curo.

Gli articoli che seguono dettagliano i poteri che, ai sensi della MiFID II (articolo 69), devono essere attribuiti alle autorità di vigilanza ai fini dell'esercizio dei compiti di vigilanza attribuiti con riguardo all'ambito delle sedi di negoziazione. In molti casi tali poteri risultano peraltro già presenti nell'attuale dettato normativo, anche attraverso il richiamo – perlomeno per quanto concerne l'azione di vigilanza della Consob – all'insieme dei poteri declinati nell'articolo 187-*octies* del TUF vigente.

In particolare, nell'articolo 62-*octies* sono esplicitati i poteri informativi e di indagine, nel successivo articolo 62-*novies* sono indicati i poteri ispettivi esercitabili sia direttamente dalle autorità, sia per il tramite del soggetto incaricato della revisione legale dei conti. Segue l'articolo 62-*decies*, in cui sono riportati i poteri di intervento, prevalentemente derivati dal citato articolo 69 di MiFID II, ma che in parte replicano anche quanto attualmente contenuto nell'articolo 74, comma 1, del TUF.

Nel Capo II si dispiega la disciplina delle sedi di negoziazione, il cui articolo di apertura, articolo 63, specifica, in linea con i presupposti e gli obiettivi della revisione della disciplina MiFID (vedi articolo 1, comma 7 della direttiva), che ciascun sistema multilaterale per la negoziazione di strumenti finanziari opera come mercato regolamentato o come sistema multilaterale di negoziazione o come sistema organizzato di negoziazione. Se ne ricava, implicitamente, come non



sia ammessa alcuna forma di negoziazione su base multilaterale al di fuori delle predette forme, soggette a disciplina specifica.

Segue la Sezione I, dedicata alle disposizioni che regolano la concessione dell'autorizzazione di un mercato regolamentato e che dettano i requisiti del soggetto gestore di un mercato regolamentato.

Nello specifico, l'articolo 64, la cui rubrica è *L'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati*, riproduce in parte le disposizioni attualmente contenute proprio nell'articolo 64 vigente (*Organizzazione e funzionamento del mercato e delle società di gestione*), mentre riproduce, per la parte in cui si rinvia alla potestà regolamentare della Consob in relazione alla determinazione delle attività connesse e strumentali e alla definizione dei requisiti generali di organizzazione, l'attuale articolo 61, comma 2, del TUF.

In tale articolo viene inoltre ribadito l'assoggettamento al vaglio dell'Autorità competente delle modifiche introdotte allo statuto delle società che gestiscono mercati regolamentati.

In ultimo, si dà attuazione all'articolo 5, paragrafo 2, della MiFID II laddove si prevede espressamente che, in deroga alle disposizioni che presiedono alla concessione di un'autorizzazione alla prestazione di servizi e/o all'esercizio di attività di investimento, *"Il gestore del mercato regolamentato può gestire un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, previa verifica da parte della Consob che esso rispetti le pertinenti disposizioni contenute nella Parte III"* del TUF e attinenti allo svolgimento delle due menzionate attività di investimento, secondo la relativa disciplina di derivazione diretta da MiFID II.

L'articolo 64-bis stabilisce gli obblighi riguardanti le persone che esercitano un'influenza significativa sulla gestione del mercato regolamentato, sostanzialmente ripetendo talune disposizioni attualmente contenute nell'articolo 61 del TUF attuale, integrate alla luce dei contenuti dell'articolo 46 di MiFID II.

La disposizione dell'articolo 46 di MiFID II, cui si è data attuazione nell'articolo 64-bis dello schema di decreto, prevede che l'influenza significativa sia declinata in termini di soglie di partecipazione al capitale del gestore del mercato. Tuttavia non è demandata alla Commissione UE l'individuazione delle soglie inerenti, lasciando libertà agli Stati membri circa la loro puntuale definizione.

L'articolo 64-bis non innova rispetto alla disciplina attualmente vigente (cfr. articolo 61 del TUF, in attuazione dell'articolo 38 della direttiva 2004/39/CE). A suo tempo, la scelta del legislatore fu di demandare alla Consob la concreta determinazione della "soglia partecipativa rilevante" (cfr. articolo 61, comma 6-bis, lett. a)). Ciò è stato puntualmente fatto dalla Consob con la disposizione di cui all'articolo 5 del vigente Regolamento Consob n. 16191/2007, in cui la predetta soglia è stata individuata nel "5% del capitale ordinario con diritto di voto della società di gestione" del mercato.

Si evidenzia, in merito, che tale soglia è funzionale all'accertamento del possesso, da parte dei partecipanti in misura rilevante al capitale di un gestore del mercato, dei requisiti di idoneità richiesti dalla direttiva MiFID II (a oggi richiesti dalla direttiva MiFID I).

Per tale ragione la Consob, nel dettare la disciplina secondaria di attuazione ha fissato la soglia minima di rilevanza nel 5% del capitale del gestore.

Alla luce di quanto sopra riportato, si rappresenta inoltre che, nonostante la similitudine verbale, il concetto di 'influenza significativa' presente nella disciplina MiFID differisce da quello di 'influenza notevole' presente nell'articolo 2359, comma 3, del Codice civile, che si muove nella diversa ottica di individuare le società di capitali fra loro collegate.

L'articolo 64-ter detta i requisiti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nel gestore del mercato regolamentato. Anche in questo caso disposizioni analoghe sono



contenute nell'articolo 61 del TUF vigente, ma le stesse sono state integrate onde tenere conto di quanto espressamente previsto dall'articolo 45 di MiFID II. Per fini di snellezza del testo unico in via di modifica, si è ritenuto opportuno rinviare il recepimento delle disposizioni di maggiore dettaglio, contenute nella disciplina europea, alla normativa secondaria, attraverso la previsione di una delega regolamentare espressa.

Per quanto riguarda la definizione più puntuale di alcuni concetti, quale ad esempio quello di "tempo sufficiente", si segnala che la direttiva, all'articolo 45, paragrafo 9, al fine di assicurare un'armonizzata applicazione, stabilisce che l'AESFEM adotti apposite linee guida.

La fase di autorizzazione di un mercato regolamentato è disciplinata dall'articolo 64-*quater*, in linea con quanto attualmente già previsto da alcune disposizioni contenute negli articoli 62 e 63 del TUF (approvazione e contenuti minimi del regolamento del mercato; caso del *self-listing* degli strumenti rappresentativi del capitale del gestore del mercato; vaglio preventivo del programma di attività; approvazione delle modificazioni del regolamento del mercato; iscrizione del mercato regolamentato in apposito elenco e comunicazione al fine dell'inserimento degli elenchi pubblicati sul sito dell'ESMA).

Sono inoltre esplicitamente previsti i casi in corrispondenza dei quali l'Autorità competente può rifiutare l'autorizzazione, con ciò recependo il disposto dell'articolo 45, paragrafo 7, MiFID II.

Nel medesimo articolo sono state quindi normate due delle ipotesi in corrispondenza delle quali la MiFID II prevede il venir meno dell'autorizzazione concessa ad un mercato regolamentato. Trattasi, in particolare, delle ipotesi in cui un mercato regolamentato non si avvalga dell'autorizzazione entro dodici mesi ovvero abbia cessato di funzionare da più di sei mesi, come indicato nell'articolo 44, paragrafo 5, di MiFID II.

Operando una scelta parzialmente difforme rispetto al dettato attuale del TUF (cfr. articolo 75, comma 2, TUF), si è previsto che, nell'ipotesi in cui un mercato regolamentato non si avvalga dell'autorizzazione entro dodici mesi, l'Autorità competente si limiti a pronunciare la decadenza dell'autorizzazione preventivamente rilasciata, in luogo dell'instaurazione di un vero e proprio processo di revoca, previsto per le ulteriori ipotesi indicate nel citato articolo 44, paragrafo 5, di MiFID II, e disciplinato nel successivo articolo 64-*quinquies*.

Nell'articolo 64-*quinquies* della proposta di articolato è previsto il potere dell'Autorità competente di revocare l'autorizzazione del mercato regolamentato quando: a) l'autorizzazione è stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; b) non sono più soddisfatte le condizioni cui è subordinata l'autorizzazione; c) sono state violate in modo grave e sistematico le disposizioni dettate con riferimento al mercato regolamentato o al gestore del mercato; d) abbia cessato di funzionare da più di sei mesi.

Nel medesimo articolo 64-*quinquies* sono inoltre disciplinate le fattispecie dello scioglimento degli organi amministrativi e di controllo del gestore del mercato e della nomina di un commissario in sostituzione, nonché della eventuale successiva revoca dell'autorizzazione e della gestione delle relative conseguenze. La disciplina dettata replica quanto già presente nell'articolo 75 del TUF, provvedendo solo a meglio specificare i presupposti dell'avvio della suddetta procedura.

La Sezione II del Capo II è dedicata alla disciplina dell'organizzazione e funzionamento delle sedi di negoziazione.

Il primo articolo della sezione – articolo 65 - si occupa dei requisiti di natura organizzativa richiesti ai mercati regolamentati, sia al momento dell'autorizzazione sia successivamente durante l'esercizio della propria attività.

Nella revisione del TUF si è ritenuto opportuno prevedere direttamente a livello di normativa primaria (il cd. livello 1) i requisiti in esame (analoghi a quelli già dettati dalla MiFID e attualmente



contenuti nel Regolamento Mercati) attribuendo a Consob il potere di dettagliarli tramite regolamento, dettando altresì la metodologia di determinazione dell'entità delle risorse finanziarie sufficienti di cui ciascun mercato regolamentato deve disporre. Inoltre, in coerenza con l'articolo 53, paragrafo 4, di MiFID II, viene chiarito che i membri o partecipanti al mercato sono tenuti a rispettare le regole di condotta generali (obblighi di informativa, di adeguatezza/idoneità ed esecuzione alle condizioni migliori) quando, operando per conto dei loro clienti, ne eseguono gli ordini su un mercato regolamentato.

L'articolo 65-*bis* racchiude i requisiti di natura organizzativa comuni ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e ai sistemi organizzati di negoziazione (OTF) richiesti, sia al momento dell'autorizzazione sia successivamente, in conformità all'articolo 18 della MiFID II.

Analogamente a quanto sopra rappresentato per i mercati regolamentati, si è ritenuto opportuno inserire direttamente nel TUF la specificazione dei requisiti organizzativi richiesti, anch'essi ad oggi contenuti nel Regolamento Mercati della Consob con riferimento agli MTF.

Tra le novità preme segnalare l'obbligo per gli MTF e gli OTF di dotarsi di misure atte a garantire la gestione di conflitti di interesse con particolare riferimento alle conseguenze negative sull'operatività svolta, e quello di avere almeno tre membri, partecipanti o clienti, i quali siano concretamente attivi sul sistema e possano interagire tra loro per la formazione dei prezzi.

Infine vengono definiti nel livello 1 anche alcuni obblighi informativi in capo a MTF e OTF, quali fornire una descrizione dettagliata del sistema (e degli eventuali legami con altre sedi di negoziazione o internalizzatori sistematici) e l'elenco dei membri/partecipanti e clienti.

I successivi articoli 65-*ter* e 65-*quater*, replicando l'impianto di MiFID II, dettano requisiti specifici, aggiuntivi a quelli sopra analizzati, rispettivamente per MTF e OTF.

Più nel dettaglio, l'articolo 65-*ter* ribadisce, in linea con quanto già previsto nella vigente MiFID, che gli MTF devono disporre di regole non discrezionali per l'esecuzione degli ordini nel sistema. Inoltre, coerentemente con l'obiettivo di una maggiore equiparazione tra le sedi di negoziazione, estende agli MTF la previsione di alcuni dei requisiti organizzativi previsti per i mercati regolamentati (procedure di gestione dei rischi e risorse finanziarie sufficienti). Anche con riferimento alle operazioni concluse in un MTF è previsto che le regole di condotta non trovano applicazione nei rapporti tra membri e partecipanti o tra questi e il gestore del sistema ma soltanto nel momento in cui l'intermediario esegue un ordine per conto di un cliente su un sistema multilaterale di negoziazione.

L'articolo 65-*quater* detta i requisiti specifici previsti per l'OTF chiarendo che il tratto distintivo della nuova sede di negoziazione prevista dalla MiFID II è la discrezionalità riconosciuta al gestore nel momento dell'esecuzione degli ordini.

In coerenza con quanto previsto dall'articolo 20, paragrafo 7, della MiFID II, che richiede obblighi informativi puntuali da parte del gestore alle Autorità, in particolare sulle modalità con cui lo stesso esercita la propria discrezionalità, a Consob è attribuito il potere di dettare in via regolamentare il contenuto delle informazioni che il richiedente deve fornire al momento dell'autorizzazione alla gestione di un OTF.

Inoltre, visto il ruolo peculiare del gestore di un OTF, sono stabilite anche alcune regole relative alle altre attività esercitabili contestualmente alla gestione di tale sistema ed è stabilito che alle operazioni concluse sul sistema in esame sono applicabili le regole di condotta per le imprese di investimento relative all'informativa, alla valutazione di adeguatezza/idoneità e all'esecuzione alle condizioni migliori.

Nel successivo articolo 65-*quinquies* sono state recepite le disposizioni dettate in materia di negoziazione "*matched principal*", definita e regolamentata per la prima volta dalla MiFID II.



In particolare, è previsto che il gestore di un OTF, nell'ambito dell'operatività prestata e con riferimento agli strumenti negoziabili in tale sistema, possa utilizzare la modalità di negoziazione c.d. *matched principal* (opportunamente definita nell'articolo 61), a patto che il cliente vi abbia acconsentito (articolo 20, paragrafo 2 MiFID II).

Al gestore dell'OTF è inoltre concesso di effettuare negoziazione per conto proprio – diversa dalla negoziazione *matched principal* – su titoli di debito sovrano che non abbiano un mercato liquido, secondo quanto specificato nello stesso articolo. Al contrario, viene chiarito che i gestori di mercati regolamentati o di MTF non possono eseguire ordini di clienti in contropartita diretta o svolgere negoziazione *matched principal* (articoli 47, paragrafo 2, e 19, paragrafo 5, MiFID II).

L'articolo 65-*sexies* - in coerenza con l'obiettivo di dettare, ove possibile, disposizioni applicabili in via generale alle sedi di negoziazione – recepisce le novità apportate dalla MiFID II in termini di resilienza dei sistemi e negoziazione elettronica, stabilendo i requisiti operativi necessari per le *trading venue* ai sensi dell'articolo 48 della MiFID II (richiamato dall'articolo 18 per MTF e OTF).

Una prima serie di requisiti è legata all'obiettivo dell'ordinata negoziazione, garantita tramite la predisposizione da parte del gestore di presidi per gestire picchi di volume di ordini o messaggi e in condizioni di mercato critiche nonché di procedure che garantiscano la continuità operativa.

Un secondo set di requisiti specifica quanto richiesto ai gestori nel caso in cui nella piattaforma sia consentita l'immissione di ordini tramite sistemi algoritmici di negoziazione, in termini di possibilità di intervento del gestore – rifiuto di ordini o sospensione delle negoziazioni - e di individuazione degli algoritmi e delle persone che li utilizzano.

La disposizione introduce, poi, nuove regole in materia di rapporti tra gestori e soggetti abilitati che perseguono strategie di *market making* sul sistema, di servizi di co-ubicazione, commissioni, dimensione dei *tick* di negoziazione e di sincronizzazione degli orologi (contenuta nel successivo articolo 49 MiFID II) e replica l'obbligo dei gestori di predisporre misure idonee per controllare il rispetto delle regole del sistema da parte di membri, partecipanti e clienti.

L'articolo in esame attribuisce, infine, all'Autorità competente il potere di approvare gli accordi di esternalizzazione del gestore della sede a soggetti terzi in caso di funzioni operative critiche nonché la potestà di dettagliare, tramite regolamentazione di secondo livello, i requisiti operativi specifici di cui i gestori delle sedi devono dotarsi nel caso in cui intendano consentire l'accesso elettronico diretto a membri, partecipanti e clienti.

Per completezza preme sottolineare che sulle materie oggetto del presente articolo è previsto l'intervento della regolamentazione europea di secondo livello.

L'articolo 65-*septies*, che chiude la sezione II relativa all'organizzazione e al funzionamento delle sedi di negoziazione, è dedicato alla previsione degli obblighi informativi e di comunicazione del gestore di una sede di negoziazione. In un'ottica di semplificazione e accorpamento, l'articolo identifica i principali obblighi informativi delegando alla Consob il potere di dettarne con regolamento il contenuto specifico, i termini e le modalità di comunicazione. Tra le novità preme segnalare la facoltà dell'Autorità, a seguito di richiesta al gestore, di avere disponibilità del *book* di negoziazione, anche accedendovi direttamente.

La Sezione III è dedicata all'ammissione, alla sospensione e all'esclusione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni.

Anche in tal caso si segue un approccio trasversale per le diverse sedi di negoziazione, sebbene per i mercati regolamentati continuino a valere regole più pervasive. Rispetto al TUF vigente, la materia, che si arricchisce di alcune novità introdotte dalla MiFID II, trova ora una collocazione autonoma, sia in ragione della specificità dell'ammissione, della sospensione e dell'esclusione rispetto ai profili, trattati nella sezione II, relativi all'organizzazione e al funzionamento dei sistemi di



negoziatore, sia per il particolare assetto di competenze che sono ripartite tra gestore del mercato e Autorità di vigilanza.

A tal fine si provvede ad una più ordinata sistemazione della disciplina in materia – anche alla luce delle modifiche nel corso del tempo intervenute a livello europeo e nazionale. Segue, infine, la disciplina della negoziazione degli strumenti finanziari emessi dal gestore della sede di negoziazione, introdotta dalla Legge 28 dicembre 2005, n. 262 (di seguito anche Legge a tutela del risparmio), dove la competenza è di esclusiva spettanza dell’Autorità di vigilanza.

L’articolo 66 ribadisce, in linea peraltro con quanto già attualmente previsto nella prima MiFID e, quindi, nel Regolamento Mercati della Consob, i criteri generali cui devono conformarsi le sedi di negoziazione nella definizione delle condizioni di ammissione a negoziazione.

L’articolo 66-bis ribadisce quanto già previsto dal Testo unico vigente ai commi 2-bis e 3-bis dell’articolo 62, introdotti dalla c.d. Legge a tutela del risparmio.

La competenza del gestore del mercato regolamentato in materia di ammissione, sospensione ed esclusione dalle negoziazioni è già prevista al nuovo articolo 64 (cfr. *supra*): l’articolo 66-ter si limita, dunque, alla relativa disciplina.

Quanto ai provvedimenti di sospensione ed esclusione si prevede innanzitutto – con una regola che è oggi estesa dalla MiFID II a tutti i gestori delle sedi di negoziazione – che il potere di adottarli è in ogni caso condizionato ad una previa verifica (da parte del gestore medesimo) del loro impatto sugli interessi degli investitori e sull’ordinato funzionamento del mercato.

Viene inoltre previsto che la sospensione o l’esclusione debba estendersi anche ad alcuni strumenti finanziari derivati (relativi allo strumento finanziario oggetto della misura), qualora necessario per sostenere le finalità sottese alla sospensione o all’esclusione. Si ribadisce, in ultimo, la soggezione di alcuni dei provvedimenti del gestore del mercato regolamentato al controllo della Consob, in base alla speciale procedura già introdotta dalla citata Legge a tutela del risparmio.

L’articolo 66-quater ribadisce innanzitutto il potere dell’Autorità competente di sospendere o escludere uno strumento finanziario o di richiedere che vi provveda il gestore. La regola viene naturalmente estesa anche agli OTF.

Gli altri commi attuano quindi le disposizioni della MiFID II (articoli 32 e 52) che prevedono alcuni meccanismi in base ai quali a misure di sospensione ed esclusione di strumenti finanziari adottati in una sede di negoziazione debbano seguire, al ricorrere di determinati presupposti e fatto in ogni caso salvo il potere di veto delle Autorità di vigilanza (a tutela degli interessi degli investitori e dell’ordinato svolgimento delle negoziazioni), analoghe misure anche nelle altre sedi di negoziazione e negli internalizzatori sistematici in cui lo strumento finanziario è negoziato.

Rispetto alla disciplina già attualmente prevista dal TUF (che, in attuazione della MiFID, è limitata ai provvedimenti assunti su iniziativa delle Autorità di vigilanza) la procedura prende a riferimento anche i provvedimenti adottati dai gestori delle sedi di negoziazione, seppur limitatamente ai casi in cui la sospensione o l’esclusione sia dovuta a determinati presupposti specificatamente individuati dalla disposizione *de qua*.

L’articolo 66-quinquies ribadisce quanto già previsto dal TUF vigente agli articoli 64, comma 1-ter, e 74, comma 1-bis, introdotti dalla Legge a tutela del risparmio.

Anche per quanto riguarda l’accesso alle sedi di negoziazione si è preferito concentrare le disposizioni in una sezione dedicata, Sezione IV. Alcune delle regole in materia erano già presenti nel Testo Unico vigente, altre, come quelle che riguardano la negoziazione algoritmica, sono di nuovo conio.



L'articolo 67 ribadisce, innanzitutto, quanto già previsto dalla disciplina vigente circa la definizione delle regole di accesso, che devono essere trasparenti, non discriminatorie e basate su criteri oggettivi. Si ribadisce innanzitutto che agli MTF e ai mercati regolamentati possono accedere le imprese di investimento e gli enti creditizi, e si individuano le condizioni (analoghe a quelle previste attualmente all'articolo 25, comma 2) che devono essere rispettate per l'accesso di soggetti diversi, i quali, in seguito alla disciplina più restrittiva prevista dalla MiFID II e confluita nella parte relativa alle esenzioni, rappresentano una categoria più limitata.

Sono inoltre confluite nell'articolo in esame alcune disposizioni contenute nell'articolo 67 del TUF vigente; con la modifica viene estesa a tutte le tipologie di sedi di negoziazione la disciplina in merito alla predisposizione, da parte di queste, di dispositivi appropriati onde facilitare l'accesso remoto. Tali norme hanno a oggetto sia la predisposizione sul territorio della Repubblica di dispositivi appropriati da parte di sedi di negoziazione di altri Stati membri sia quella sul territorio degli altri Stati membri da parte di sedi di negoziazione autorizzate in Italia.

Qualora una sede di negoziazione estera che si sia dotata dei suddetti dispositivi nel territorio italiano, assuma un'importanza sostanziale per il funzionamento del mercato finanziario italiano e la tutela degli investitori in Italia, è previsto che le Autorità competenti italiane stipulino accordi con le autorità di vigilanza dello Stato membro di origine della sede europea, idonei ad assicurare il coordinamento della cooperazione in materia di vigilanza e dello scambio di informazioni su base transfrontaliera.

Per quanto concerne il concetto di "importanza sostanziale", la direttiva demanda ad un apposito atto delegato della Commissione. Si tratta, nello specifico, del regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione che definisce, tra l'altro, i criteri per determinare quando le operazioni di un mercato regolamentato in uno Stato membro ospitante sono considerate di importanza sostanziale per il funzionamento dei mercati dei valori mobiliari e la tutela degli investitori in tale Stato (Art. 90).

Nel seguente articolo 67-bis, sono confluite, senza sostanziali modifiche, le disposizioni, introdotte dalla Legge a tutela del risparmio, contenute all'articolo 64 TUF che, per un verso, assoggettano i provvedimenti di sospensione degli operatori ad un controllo da parte dell'Autorità competente, per l'altro, attribuiscono a quest'ultima il potere di richiedere al gestore del mercato regolamentato l'esclusione o la sospensione di un operatore. Rispetto alle disposizioni dell'articolo 64 si è provveduto, in linea con l'autonomo rilievo riconosciuto ai poteri di ammissione, sospensione, esclusione di strumenti finanziari (vedi *supra* Sezione III), a scorporare la parte relativa agli operatori.

L'articolo 67-ter recepisce le novità introdotte dall'articolo 17 della MiFID II il quale, nel perseguimento dell'obiettivo generale di garantire l'integrità dei mercati, regola l'attività di membri e partecipanti di mercati regolamentati e MTF e clienti di OTF che intendano operare tramite negoziazione algoritmica e fornire accesso elettronico diretto.

Viene specificato che la vigilanza sul rispetto dei requisiti previsti per questi soggetti – ferme restandole competenze di vigilanza prudenziale della Banca d'Italia – spetta alla Consob, la quale più esercitare a tal fine una serie di poteri informativi, continuativi o *ad hoc*, relativi all'operatività svolta.

L'articolo contiene, inoltre, una delega affinché la Consob, sentita la Banca d'Italia, regolamenti i peculiari obblighi di registrazione cui sono tenuti i soggetti che effettuano tecniche di negoziazione algoritmica e gli obblighi in capo alle Sim e alle banche che effettuano negoziazione algoritmica per perseguire una strategia di *market making*.



Alla Consob, sentita Banca d'Italia, è attribuito il potere di specificare con regolamento le condizioni cui è subordinata la possibilità di fornire l'accesso elettronico diretto nonché gli obblighi di notifica, di informazione e di registrazione cui sono tenute le Sim e le banche che forniscono un accesso elettronico diretto a una sede di negoziazione.

La disposizione prevede che le discipline relative alla negoziazione algoritmica e all'accesso elettronico diretto trovano applicazione anche per alcune tipologie di soggetti che, ancorché non abilitati, possano essere ammessi in qualità di membri o partecipanti alle sedi di negoziazione, alle condizioni previste nella direttiva, nei confronti dei quali la Consob potrà provvedere a specificare, ove necessario, i requisiti dettati in via generale per tali attività.

L'articolo recepisce, infine, i presidi dettati dalla MiFID II per le Sim e le banche che agiscono in qualità di partecipanti alle controparti centrali per conto di altri soggetti.

La Sezione V all'interno del Titolo II dà accoglimento alla nuova disciplina dei limiti e controlli sulle posizioni assunte in derivati su merci, contenuta negli articoli 57 e 58 della dir. MiFID II.

Le previsioni dell'articolo 57 della direttiva sono riprodotte nel nuovo articolo 68 nella Parte III del TUF con la sola eccezione di quelle afferenti ai controlli e ai poteri esercitabili da parte del gestore di una sede di negoziazione sulle posizioni in strumenti derivati su merci scambiati sulla propria piattaforma, che sono state invece recepite nel separato articolo 68-bis.

Nell'articolo 68-ter sono invece state recepite quelle previsioni, sempre contenute nell'articolo 57 MiFID II, che attengono ad aspetti più procedurali, come le caratteristiche che i limiti che vengono imposti ai titolari delle posizioni devono presentare e il dovere di informazione dei gestori di sedi di negoziazione nei confronti dell'autorità di vigilanza.

In ultimo, le previsioni dell'articolo 58 della direttiva, concernenti gli obblighi di notifica che incombono sui titolari delle posizioni in derivati su merci, sono confluite nel nuovo articolo 68-quater.

L'articolo 68-quinquies attribuisce alla Consob – in aggiunta ai poteri alla stessa già spettanti per il perseguimento delle finalità di tutela della trasparenza, dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e degli investitori e dei più pervasivi poteri attualmente presenti nell'articolo 187-octies del TUF – gli specifici poteri consistenti nella possibilità di richiedere a chiunque informazioni, notizie, dati o l'esibizione di documenti, di richiedere a chiunque di adottare misure per ridurre l'entità di una posizione o esposizione in strumenti derivati su merci, di limitare la possibilità di chiunque di concludere un contratto derivato su merci (previsti nell'articolo 69, paragrafo 2, MiFID II, rispettivamente ai punti j, o e p).

Nella Sezione VI (Mercato di crescita per le PMI), in attuazione dell'articolo 33 di MiFID II, l'articolo 69 riconosce ai gestori di MTF la possibilità di chiedere che l'MTF gestito sia registrato dalla Consob come "mercato di crescita delle PMI".

A tal fine sono individuati i requisiti che l'Autorità di vigilanza deve accertare per procedere alla registrazione. Sono altresì individuati i presupposti per la revoca della registrazione, che può avvenire anche su richiesta del gestore dell'MTF. Si prevedono inoltre le condizioni e le conseguenze dell'ammissione a negoziazione in assenza di domanda da parte dell'emittente, che deve in ogni caso essere informato e non deve aver sollevato obiezioni. La disciplina in materia sarà completata dagli atti delegati la cui adozione è demandata alla Commissione Europea.

La Sezione VII è dedicata al riconoscimento dei mercati e comprende l'articolo 70, il quale replica la disciplina sul riconoscimento dei mercati già vigente (Art. 67 TUF vigente)<sup>14</sup>. Si è proceduto alla

<sup>14</sup> Art. 67



sistematizzazione dell'articolo, al cui interno erano in precedenza collocate disposizioni non strettamente relative al riconoscimento di mercati extra-UE. Tali disposizioni, come opportunamente segnalato, sono state collocate in contesti più appropriati.

Per quanto concerne la disposizione che prevede la stipula di accordi da parte della Consob con le corrispondenti autorità di paesi extra UE, si segnala che si tratta di accordi di natura tecnica per lo scambio di informazioni e la cooperazione in materia di vigilanza che sono previsti e disciplinati espressamente nell'articolo 4 del TUF in tema di collaborazione tra autorità di vigilanza italiane e corrispondenti autorità di vigilanza UE e non UE, conformemente al quadro normativo UE che regola il sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF).

Il Capo III contiene alcune disposizioni in materia di internalizzatori sistematici.

L'articolo 71, per un verso, ribadisce l'obbligo per le imprese di investimento che rientrano nella definizione di internalizzatore sistematico di informarne la Consob (che provvede sua volta alla notifica all'ESMA ai fini della redazione dell'elenco a livello europeo), per l'altro, riconosce alla Consob il potere di chiedere agli internalizzatori sistematici le informazioni che ritenga utili alla verifica della permanenza delle caratteristiche indicate dalla relativa definizione.

Il Capo IV, inserito all'interno del Titolo II, abbraccia le disposizioni sugli obblighi di negoziazione, di trasparenza e di segnalazione di operazioni in strumenti finanziari e si apre con l'individuazione delle autorità domestiche competenti in materia – precisamente il Ministero dell'economia e delle finanze, la Consob e la Banca d'Italia (articolo 72) – ancorché la vigilanza sui relativi obblighi, nonché su altri obblighi del regolamento MiFIR in materia di mercati - quali gli obblighi di negoziazione previsti per le azioni scambiate in una sede di negoziazione (articolo 23, MiFIR) e per gli strumenti derivati (articolo 28, MiFIR), l'obbligo di concedere l'accesso non discriminatorio agli indici di riferimento e di concedere una licenza per gli stessi, sia esclusivamente attribuita alla Consob (vedi successivo articolo 73).

Gli articoli seguenti si occupano quindi di dettare gli elementi principali della procedura da seguire in caso di istanza di autorizzazione di un'esenzione rispetto all'applicazione del nuovo regime di trasparenza.

Mentre spetta sempre alla Consob la concessione, nonché l'eventuale sospensione o revoca, di un'esenzione rispetto agli obblighi di informazione pre-negoziazione che gravano sulle sedi di negoziazione, così come la definizione del contenuto e delle modalità di presentazione della domanda di esenzione da parte del gestore di una sede di negoziazione, la stessa autorità è tenuta a coordinarsi con la Banca d'Italia, chiedendole l'intesa o acquisendone il preventivo parere, rispettivamente in caso di concessione di esenzioni ai gestori delle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato oppure di sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici,

---

*(Riconoscimento dei mercati)*

1. La Consob iscrive in un'apposita sezione dell'elenco previsto dall'articolo 63, comma 2, i mercati regolamentati riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario.
  2. La Consob, previa stipula di accordi con le corrispondenti autorità, può riconoscere mercati esteri di strumenti finanziari, diversi da quelli inseriti nella sezione prevista dal comma 1, al fine di estenderne l'operatività sul territorio della Repubblica.  
*2-bis.* La Consob, al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, può stipulare accordi con le autorità di vigilanza dello Stato di origine di mercati regolamentati comunitari che abbiano acquisito, a giudizio della Consob, un'importanza sostanziale per il funzionamento del mercato finanziario italiano e la tutela degli investitori in Italia. Per i mercati all'ingrosso di titoli di Stato tali compiti sono attribuiti alla Banca d'Italia.
  3. Le società di gestione che intendano chiedere ad autorità di Stati extracomunitari il riconoscimento dei mercati da esse gestiti, ne danno comunicazione alla Consob, che rilascia il proprio nulla osta previa stipula di accordi con le corrispondenti autorità estere. Per i mercati all'ingrosso di titoli di Stato la comunicazione è data alla Banca d'Italia, che rilascia il proprio nulla osta previa stipula di accordi con le competenti autorità estere e ne informa la Consob.
- (... omissis ...)



diversi dai titoli di Stato, nonché di titoli normalmente negoziati sul mercato monetario e di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute (articolo 74).

Lo stesso schema, nella ripartizione di competenze fra Consob e Banca d'Italia, è seguito per quanto attiene all'*iter* concernente la concessione di un'autorizzazione alla pubblicazione differita di informazioni post-negoziato (articolo 76).

Gli articoli 75 e 77 si occupano, con riferimento rispettivamente agli obblighi di trasparenza pre-negoziato e a quelli di trasparenza post-negoziato, della possibilità per le autorità di adottare provvedimenti di temporanea sospensione di detti obblighi nel caso in cui si verifichi una diminuzione della liquidità di uno strumento finanziario al di sotto di una soglia determinata sulla base di parametri e metodi individuati dall'ESMA con misure di secondo livello.

Si prevede che tali provvedimenti vengano adottati dalla Consob per tutti gli strumenti finanziari (acquisendo il parere di Banca d'Italia con particolare riferimento ai titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, nonché ai titoli normalmente negoziati sul mercato monetario e agli strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute), ad eccezione dei titoli di Stato, per cui la competenza per l'assunzione dei provvedimenti di temporanea sospensione degli obblighi di trasparenza viene attribuita al Ministero dell'economia e delle finanze, su proposta della Banca d'Italia d'intesa con la Consob.

L'ultimo articolo contenuto in tale Capo (articolo 78) principalmente stabilisce un generale potere di richiesta di informazioni da parte della Consob nei confronti di sedi di negoziazione, dispositivi di pubblicazione autorizzati e fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione, per le finalità connesse con l'applicazione dei regimi di trasparenza pre e post-negoziato, dell'obbligo di negoziazione su derivati, nonché per determinare se un'impresa di investimento è un internalizzatore sistematico.

## TITOLO I-TER SERVIZI DI COMUNICAZIONE DATI

Il Titolo I-ter è dedicato alla disciplina dei servizi di comunicazione di dati, introdotti dalla MiFID II con le finalità di assicurare maggiore trasparenza e qualità delle informazioni a disposizione del mercato e di garantire la ricezione, da parte delle Autorità, di dati esaustivi sulle operazioni, per lo svolgimento degli assegnati compiti di vigilanza.

Le disposizioni qui contenute trovano applicazione per tutti i servizi di comunicazione - dispositivi di pubblicazione autorizzati (APA), meccanismi di segnalazione autorizzati (ARM) e sistemi consolidati di pubblicazione (CTP) - a eccezione dell'articolo 79-*quater* che regola i requisiti organizzativi tipici di ciascun servizio prestato.

Nell'articolo 79, che apre il Titolo, è stabilito che l'esercizio dei servizi in esame debba essere oggetto di previa autorizzazione e viene individuata la Consob come Autorità competente ad autorizzare e a vigilare in via continuativa su detti soggetti, tramite l'esercizio dei poteri ivi richiamati.

L'articolo 79-*bis* descrive le condizioni necessarie per ottenere l'autorizzazione, delegando alla Consob il potere di regolamentare il contenuto e le modalità di presentazione dell'istanza. Con riferimento all'ambito di applicazione dell'autorizzazione è chiarito che l'autorizzazione deve specificare per quale/i servizi di comunicazione di dati è concessa - salva la possibilità della sua successiva estensione - e che è valida in tutta l'Unione europea. Preme sottolineare che un gestore di un mercato regolamentato può esercitare uno dei servizi in esame, previa verifica del rispetto dei requisiti e integrazione della sua autorizzazione come mercato regolamentato.



Infine l'articolo riconosce alla Consob, in analogia con quanto disposto per i mercati, il potere di revocare l'autorizzazione concessa, nonché quello di dettare con regolamento le ipotesi di decadenza dall'autorizzazione.

L'articolo 79-ter che segue si rivolge ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo all'interno dei fornitori di servizi di comunicazioni dati: prevede che tali soggetti rispettino i requisiti di onorabilità, professionalità e dedichino tempo sufficiente alle loro funzioni, secondo quanto specificato dalla Consob nell'esercizio del suo potere regolamentare, ma sostanzialmente in linea con le misure di livello secondo e terzo che saranno all'uopo adottate dall'ESMA. Inoltre, è previsto che l'organo di amministrazione nel suo complesso possieda conoscenze adeguate, abbia definito dispositivi di *governance* appropriati per la gestione aziendale e rispetti gli obblighi di comunicazione verso la Consob relativi ai soggetti apicali e ai cambiamenti interscambiati, nel rispetto di quanto dettagliato dalla regolamentazione che sarà dettata dalla Consob.

Nell'articolo 79-quater sono stati recepiti gli articoli 64, 65 e 66 della MiFID II, ciascuno dei quali dedicato a una particolare tipologia di servizio di comunicazione dati. Nel recepimento di quanto previsto dalle citate disposizioni si è ritenuto opportuno introdurre la previsione dei requisiti generali, comuni ai tre servizi (predisposizione di misure in tema di gestione di conflitti di interesse, dotazione di adeguate risorse e dispositivi di *back-up*) rinviando al Regolamento Mercati della Consob per il recepimento puntuale dei requisiti organizzativi specifici.

## TITOLO II DISCIPLINA DELLE CONTROPARTI CENTRALI

Il lavoro di adeguamento del quadro normativo nazionale al regolamento CSDR (regolamento (UE) n. 909/2014) e di completamento dell'adeguamento alle previsioni del regolamento EMIR (regolamento (UE) n. 648/2012), sulla base della delega conferita al Governo ai sensi dell'articolo 12, comma 1, della legge 9 luglio 2015, n. 114 (legge di delegazione europea 2014) ha comportato per un riordino organico della disciplina del *post-trading*.

Con il decreto legislativo 12 agosto 2016, n. 176, i Capi I e II del Titolo II sono stati sostituiti e gli articoli rinumerati.

Le modifiche apportate agli articoli 79-sexies e 79-novies, nonché l'introduzione del nuovo articolo 79-octies.1, servono essenzialmente ad individuare le autorità nazionali competenti per il rispetto degli obblighi previsti dal regolamento MiFIR (regolamento (UE) n. 600/2014).

## TITOLO II-BIS DISCIPLINA DEI DEPOSITARI CENTRALI E DELLE ATTIVITA' DI REGOLAMENTO E DI GESTIONE ACCENTRATA

Il Titolo II-bis è stato introdotto dal D.lgs. 176/2016. Le modifiche apportate agli articoli 79-undecies e seguenti, sono funzionali all'individuazione delle autorità di vigilanza competenti, mentre l'introduzione del nuovo articolo 79-noviesdecies.1, serve a specificare quali disposizioni del TUF attuative della disciplina MiFID/MiFIR, trovino applicazione ai depositari centrali che sono autorizzati, alla ricorrenza dei presupposti previsti da CSDR, alla prestazione di servizi e attività di investimento.

## TITOLO II-TER ACCESSO ALLE INFRASTRUTTURE DI POST-TRADING E TRA SEDI DI NEGOZIAZIONE E INFRASTRUTTURE DI POST-TRADING



Il Titolo II-ter è stato introdotto dal D.lgs. 176/2016. Le modifiche apportate all'articolo 90-ter individuano la Consob quale autorità competente in relazione all'accesso alle sedi di negoziazione da parte delle controparti centrali (CCP) e dei depositari centrali (CSD), ai sensi di MiFIR, e la Banca d'Italia quale autorità competente ai sensi di MiFIR in relazione all'accesso alle controparti centrali da parte di sedi di negoziazione e depositari centrali, con previsione del rilascio dell'intesa della Consob, ai fini dell'esercizio delle funzioni previste in materia dal citato regolamento.

All'articolo 90-sexies, dove trovano collocazione le disposizioni derivanti da MiFID II che sanciscono il diritto per il gestore di un mercato regolamentato o di un MTF di concludere accordi con i CSD e le CCP stabilite in un altro Stato membro, la modifica è volta a specificare che tali accordi devono rispettare le norme MiFIR in tema di accesso non discriminatorio a una controparte centrale o a una sede di negoziazione.

#### Articolo 4 - (Modifiche alla parte IV del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)

Le modifiche apportate agli articoli 98-sexies, 99, 100-ter e 114 sulla disciplina degli emittenti, hanno lo scopo di aggiornare e armonizzare i contenuti delle suddette norme con le modifiche apportate alle parti I, II e III. In particolare, gli obblighi relativi alla segnalazione delle violazioni sono stati spostati nel nuovo articolo 4-undecies, che riguarda tutti i soggetti di cui alle parti II e III, comprese le Sgr che effettuano l'attività di offerta al pubblico di quote o azioni di OICVM.

#### Articolo 5 - (Modifiche alla parte V del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)

Relativamente agli interventi normativi operati in materia sanzionatoria si rappresenta quanto segue:

##### - Riorganizzazione sistematica delle norme sanzionatorie

Il recepimento della MiFID II ha costituito l'occasione per procedere a una complessiva razionalizzazione dell'impianto normativo sanzionatorio del Tuf; alla luce di ciò, i relativi articoli sono stati ripartiti e riformulati in modo da tener distinte le violazioni relative alla disciplina Intermediari rispetto alle violazioni relative alla disciplina Mercati e creando, altresì, degli articoli *ad hoc* per le sanzioni derivanti dall'applicazione di atti normativi europei direttamente applicabili (cfr. nuovo articolo 190.4 TUF).

A tal fine, si è partiti dall'epurare l'articolo 190 del Tuf - attualmente dedicato alle "Sanzioni amministrative pecuniarie in tema di disciplina degli intermediari, dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari" - dalle violazioni afferenti all'area Mercati, che sono trasigrate nei nuovi articoli 190.3. e 190.5 TUF.

Tale risistemazione, oltre a facilitare la lettura e la correlata applicazione dei precetti sanzionatori, è funzionale ad agevolare la modifica delle medesime disposizioni conseguente alla futura revisione della normativa europea già recepita e in fase di recepimento.

##### - La tipologia di risposte punitive

Quanto alla tipologia di sanzioni amministrative applicabili, la MiFID II (articolo 70) fornisce un elenco minimo di possibili risposte punitive alle violazioni dei precetti dalla stessa previsti.



In coerenza con le indicazioni fornite dalla Direttiva, la disciplina sanzionatoria proposta offre alle Autorità competenti un ampio strumentario di possibili reazioni a condotte antigiuridiche, che consta di:

- a) sanzioni amministrative pecuniarie, distinte nei limiti minimi e massimi edittali in base alla natura del relativo destinatario - persona fisica o persona giuridica- allo scopo di garantire una maggiore proporzionalità ed effettività della risposta punitiva (cfr. artt. 187-quinquiesdecies e ss. TUF). In particolare, con riferimento all'articolo 187-quinquiesdecies, il minimo edittale è stabilito a diecimila euro in linea con l'importo minimo previgente rispetto alla legge n. 262/2005<sup>15</sup>. Il massimo edittale, in conformità con quanto stabilito dalla Direttiva, è innalzato da uno a cinque milioni di euro. L'intervento normativo assicura pertanto un ampliamento del range tra minimo e massimo edittale per la sanzione pecuniaria, in modo da poter rispettare il principio della proporzionalità della sanzione in caso di comportamenti di minima o massima offensività. Per quelli di minore offensività, il minimo edittale di diecimila euro permette di sanzionare condotte antigiuridiche per le quali, altrimenti, soprattutto nei confronti di persone fisiche, la sanzione minima di cinquantamila euro potrebbe risultare eccessiva e sproporzionata. Si tratta di una decisione di politica sanzionatoria e l'intervento appare conforme al criterio di delega (lett. q).
- b) sanzioni alternative alle sanzioni pecuniarie, applicabili in caso di violazioni connotate da scarsa offensività o pericolosità della condotta: cc.dd. "reprimenda pubblica" e "ordine di porre termine alle violazioni" ("ordine sanzionatorio") (cfr. articoli 194-quater e 194-septies TUF);
- c) sanzioni accessorie a carico dei soli esponenti aziendali ritenuti responsabili: oltre al temporary ban, anche il permanent ban (già, peraltro, introdotto con il recepimento della Direttiva 2014/91/UE, c.d. "UCITS V") (cfr. articolo 190-bis, commi 3 e 3-bis, TUF);
- d) sanzione accessoria dell'interdizione temporanea ad essere membro o partecipante di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o ad essere cliente di un sistema organizzato di negoziazione (cfr. articolo 190.3, comma 3, TUF).

- Le sanzioni amministrative pecuniarie; la nozione di fatturato

Il recepimento della MiFID II costituisce inoltre l'occasione per intervenire in modo organico sul TUF, armonizzando e rendendo coerente la nozione di fatturato da utilizzare ai fini della determinazione delle sanzioni amministrative pecuniarie in applicazione della disciplina europea.

L'opzione regolatoria proposta nel TUF consta di due interventi:

1) l'inserimento di un'unica disposizione "guida" ove si precisa, in linea generale, in conformità con le disposizioni europee, cosa si intende per "fatturato" ai fini dell'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie.

A tal fine è introdotto, nell'articolo 195 (Procedura sanzionatoria), dopo il comma 1, il seguente comma: *"1-bis. Ai fini dell'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente titolo, per fatturato si intende il fatturato totale annuo della società o dell'ente risultante*

<sup>15</sup> La misura iniziale della sanzione amministrativa pecuniaria ("da euro diecimila a euro duecentomila") è stata quintuplicata dall'art. 39, comma 3, della legge 262 del 28 dicembre 2005: per effetto di tale disposizione gli importi al momento vigenti devono intendersi rispettivamente così determinati: euro diecimila in euro cinquantamila; euro duecentomila in euro un milione.



*dall'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo competente, così come definito dalle disposizioni attuative di cui all'articolo 196-bis."*

2) Al contempo si ritiene necessario specificare in normativa primaria che laddove non sia possibile individuare il fatturato alla stregua del criterio generale sopra indicato, dovrà farsi riferimento alla soglia del massimale fisso di 5 milioni di euro. Tale specificazione serve a conferire la necessaria certezza giuridica all'individuazione, da parte degli interessati, delle sanzioni loro applicabili.

A tal fine, è inserito un richiamo al nuovo comma 1-bis dell'articolo 195 del TUF ogni qualvolta viene menzionato il fatturato: sostituendo l'attuale inciso "[quando] il fatturato è disponibile e determinabile" con il seguente: "[quando] il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-bis."

Si sottolinea che nella formulazione proposta l'aggettivo "determinabile" non è più utilizzato in senso assoluto, "in quanto tale", ma opportunamente contestualizzato in quanto inteso come impossibilità di determinare il fatturato secondo il criterio normativo individuato in linea con le disposizioni europee.

- Eliminazione del doppio binario per le ipotesi di abusivismo

La delega di recepimento della MiFID II consente di "*valutare di non prevedere sanzioni amministrative per le fattispecie previste dall'articolo 166 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (...)*" [articolo 9, lett. s), della Legge di delegazione europea].

Alla luce del citato criterio di delega e in linea con le soluzioni normative da ultimo proposte anche nell'ambito dei lavori di recepimento della Direttiva UCITS V - l'articolato proposto adotta soluzioni volte sia a evitare l'introduzione, sia a procedere all'eliminazione, di possibili spazi di sovrapposizione tra la risposta sanzionatoria penale e quella amministrativa per le fattispecie di abusivismo contemplate nel TUF.

A tal fine, le ipotesi di abusivismo sono state ricondotte al solo ambito penale delineato dall'articolo 166 del medesimo Testo Unico (a titolo esemplificativo, è stata eliminata, la sanzione amministrativa per le ipotesi di abusivo svolgimento dell'attività di consulente finanziario autonomo e del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede e lasciata, per tali fattispecie, la sola sanzione penale già prevista dall'articolo 166, commi 1, lettera a), e 2 (cfr. abrogazione articolo 190-ter).

Analogamente - al fine di imprimere coerenza e organicità alla materia dell'abusivismo nel suo complesso - viene prevista la sanzione penale anche per la speculare ipotesi di svolgimento abusivo di offerta fuori sede e di promozione e collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di "prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari" e, parallelamente, di eliminare la corrispondente sanzione amministrativa (cfr. articoli 166, comma 1, lett. c), e 190, comma 1, del Documento Modifiche)<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Al riguardo, si fa presente che quella di "prodotto finanziario" non è una nozione armonizzata (né in ambito MiFID II, né in altri atti normativi UE); si tratta di una definizione a portata esclusivamente nazionale. Tale intervento si giustifica alla luce della più volte richiamata esigenza di coerenza e organicità della materia, che consente di apportare le "occorrenti modificazioni alla normativa vigente" sancita dalla medesima delega di recepimento della Direttiva [cfr. articolo 9, lett. f), della LDE-2014]. Inoltre l'intervento - andando a sancire l'esclusiva sanzionabilità in via penale di una fattispecie di abusivismo - si giustifica anche alla luce dello specifico espresso criterio di delega di cui all'articolo 9, comma 1, lettera s), della LDE - 2014.



Al contempo, per rendere chiara l'abolizione del sistema del "doppio binario" in materia di abusivismo, nel testo posto in consultazione, l'attuale articolo 190 del TUF è stato integrato con l'espressa clausola di applicazione delle relative sanzioni amministrative "*Salvo che il fatto costituisca reato ai sensi dell'articolo 166*".

La clausola in parola è prevista, oltre che nell'*incipit* dell'articolo 190, anche in quello dell'articolo 190.3, dedicato alle "*Sanzioni amministrative in tema di disciplina dei mercati e dei servizi di comunicazione dati*", in quanto derivante dallo scorporo del medesimo articolo 190.

- Creazione di un articolo unico in materia inapplicabilità di specifiche disposizioni della legge 24 novembre 1981, n. 689 (articolo 195-*quinquies*)

Il recepimento della MiFID II costituisce l'occasione anche per effettuare una sistematizzazione della disciplina sanzionatoria al fine di rendere la stessa maggiormente organica e coerente.

A tale riguardo si prevede, in particolare, la creazione del nuovo articolo 195-*quinquies*, rubricato "*Inapplicabilità di specifiche disposizioni della legge 24 novembre 1981, n. 689*", volto a sancire in un'unica disposizione il principio generale della non applicabilità di taluni articoli della legge n. 689/1981 (c.d. "Legge di depenalizzazione") a tutte le sanzioni amministrative pecuniarie previste dal Titolo II della Parte V del TUF<sup>17</sup>.

Allo stato, l'inapplicabilità dei citati articoli della Legge di depenalizzazione è prevista negli articoli 187-*septies*, 188, 190, 191, 193, 193-*ter* e 194 del TUF, nelle quali verrà parallelamente eliminata.

Inoltre, per effetto della nuova disposizione unica, tale inapplicabilità è stata estesa anche a talune fattispecie sanzionatorie per le quali la stessa non è attualmente prevista, in conseguenza dell'intenso processo di stratificazione degli interventi normativi. In particolare, è stata estesa alle fattispecie disciplinate dai seguenti articoli:

- 190.1 (*Sanzioni amministrative pecuniarie in tema di disciplina della gestione accentrata di strumenti finanziari\_ CSDR*);
- 192-*quater* (*Obbligo di astensione*);
- 193-*bis* (*Rapporti con società estere aventi sede legale in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria*);
- 193-*ter* (*Sanzioni amministrative pecuniarie relative alle violazioni delle prescrizioni di cui al*

<sup>17</sup> Di seguito si riportano gli articoli della legge n. 689/1981 per i quali si sancisce la non applicabilità e le relative motivazioni:

- articolo 6 (*Solidarietà*): nel sistema vigente del TUF (*post* CRD IV), ove "autore della violazione" è considerato direttamente l'ente (e non più i relativi esponenti aziendali), non ha ragione di esistere la previsione di un sistema di solidarietà dell'ente al pagamento della sanzione pecuniaria con l'autore della violazione;
- articolo 10 (*Sanzione amministrativa pecuniaria e rapporto tra limite minimo e limite massimo*): i limiti ediziali sono già prefissati dalle singole disposizioni sanzionatorie del TUF;
- articolo 11 (*Criteri per l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie*): i criteri per l'applicazione delle sanzioni amministrative della Banca d'Italia e della Consob sono già stabiliti dall'articolo 194-*bis* del TUF;
- articolo 16 (*Pagamento in misura ridotta*): le sanzioni del TUF che possono essere estinte mediante il pagamento in misura ridotta sono sancite dall'articolo 194-*quinquies* del medesimo Testo Unico.



regolamento (UE) n. 236/2012);

- 193-quinquies (Sanzioni amministrative pecuniarie relative alle violazioni delle disposizioni previste dal regolamento (UE) n. 1286/2014- PRIIPS); e

- 195-quater (Sanzioni in caso di risoluzione\_ BRRD ).

L'intervento in questione appare opportuno perché in taluni casi il mancato richiamo a tale inapplicabilità appare un'incocrenza sistematica che va corretta e altresì legittimato dall'esigenza di coerenza e organicità della materia, che consente di apportare le "occorrenti modificazioni alla normativa vigente" sancita dalla medesima delega di recepimento della MiFID II [cfr. articolo 9, lett. t), della LDE-2014].

Alla luce di quanto detto, il primo comma del nuovo articolo 195-quinquies prevede che: "Alle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente titolo non si applicano gli articoli 6, 10, 11 e 16 della legge 24 novembre 1981, n. 689".

Allo stesso tempo, in linea con quanto già attualmente previsto, la nuova disposizione reca una parziale deroga al citato principio generale per le sanzioni amministrative applicabili ai Consulenti abilitati all'offerta fuori sede (a cui verranno equiparati anche le altre categorie di Consulenti Finanziari, vale a dire i Consulenti finanziari autonomi e le Società di Consulenza finanziaria) (cfr. vigente articolo 196, comma 3, TUF). Tale deroga risulta giustificata dalle specificità delle suddette sanzioni non più, tra l'altro, irrogate dalla Consob (ma dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari).

Il secondo comma del nuovo articolo 195-quinquies stabilisce quindi che: "In deroga a quanto previsto dal comma 1, alla sanzione amministrativa pecuniaria prevista dall'articolo 196 si applicano le disposizioni contenute nella legge 24 novembre 1981, n. 689, ad eccezione dell'articolo 16".

#### Articolo 6 - (Modifiche alla parte VI del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)

Il recepimento della normativa MiFID II ha comportato il necessario allineamento anche della disciplina applicabile agli agenti di cambio<sup>18</sup>.

In particolare, gli interventi all'articolo 201 seguono gli adattamenti sistematici connessi all'attuazione della normativa MiFID II, al fine di garantire l'aderenza della disciplina nazionale

<sup>18</sup> Fino alla riforma dell'intermediazione mobiliare introdotta dalla L. 2.1.1991, n. 1, all'agente di cambio era riservata la negoziazione dei titoli in borsa. La riserva è cessata con la legge t/1991 che ha demandato tale attività alle SIM che possono operare nei mercati regolamentati con propri dipendenti abilitati e, transitoriamente, anche attraverso agenti di cambio. Poiché non saranno più banditi concorsi per la nomina di agenti di cambio, la legge prevede che gli agenti in attività possono continuare ad esercitare la professione fino al pensionamento. Sono stati creati due ruoli: quello "unico" degli agenti in proprio, e quello "speciale" degli agenti che esercitano per conto di una Sim, di una Sgr o di una banca.

Pertanto, quello degli agenti di cambio è un ruolo ad esaurimento, in quanto l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è, ai sensi dell'art.18 del TUF, riservato alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle banche italiane e alle banche UE.

Dal 2015 non vi sono più iscritti al ruolo "unico", ne rimangono 17 in quello "speciale".



dettata in materia all'assetto normativo europeo riguardante la prestazione dei servizi di investimento.

In particolare, nella prospettiva di evitare ingiustificati disallineamenti, è stato previsto, al comma 12, anche nei confronti dei menzionati soggetti la possibilità di esercitare i poteri di *product intervention* di cui all'art. 7-bis, con conseguente applicazione delle relative misure sanzionatorie, comprese quelle contenute nell'articolo 190.4, che prevede l'irrogazione di sanzioni amministrative in caso di violazione delle disposizioni previste dal regolamento MiFI, dagli atti delegati e dalle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione della direttiva e del regolamento MiFI.

#### Articolo 7 - (Modifiche dell'Allegato al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)

Il nuovo Allegato al D.lgs. 58/1998, ora rinominato ALLEGATO I, riproduce il contenuto dell'ALLEGATO I della direttiva 2014/65/UE, sostituendo il precedente.

#### Articolo 8 - (Modifiche al decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385)

Le modifiche da apportare al testo unico bancario riguardano essenzialmente la disciplina dell'operatività transfrontaliera delle banche di paesi terzi che prestano servizi di investimento.

Il nuovo articolo 29-ter del TUF, sulle banche di paesi terzi, disciplina l'esercizio di servizi e attività d'investimento da parte di banche non UE e richiama l'applicazione delle relative norme del TUB (articoli 13, 14, comma 4 e 15, comma 4) che regolano lo stabilimento di succursali in Italia ai sensi della direttiva 2013/36/UE (CRD IV).

A completamento del nuovo regime si propone la modifica dell'articolo 16, comma 4, del TUB, che disciplina la libera prestazione di servizi delle banche extracomunitarie, prevedendo che, nel caso di svolgimento di servizi o attività d'investimento, si applichi la disciplina prevista dall'articolo 29-ter del TUF.

#### Articolo 9 - (Disposizioni relative al decreto del Presidente della Repubblica 30 dicembre 2003, n. 398)

Da una ricognizione effettuata sul testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico, è emerso che alcuni riferimenti normativi al TUF sono obsoleti e necessitano di una revisione.

Tuttavia, trattandosi di un testo unico misto, alcuni articoli del DPR hanno natura regolamentare, altri legislativa, altri mista.

Gli interventi in questione riguardano, in particolare, gli articoli 2, comma 1, lettera a), sulle definizioni e l'articolo 24, commi 1, 2 e 3, sull'individuazione delle società di gestione accentrata. Tali disposizioni hanno natura regolamentare, quindi non è stato possibile effettuare interventi modificativi del DPR con lo strumento del decreto legislativo.

Pertanto, si è ritenuto opportuno specificare all'articolo in esame i corretti riferimenti normativi (in un caso si fa rinvio alla normativa europea direttamente applicabile), nelle more di una modifica regolamentare delle citate disposizioni.

#### Articolo 10 - (Disposizioni transitorie e finali)



Il comma 1 dell'articolo 10 indica la data di entrata in vigore delle nuove norme, mentre il comma 2 la data di applicazione.

E' necessario prevedere che fra la data di entrata in vigore delle disposizioni del decreto e quella prevista per la loro applicabilità si continuino ad applicare le disposizioni oggi vigenti (altrimenti, fra le due date si creerebbe un vuoto normativo relativo alle disposizioni modificate). Pertanto, alla fine del comma 2 è stata posta la seguente formula: " (...) Fino alle predette date continuano ad applicarsi le disposizioni in vigore il giorno precedente alla data di entrata in vigore del presente decreto legislativo."

I commi 3, 4 e 5 riguardano l'avvio dell'operatività dell'Albo unico dei consulenti finanziari e dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo, previsti dall'articolo 31 del TUF, nonché il relativo passaggio di competenze dalla Consob all'OCF, che l'articolo 1, comma 41, della legge 28.12.2015, n. 208, subordina ad una o più delibere della Consob.<sup>1920</sup>

Il comma 6 riguarda l'abilitazione di diritto all'esecuzione di ordini per conto dei clienti.

La MiFID II ha chiarito che la disciplina disegnata per la prestazione dei servizi di investimento trova applicazione anche nel caso di distribuzione (in abbinamento o meno al servizio di consulenza) da parte di imprese di investimento ed intermediari bancari di strumenti finanziari di propria emissione. L'attività della specie è stata, in particolare, inquadrata nell'ambito della prestazione del servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti.

Alla luce della scelta normativa europea e in linea con quanto già prospettato in sede di consultazione, è stata confermata la scelta di concedere alle banche italiane e alle Sim iscritte nei rispettivi albi al momento di applicazione del novellato TUF l'autorizzazione *ex lege* all'esercizio del servizio in questione, salvo espressa rinuncia da parte dei medesimi soggetti.

Al riguardo, si fa presente che, rispetto alla soluzione posta in consultazione, l'abilitazione di diritto è accordata *"limitatamente alla sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari di propria emissione"*, al fine di delimitarne, in linea con lo spirito della normativa europea, il perimetro oggettivo.

---

<sup>19</sup> **Comma 41**

41. Entro sei mesi dall'adozione del regolamento di cui al comma 36, la CONSOB e l'organismo per la tenuta dell'albo unico dei promotori finanziari stabiliscono con protocollo di intesa le modalità operative e i tempi del trasferimento delle funzioni, gli adempimenti occorrenti per dare attuazione al nuovo assetto statutario e organizzativo, nonché le attività propedeutiche connesse all'iscrizione con esonero dalla prova valutativa delle persone fisiche consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria. I soggetti che risultano iscritti, alla data di cui alla lettera a) del presente comma, nell'albo unico dei promotori finanziari tenuto dall'organismo di cui all'articolo 31, comma 4, del decreto legislativo n. 58 del 1998 sono iscritti di diritto nell'albo unico dei consulenti finanziari. **Con successive delibere da adottare, anche disgiuntamente, in conformità al predetto regolamento di cui al comma 36 e al protocollo di intesa di cui al primo periodo del presente comma, la CONSOB stabilisce:**

- a) la data di avvio dell'operatività dell'albo unico dei consulenti finanziari;
- b) la data di avvio dell'operatività dell'organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari.

<sup>20</sup> **Comma 36**

36. Le funzioni di vigilanza sui promotori finanziari attribuite alla CONSOB dal testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito denominato «decreto legislativo n. 58 del 1998», sono trasferite all'organismo di cui all'articolo 31, comma 4, del predetto decreto legislativo, che assume anche le funzioni dell'organismo di cui agli articoli 18-bis, comma 6, e 18-ter, comma 3, del medesimo decreto legislativo nonché la denominazione di «organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari». Tale organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla CONSOB con proprio regolamento e sotto la vigilanza della medesima. I riferimenti all'organismo di tenuta dell'albo dei consulenti finanziari nonché alla CONSOB, contenuti negli articoli 18-bis, comma 6, 31, comma 7, 55 e 196, comma 2, del decreto legislativo n. 58 del 1998, si intendono sostituiti da riferimenti all'organismo di cui al primo periodo del presente comma. I commi 2, 3, 4 e 5 dell'articolo 18-bis del decreto legislativo n. 58 del 1998 sono abrogati. Resta ferma la vigente regolamentazione degli obblighi previdenziali degli iscritti all'albo di cui al citato articolo 31, comma 4, del decreto legislativo n. 58 del 1998.



In ragione della sopra richiamata limitazione operativa e nell'ottica di evitare ingiustificati disallineamenti, l'autorizzazione *ex lege* è riconosciuta anche alle succursali in Italia di imprese di investimento e di banche extracomunitarie.

Commi 7 e 8. In base alla normativa vigente, la sottoscrizione e/o collocamento con o senza assunzione a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, è quel servizio nel quale l'intermediario, generalmente nell'ambito di offerte al pubblico di strumenti finanziari, li "distribuisce" agli investitori e può svolgersi:

- a) con assunzione a fermo o con garanzia: l'intermediario garantisce a chi offre gli strumenti finanziari il collocamento degli stessi o, addirittura, li sottoscrive esso stesso e li vende poi al pubblico. E' una forma di collocamento largamente diffusa: una banca o un gruppo di banche (sindacato/consorzio) assume, ad un prezzo determinato, la totalità di un prestito obbligazionario e offre i titoli in sottoscrizione pubblica, lucrando sulla differenza di prezzo;
- b) senza assunzione a fermo o senza garanzia: l'intermediario si limita a collocare i titoli presso il pubblico, restituendo all'emittente quelli che non riesce a piazzare. Il rischio della riuscita dell'operazione rimane in capo all'emittente.

L'Allegato I, Sezione A, della direttiva MIFID II nomina questo servizio di investimento come:

- 6) Assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile.
- 7) Collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile.

Analogamente nel TUF (cfr. articolo 1, comma 5, lettere c) e c-bis), e Allegato I) vengono utilizzate le nuove definizioni.

Le norme transitorie di cui ai commi 5 e 6 servono a chiarire che le autorizzazioni già rilasciate per la prestazione dei citati servizi di investimento continuano ad essere valide anche dopo la data di applicazione delle nuove norme contenute nel TUF.

Comma 9. Le nozioni di quote di emissioni, derivati su merci o su quote di emissioni, sono nuove nel nostro ordinamento (cfr. art. 1, nuovo comma 2-ter TUF e Allegato I). Si tratta di categorie di strumenti finanziari che vengono ricomprese nel perimetro disciplinato dalla direttiva MiFID II.

La norma transitoria consente la prosecuzione dell'attività di negoziazione per conto proprio di tali strumenti finanziari a tutti quei soggetti (a cui si applica la direttiva) che, entro un anno dalla data di applicazione della nuova normativa contenuta nel TUF, presentino domanda di autorizzazione ai sensi della MiFID, salvo il caso in cui l'autorizzazione venga rifiutata e, in tale caso, fino a tale data.

Il comma 10 conferma i termini di applicazione previsti dall'articolo 5 del D.lgs. 176/2016, di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 909/2014 (CSDR), che detta disposizioni transitorie in materia di gestione accentrata e post-trading, disciplinati dai titoli II-bis e II-ter della parte III del TUF.

Con il comma 11 viene abrogato il D.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179 - Istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori in attuazione dell'articolo 27, commi 1 e 2, della L. 28 dicembre 2005, n. 262, che rimane in vigore fino alla data di applicazione delle nuove disposizioni contenute negli articoli 32-ter e 32-ter.1 del TUF, sulla risoluzione stragiudiziale delle controversie e sul



Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, che danno attuazione all'articolo 75 della direttiva MiFID, che richiede agli Stati membri *"l'istituzione di procedure efficaci ed effettive di reclamo e di ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie in materia di consumo relative alla prestazione di servizi di investimento..."*.

I commi 12 e 13 ribadiscono il principio che le norme sanzionatorie non hanno efficacia retroattiva, pertanto, alle violazioni commesse prima della data di applicazione delle nuove norme contenute nel TUF si applicano quelle previgenti.

Con il comma 14 viene abrogato il DM 26.6.1997, n. 329, che al suo interno reca la disciplina delle esenzioni obbligatorie, in quanto la materia è ora disciplinata dal nuovo articolo 4-terdecies del TUF, in attuazione dell'articolo 2 della MiFID II. Il vecchio regolamento resta tuttavia in vigore fino alla data di applicazione delle nuove norme.

#### Articolo 11 - (Clausola di invarianza finanziaria)

L'articolo prevede che dal decreto non debbano derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.



Allegato		
Atti delegati adottati dalla Commissione sulla base della direttiva 2014/65/UE (MIFID II) e del Regolamento (UE) n. 600/2014 (MIFIR)		
1	DIRETTIVA DELEGATA (UE) 2017/593 DELLA COMMISSIONE del 7 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
2	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/565 DELLA COMMISSIONE del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
3	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/566 DELLA COMMISSIONE del 18 maggio 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione in materia di rapporto tra ordini non eseguiti e operazioni al fine di prevenire condizioni di negoziazione anormali	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
4	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/567 DELLA COMMISSIONE del 18 maggio 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le definizioni, la trasparenza, la compressione del portafoglio e le misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti e alle posizioni	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
5	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/568 DELLA COMMISSIONE del 24 maggio 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative all'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione su mercati regolamentati	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
6	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/569 DELLA COMMISSIONE del 24 maggio 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alla sospensione e all'esclusione di strumenti finanziari dalla negoziazione	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
7	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/570 DELLA COMMISSIONE del 26 maggio 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alla determinazione del mercato rilevante in termini di liquidità in relazione alla comunicazione della sospensione temporanea delle negoziazioni	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
8	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/571 DELLA COMMISSIONE del 2 giugno 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sull'autorizzazione, i requisiti organizzativi e la pubblicazione delle operazioni per i fornitori di servizi di comunicazione dati	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
9	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/572 DELLA COMMISSIONE del 2 giugno 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione per la specifica dei dati pre- e post-negoziazione da mettere a disposizione e del livello di disaggregazione dei dati	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
10	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/573 DELLA COMMISSIONE del 6 giugno 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87



	mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui requisiti volti a garantire che i servizi di co-ubicazione e le strutture delle commissioni siano equi e non discriminatori	del 31.3.2017
11	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/574 DELLA COMMISSIONE del 7 giugno 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative al grado di precisione degli orologi	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
12	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/575 DELLA COMMISSIONE dell'8 giugno 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui dati che le sedi di esecuzione devono pubblicare sulla qualità dell'esecuzione delle operazioni	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
13	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/576 DELLA COMMISSIONE dell'8 giugno 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alla pubblicazione annuale da parte delle imprese di investimento delle informazioni sull'identità delle sedi di esecuzione e sulla qualità dell'esecuzione	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
14	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/577 DELLA COMMISSIONE del 13 giugno 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sul meccanismo del massimale del volume e sulla presentazione di informazioni a fini di trasparenza e per altri calcoli	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
15	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/578 DELLA COMMISSIONE del 13 giugno 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano gli obblighi in materia di accordi e sistemi di market making	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
16	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/579 DELLA COMMISSIONE del 13 giugno 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati per gli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative ai contratti derivati aventi un effetto diretto, rilevante e prevedibile nell'Unione e alla prevenzione dell'elusione delle norme e degli obblighi	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
17	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/580 DELLA COMMISSIONE del 24 giugno 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione inerenti alla conservazione dei dati pertinenti agli ordini relativi a strumenti finanziari	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
18	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/581 DELLA COMMISSIONE del 24 giugno 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione concernenti l'accesso alla compensazione in relazione alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
19	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/582 DELLA COMMISSIONE del 29 giugno 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano l'obbligo di compensazione dei derivati negoziati in mercati regolamentati e i tempi di accettazione per la compensazione	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
20	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/583 DELLA COMMISSIONE del 14 luglio 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87



	sul mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sugli obblighi di trasparenza a carico delle sedi di negoziazione e delle imprese di investimento in relazione a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e derivati	del 31.3.2017
21	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/584 DELLA COMMISSIONE del 14 luglio 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione per specificare i requisiti organizzativi delle sedi di negoziazione	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
22	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/585 DELLA COMMISSIONE del 14 luglio 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione per gli standard e il formato dei dati di riferimento relativi agli strumenti finanziari e le misure tecniche in relazione alle disposizioni che devono adottare l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e le autorità competenti	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
23	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/586 DELLA COMMISSIONE del 14 luglio 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sullo scambio di informazioni tra le autorità competenti ai fini della cooperazione nelle attività di vigilanza, nelle verifiche in loco e nelle indagini	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
24	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/587 DELLA COMMISSIONE del 14 luglio 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sugli obblighi di trasparenza a carico delle sedi di negoziazione e delle imprese di investimento relativamente ad azioni, certificati di deposito, fondi indicizzati quotati (ETF), certificati e altri strumenti finanziari analoghi e sull'obbligo di eseguire le operazioni su talune azioni nelle sedi di negoziazione o tramite gli internalizzatori sistematici	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
25	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/588 DELLA COMMISSIONE del 14 luglio 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative al regime in materia di dimensioni del tick di negoziazione per azioni, certificati di deposito e fondi indicizzati quotati (ETF)	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
26	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/589 DELLA COMMISSIONE del 19 luglio 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione per specificare i requisiti organizzativi delle imprese di investimento che effettuano la negoziazione algoritmica	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
27	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/590 DELLA COMMISSIONE del 28 luglio 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alla segnalazione delle operazioni alle autorità competenti	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
28	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/591 DELLA COMMISSIONE del 1o dicembre 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative all'applicazione dei limiti di posizione agli strumenti derivati su merci	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017
29	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/592 DELLA COMMISSIONE del 1o dicembre 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative ai criteri per stabilire quando un'attività debba essere considerata accessoria all'attività principale	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 87 del 31.3.2017



30	REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2016/2020 DELLA COMMISSIONE del 26 maggio 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui criteri per determinare se gli strumenti derivati soggetti all'obbligo di compensazione debbano essere soggetti all'obbligo di negoziazione	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 313 del 19.11.2016
31	Regolamento delegato (UE) 2016/2021 della Commissione, del 2 giugno 2016, che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sull'accesso ai valori di riferimento	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 313 del 19.11.2016
32	Regolamento delegato (UE) 2016/2022 della Commissione, del 14 luglio 2016, che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alle informazioni per la registrazione delle imprese di paesi terzi e al formato delle informazioni da fornire ai clienti	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea - L 313 del 19.11.2016





TABELLA DI CONCORDANZA AI SENSI DELL'ART. 31, COMMA 2, DELLA L. 234/2012

DIRETTIVA 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari	DISPOSIZIONI NAZIONALI DI ATTUAZIONE (già presenti nell'ordinamento)	ARTICOLI DEL TUF DA MODIFICARE O DA INSERIRE EX NOVO	NORME REGOLAMENTARI DA MODIFICARE O DA INSERIRE EX NOVO
Art. 1 - Ambito di applicazione		Art. 18 - Soggetti Art. 25 <i>bis</i> – Depositi strutturati e prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari emessi da banche  Art. 63 – Sistemi multilaterali per la negoiazione di strumenti finanziari.  Art. 79- <i>noviesdecies</i> .1 - Disposizioni della direttiva 2014/65/UE applicabili allo svolgimento di servizi e attività di investimento da parte dei depositari centrali	
Art. 2 - Esenzioni		Art. 4- <i>terdecies</i> TUF - Esenzioni	
Art. 3 – Esenzioni facoltative		Art. 18 <i>bis</i> TUF – Consulenti finanziari autonomi  Art. 18 <i>ter</i> TUF – Società di consulenza finanziaria  Art. 50 <i>quinqüies</i> - Gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese	
Art. 4 - Definizioni		Art. 1 TUF – Definizioni Art. 61 TUF – Definizioni	



Art. 5 – Requisiti per l'autorizzazione		Art. 4 TUF - Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio  Art. 18 TUF, Soggetti Art. 19 TUF – Autorizzazione Art. 20 TUF – Albo  TUF TITOLO I-BIS - Capo II – Sezione I – Autorizzazione del mercato regolamentato e requisiti del gestore  Art. 64 – L'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati.	Artt. 3-16 Regolamento Intermediari  RTS e ITS della Commissione Europea direttamente applicabili
Art. 6 – Ambito di applicazione dell'autorizzazione		Art. 18 TUF - Soggetti Art. 19 TUF – Autorizzazione	Artt. 3-16 Regolamento Intermediari  RTS e ITS della Commissione Europea direttamente applicabili
Art. 7 – Procedure per la concessione e il rifiuto dell'autorizzazione		Art. 19 TUF – Autorizzazione  TUF – Titolo I-BIS - Capo II – Sezione I – Autorizzazione del mercato regolamentato e requisiti del gestore	Artt. 3-16 Regolamento Intermediari  RTS approvati dall'ESMA e sottoposti alla Commissione UE per l'adozione finale
Art. 8 – Revoca delle autorizzazioni		Art. 19, commi 3 e ss. TUF Art. 20bis TUF	Artt. 3-16 Regolamento Intermediari  RTS e ITS della Commissione Europea direttamente applicabili
Art. 9 – Organo di gestione	Art. 13 TUF – Esponenti aziendali	Art. 6, comma 1, lettera c-bis)	



		numero 1 TUF – e art. 6, comma 2bis - Poteri regolamentari	
Art. 10 – Azionisti e soci con partecipazioni qualificate	Art. 14 TUF – Partecipanti al capitale	Art. 19 TUF – Autorizzazione	
Art. 11 – Notifica dei progetti di acquisizione			
Art. 12 – Termine per la valutazione	Art. 15-17 TUF		
Art. 13 – Valutazione	Art. 15-17 TUF		
Art. 14 – Adesione ad un sistema di indennizzo degli investitori autorizzato	Art. 59 TUF – Sistemi di indennizzo (	Art. 60 TUF – Adesione ai sistemi di indennizzo da parte di intermediari esteri	
Art. 15 – Dotazione patrimoniale iniziale		Art. 19, comma 1, lettera d) TUF – Autorizzazione	
Art. 16 – Requisiti organizzativi		Art. 6, comma 02 – Poteri regolamentari  Art. 6, comma 1, lettera c-bis), numero 8 e comma 2-bis TUF – Esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti  Art. 6, comma 2, lettera b-bis),	Integrazioni al Regolamento Intermediari conformemente alla Direttiva livello 2 della Mifid 2, pubblicata il 07/4/2016



		<p>numero 1 punto a) TUF – il governo degli strumenti finanziari e dei depositi strutturati</p> <p>Art. 6, comma 2, lettera <i>b-bis</i>), numero 5 – Operazioni personali Art. 6, comma 2, lettera <i>b-bis</i>), numero 7 Conservazione delle registrazioni</p> <p>Art. 19, comma 1, lettera <i>h-bis</i>) TUF – Autorizzazione</p> <p>Art. 21, comma 1-<i>bis</i>), lettera <i>b</i>) e art. 21, comma 1-<i>ter</i> TUF – Criteri generali</p> <p>Art. 22, comma 3, TUF – Separazione patrimoniale</p> <p>Art. 23, comma 4-<i>bis</i> TUF - Contratti</p> <p>TUF – Parte III – Titolo I-<i>BIS</i> - Capo II – Sezione II – Organizzazione e funzionamento delle sedi di negoziazione</p> <p>Art. 65 <i>bis</i> TUF – Requisiti dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei sistemi organizzati di negoziazione</p> <p>Art. 65 <i>ter</i> TUF – Requisiti specifici per i sistemi multilaterali di negoziazione</p> <p>Art. 65 <i>quater</i> TUF – Requisiti specifici per i sistemi organizzati di negoziazione</p>	
Art. 17 – Negoziazione algoritmica		Art. 1, comma 6- <i>quinquies</i> , comma 6 <i>sexies</i> , comma 6- <i>septies</i> TUF – Definizioni -	2 RTS ESMA di prossima pubblicazione rispettivamente inerenti



		<p>Art. 61, comma 1, lettera a), TUF – Definizioni</p> <p>Art. 65-sexies, comma 2, lettera a) TUF – Requisiti operativi delle sedi di negoziazione</p> <p>Art. 67 <i>ter</i> TUF – Negoziazione algoritmica accesso elettronico diretto, partecipazione a controparti centrali</p>	<p>a:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) i requisiti organizzativi delle imprese di investimento che effettuano negoziazione algoritmica;</li><li>b) i requisiti per sedi di negoziazione e imprese di investimento con riferimento agli accordi e agli schemi di market making</li></ul> <p>Regolamento Mercati Consob:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) gli obblighi di registrazione cui sono tenuti i soggetti che pongono in essere tecniche di negoziazione algoritmica;</li><li>b) le condizioni in base alle quali le Sim e le banche italiane possono fornire l'accesso elettronico diretto;</li><li>c) gli obblighi di notifica, di informazione e di registrazione cui sono tenuti le Sim e le banche italiane che forniscono un accesso elettronico diretto;</li><li>d) gli obblighi delle Sim e delle banche italiane che effettuano negoziazione algoritmica per perseguire una strategia di <i>market making</i></li></ul>
Art. 18 – Processo di negoziazione e finalizzazione di operazioni in un sistema multilaterale di negoziazione e in un sistema organizzato di negoziazione		Art. 65-bis, TUF – Requisiti dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei sistemi organizzati di negoziazione	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/824 sul contenuto e il formato della descrizione del funzionamento degli MTF e degli OTF e della notifica all'ESMA
Art. 19 – Requisiti specifici per i		TUF – Parte III - Titolo I-BIS - Capo II	



sistemi multilaterali di negoziazione		<p>- Sezione I - Autorizzazione del mercato regolamentato e requisiti del gestore</p> <p>Art. 65 <i>bis</i> TUF - Requisiti dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei sistemi organizzati di negoziazione Art. 65 <i>ter</i> TUF - Requisiti specifici per i sistemi multilaterali di negoziazione Art. 65-<i>quinqies</i> TUF - Negoziazione «<i>matched principal</i>»</p>	
Art. 20 - Requisiti specifici per i sistemi organizzati di negoziazione		<p>TUF - Parte III Titolo I-B/S - Capo II - Sezione I - Autorizzazione del mercato regolamentato e requisiti del gestore</p> <p>Art. 65 <i>bis</i> TUF - Requisiti dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei sistemi organizzati di negoziazione Art. 65 <i>quater</i> TUF - Requisiti specifici per i sistemi organizzati di negoziazione Art. 65-<i>quinqies</i> TUF - Negoziazione «<i>matched principal</i>»</p>	Regolamento Mercati Consob: informazioni che è necessario fornire per dimostrare il rispetto dei requisiti di cui all'art. 65 <i>quater</i>
Art. 21 - Riesame periodico delle condizioni per ottenere l'autorizzazione iniziale		Art. 19 TUF - Autorizzazione	
Art. 22 - Obblighi generali in materia di vigilanza continua		<p>Art. 6 <i>bis</i> TUF - Poteri informativi e di indagine</p> <p>Art. 65 <i>septies</i> TUF - Obblighi informativi e di comunicazione</p>	



Art. 23 – Conflitti di interesse		Art. 6, comma 2, lettera <i>b-bis</i> ), numero 6), TUF e art. 6, comma 2-bis TUF – Poteri regolamentari – Gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti, ivi inclusi quelli derivanti dai sistemi di remunerazione e di incentivazione  Art. 21, commi 1 <i>bis</i> , lettera a), b) e lettera c) e 1 <i>ter</i> , TUF – Criteri generali	
Art. 24 – Principi di carattere generale e informazione del cliente		Art. 6, comma 02 – Poteri regolamentari – requisiti aggiuntivi  Art. 6, comma 2, lettera a) nn. 1 2 – Obblighi informativi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché modalità e criteri da adottare nella diffusione delle comunicazioni pubblicitarie ivi inclusi i casi di pratiche di vendita abbinata  Art. 6, comma 2, lettera <i>b-bis</i> ) numero 1 punto a) – Poteri regolamentari – il governo degli strumenti finanziari e dei depositi strutturati  Art. 6, comma 2, lettera b) numero 5 – Poteri regolamentari – Condizioni alle quali possono essere corrisposti o percepiti incentivi	Libro III, Parte II, Titolo 1- Capo I Regolamento Intermediari (artt. 27-36) - Informazioni e comunicazioni pubblicitarie e promozionali.  Art. 52 Regolamento Intermediari che dovrà essere modificato anche alla luce della Direttiva di livello 2



		<p>Art. 6, comma 2, lettera <i>b-bis</i>) numero 6 e comma 2-bis – Poteri regolamentari – gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti, ivi inclusi quelli derivanti dai sistemi di remunerazione e di incentivazione</p> <p>Art. 21 TUF – Criteri generali</p> <p>Art. 23, comma 4 – Contratti</p> <p>Art. 24, comma 1-<i>bis</i>) – Gestione di portafogli</p> <p>Art. 24 <i>bis</i> TUF – Consulenza in materia di investimenti</p>	
<p>Art. 25 – Valutazione dell' idoneità e dell'adeguatezza e comunicazione ai clienti</p>		<p>Art. 6, comma 2, lettera <i>b-bis</i>) numero 8 – Poteri regolamentari – Conoscenza e competenza del personale delle imprese di investimento</p> <p>Art. 6, comma 2, lettera <i>b</i>, numero 1 – Obblighi di acquisizione delle informazioni dai clienti o potenziali clienti ai fini della valutazione di adeguatezza o di appropriatezza delle operazioni, ivi inclusi i casi di pratiche di vendita abbinata</p> <p>Art. 6, comma 2, lettera <i>a</i>) n 1 TUF – Obblighi informativi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento</p> <p>Art. 23, comma 1 - Contratti</p>	<p>Libro III, Parte II, Titolo 1- Capo I Regolamento Intermediari (artt. 27-36) – Informazioni e comunicazioni pubblicitarie e promozionali.</p> <p>Artt. 39-44 del Regolamento Intermediari, che dovranno essere modificati anche alla luce delle misure di livello 2 (presumibilmente regolamento di livello 2 direttamente applicabile).</p> <p>Artt. 53-57 del Regolamento Intermediari (rendiconti e registrazioni)</p> <p>Andranno inoltre considerate le Linee guida dell'ESMA previste dal paragrafo 10 dell'art. 25 della MiFID 2 al fine da individuare criteri per la valutazione dei titoli di debito da considerarsi complessi in quanto</p>



			<p>incorporanti una struttura che rende difficile al cliente la comprensione del rischio connesso all'operazione, nonché dei depositi strutturati ritenuti complessi in quanto caratterizzati da una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio del rendimento ovvero il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza.</p> <p>Andranno, infine, considerate le Linee guida ESMA in tema di <i>knowledge and competence</i> del personale</p>
Art. 26 – Prestazione di servizi tramite un'altra impresa di investimento			Art. 82 del Regolamento Intermediari — Commercializzazione di servizi di investimento altrui
Art. 27 – Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente		<p>Art. 6, comma 2, lettera a) n.1 TUF – Obblighi informativi in merito alle strategie di esecuzione degli ordini.</p> <p>Art. 6, comma 2, lettera b, n. 2 TUF – misure per eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti</p>	Artt. 45-48 Regolamento Intermediari, che dovranno essere modificati ovvero saranno abrogati anche alla luce delle misure di livello 2
Art. 28 – Regole per la gestione degli ordini dei clienti		Art. 6, comma 2, lettera b, n. 3 TUF – Obblighi in materia di gestione degli ordini	Artt. 49-51 Regolamento Intermediari, che dovranno essere modificati ovvero saranno abrogati anche alla luce delle misure di livello 2
Art. 29 – Obblighi delle imprese di investimento che nominano agenti collegati		<p>Art. 1, comma 5-septies.2. - Definizioni</p> <p>Art. 21, comma 1 bis, lettera a), TUF – Criteri generali</p> <p>Art. 26, comma 3, TUF – Succursali e</p>	



		<p>libera prestazione di servizi di Sim Art. 27 TUF – Imprese di investimento dell'Unione europea Art. 29 – Banche italiane Art. 29 bis – Banche dell'Unione europea</p> <p>Art. 31, comma 2-bis e 3 bis, TUF – Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari.</p>	
Art. 30 – Operazioni con controparti qualificate		<p>Art. 1, comma 1, w-<i>quinquies</i>) TUF – Definizioni</p> <p>Art. 6, comma 2 <i>quater</i>, lettera d), TUF – Poteri regolamentari</p> <p>PARTE III -TITOLO II – Disciplina delle controparti centrali</p>	Art. 58 del Regolamento Intermediari, che dovrà essere modificato ovvero sarà abrogato anche alla luce delle misure di livello 2
Art. 31 – Controllo del rispetto delle regole del sistema multilaterale di negoziazione e del sistema organizzato di negoziazione e degli altri obblighi di legge		<p>Art. 65-<i>sexies</i>, comma 2, lettere e), f) TUF –_Requisiti operativi delle sedi di negoziazione</p> <p>Art. 65-<i>septies</i>, comma 4 – Obbligo di segnalazione alla Consob, da parte dei gestori delle sedi di negoziazione, di atti che possono indicare un comportamento vietato ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014</p>	
Art. 32 – Sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla		Parte III, TITOLO I-B/S, CAPO II, SEZIONE III - Ammissione,	



negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema organizzato di negoziazione		sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla negoziazione  Art. 66-ter TUF - Provvedimenti di ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla quotazione e dalle negoziazioni adottati dal gestore della sede di negoziazione  Art. 66-quater TUF - Provvedimenti di sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni su iniziativa della Consob	
Art. 33 – Mercati di crescita per le PMI		Art. 61, comma 1, lettera g) TUF – Definizioni  Art. 69 TUF - _Mercati di crescita per le PMI	Atto delegato della Commissione in via di pubblicazione
Art. 34 – Libertà di prestare servizi e di esercitare attività di investimento		Art. 26 TUF – Succursali e libera prestazione di servizi di Sim Art. 27 TUF – Imprese di investimento dell'Unione Europea  Art. 29 TUF – Banche italiane  Art. 29-bis – Banche dell'Unione europea	Integrazioni e modifiche al Regolamento Intermediari alla luce anche dei nuovi poteri della Consob in tema di operatività transfrontaliera  RTS della Commissione UE direttamente applicabili
Art. 35 – Stabilimento di succursali		Art. 26 TUF – Succursali e libera prestazione di servizi di Sim  Art. 27 TUF – Imprese di investimento	Integrazioni e modifiche al Regolamento Intermediari alla luce anche dei nuovi poteri della Consob in tema di operatività transfrontaliera



		dell'Unione Europea Art. 29 TUF – Banche italiane Art. 29- <i>bis</i> TUF – Banche dell'Unione Europea	RTS della Commissione UE direttamente applicabili
Art. 36 – Accesso ai mercati regolamentati		Art. 67, comma 3, TUF - Criteri generali di accesso degli operatori	
Art. 37 – Accesso ai sistemi di controparte centrale, compensazione, regolamento e diritto di designare il sistema di regolamento		Art. 90- <i>quater</i> – Accesso alle controparti centrali su base transfrontaliera  Art. 90- <i>quinquies</i> – Accesso ai servizi di regolamento delle operazioni su strumenti finanziari su base transfrontaliera	
Art. 38 – Disposizioni relative agli accordi di CCP, di compensazione e di regolamento nell'ambito dei sistemi multilaterali di negoziazione		Art. 90- <i>sexies</i> TUF - Accordi conclusi dai gestori dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione con controparti centrali o con depositari centrali che gestiscono servizi di regolamento	
Art. 39 – Stabilimento di una succursale		Art. 28 TUF - Imprese di paesi terzi Art. 29- <i>ter</i> TUF – Banche di paesi terzi	Integrazioni e modifiche al Regolamento Intermediari alla luce anche dei nuovi poteri della Consob in tema di operatività transfrontaliera  RTS della Commissione UE direttamente applicabili
Art. 40 – Obbligo di informazione		Art. 28 TUF - Imprese di paesi terzi Art. 29- <i>ter</i> TUF – Banche di paesi terzi	Integrazioni e modifiche al Regolamento Intermediari alla luce anche dei nuovi poteri della Consob in tema di operatività transfrontaliera  RTS della Commissione UE direttamente applicabili



Art. 41 – Rilascio dell'autorizzazione		Art. 28 TUF - Imprese di paesi terzi Art. 29-ter TUF – Banche di paesi terzi	Integrazioni e modifiche al Regolamento Intermediari alla luce anche dei nuovi poteri della Consob in tema di operatività transfrontaliera  RTS della Commissione UE direttamente applicabili
Art. 42 – Prestazione di servizi su iniziativa esclusiva del cliente		Art. 28, comma 4, TUF - Imprese di paesi terzi diverse dalle banche Art. 29 ter, comma 4 – Banche di paesi terzi	Integrazioni e modifiche al Regolamento Intermediari alla luce anche dei nuovi poteri della Consob in tema di operatività transfrontaliera  RTS della Commissione UE direttamente applicabili
Art. 43 – Revoca delle autorizzazioni		Art. 28, comma 4 - Imprese di paesi terzi diverse dalle banche Art. 29 ter, comma 4 – Banche di paesi terzi	Integrazioni e modifiche al Regolamento Intermediari alla luce anche dei nuovi poteri della Consob in tema di operatività transfrontaliera  RTS della Commissione UE direttamente applicabili
Art. 44 – Autorizzazione e legge applicabile		Art. 64, comma 3, TUF – L'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati  Art. 64-quater TUF – Autorizzazione dei mercati regolamentati Art. 64-quinquies TUF - Revoca dell'autorizzazione, provvedimenti straordinari a tutela del mercato e crisi del gestore del mercato regolamentato.	Regolamento Mercati Consob: a) individuazione delle attività connesse e strumentali che possono essere svolte dal gestore del mercato regolamentato; b) requisiti generali di organizzazione del gestore del mercato regolamentato; c) e disposizioni attuative dell'articolo 4-undecies ( <i>whistleblowing</i> ).



Art. 45 – Requisiti inerenti all'organo di gestione di un gestore del mercato		Art. 64-ter TUF - Requisiti degli esponenti aziendali del gestore del mercato regolamentato	Regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob e la Banca d'Italia, sui requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza e sulle cause che comportano il venir meno dei predetti requisiti e che determinano la sospensione temporanea o la decadenza dall'incarico.  Regolamento Mercati Consob sui requisiti di conoscenze, competenze ed esperienze adeguate e sulla composizione dell'organo di amministrazione, nonché sul tempo dedicato dai membri, sull'adeguatezza delle risorse umane e finanziarie e sulla formazione dei membri dell'organo di amministrazione
Art. 46 – Obblighi riguardanti le persone che esercitano un'influenza significativa sulla gestione del mercato regolamentato		Art. 64-bis TUF - Obblighi riguardanti le persone che esercitano un'influenza significativa sulla gestione del mercato regolamentato	Regolamento Mercati Consob: a) criteri per l'individuazione dei casi e delle soglie di partecipazione che determinano un'influenza significativa; b) contenuto, termini e modalità delle inerenti comunicazioni.
Art. 47 – Requisiti organizzativi		Art. 65 TUF - Requisiti organizzativi dei mercati regolamentati  Art. 65-quinquies, comma 5, TUF - Negoziazione « <i>matched principal</i> »	Regolamento Mercati Consob: i requisiti organizzativi del mercato regolamentato, inclusa la metodologia di determinazione dell'entità delle risorse finanziarie del gestore del mercato regolamentato
Art. 48 – Resilienza dei sistemi, interruttori di circuito e negoziazione		Art. 65-sexies TUF - Requisiti operativi delle sedi di negoziazione	RTS ESMA di prossima pubblicazione rispettivamente inerenti a: - accordi e schemi di <i>market</i>



elettronica			<p><i>making</i></p> <ul style="list-style-type: none"><li>- servizi di co-location e struttura delle <i>fees</i> corretta e non discriminatoria</li><li>- notifiche delle interruzioni di circuito</li><li>- il rapporto fra gli ordini non eseguiti e il numero complessivo delle operazioni</li><li>- <i>tick size</i></li></ul> <p>Regolamento Mercati Consob: definizione di ulteriori dettagli con riguardo ai requisiti operativi</p>
Art. 49 – Dimensioni dei tick di negoziazione		Art. 65- <i>sexies</i> , comma 5, lettera <i>d</i> ), nonché comma 7, lettera <i>f</i> ), TUF - Requisiti operativi delle sedi di negoziazione	<p>RTS ESMA di prossima pubblicazione rispettivamente inerenti a:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- accordi e schemi di <i>market making</i></li><li>- servizi di co-location e struttura delle <i>fees</i> corretta e non discriminatoria</li><li>- notifiche delle interruzioni di circuito</li><li>- il rapporto fra gli ordini non eseguiti e il numero complessivo delle operazioni</li><li>- <i>tick size</i></li></ul> <p>Regolamento Mercati Consob: definizione di ulteriori dettagli con riguardo ai requisiti operativi</p>



Art. 50 Sincronizzazione degli orologi		Art. 65- <i>sexies</i> , comma 5, lettera a) TUF - Requisiti operativi delle sedi di negoziazione	RTS ESMA di prossima pubblicazione rispettivamente inerenti a: <ul style="list-style-type: none"><li>- accordi e schemi di <i>market making</i></li><li>- servizi di <i>co-location</i> e struttura delle <i>fees</i> corretta e non discriminatoria</li><li>- notifiche delle interruzioni di circuito</li><li>- il rapporto fra gli ordini non eseguiti e il numero complessivo delle operazioni</li><li>- <i>tick size</i></li></ul> Regolamento Mercati Consob: definizione di ulteriori dettagli con riguardo ai requisiti operativi
Art. 51 – Ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione		TUF – Parte III – Titolo I_BIS – Capo II – Sezione III – Ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla negoziazione Art. 66 TUF - Criteri generali di ammissione a negoziazione	
Art. 52 – Sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla negoziazione in un mercato regolamentato		Art. 66- <i>ter</i> TUF - Provvedimenti di ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni adottati dal gestore della sede di negoziazione Art. 66- <i>quater</i> TUF - Provvedimenti di sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni su iniziativa della Consob	RTS ESMA di prossima pubblicazione
Art. 53 – Accesso ai mercati regolamentati		TUF – Parte III – Titolo I_BIS – Capo II – Sezione IV – Accesso alle sedi di	



		negoziazione Art. 67 TUF - Criteri generali di accesso degli operatori Art. 67-bis - Ammissione, sospensione ed esclusione degli operatori da un mercato regolamentato)	
Art. 54 – Controllo della conformità alle regole dei mercati regolamentati e ad altri obblighi di legge		Art. 4-undecies TUF - Sistemi interni di segnalazione delle violazioni Art. 65-sexies, comma 1, lettera f) TUF - Requisiti operativi delle sedi di negoziazione Art. 65-septies, comma 4, TUF - Obblighi informativi e di comunicazione	Atto delegato della Commissione in via di pubblicazione  Regolamento Mercati Consob: obblighi informativi e di comunicazione (contenuto, termini e modalità) dei gestori delle sedi di negoziazione nei confronti della Consob
Art. 55 – Disposizioni riguardanti gli accordi di controparte centrale e di compensazione e di regolamento		Art. 90-sexies TUF - Accordi conclusi dai gestori dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione con controparti centrali o con depositari centrali che gestiscono servizi di regolamento	
Art. 56 – Elenco dei mercati regolamentati		Art. 64-quater, comma 2, TUF - Autorizzazione dei mercati regolamentati	
Art. 57 – Limiti di posizione e controlli sulla gestione delle posizioni in strumenti derivati su merci		TUF – Parte III - TITOLO I-BIS, CAPO II, – Sezione V – Limiti di posizione e controlli sulla gestione delle posizioni in strumenti derivati su merci Art. 68 TUF - Limiti alle posizioni in strumenti derivati su merci Art. 68-bis TUF - Controlli del gestore	RTS ESMA di prossima pubblicazione su: <ul style="list-style-type: none"><li>- metodologia di calcolo dei limiti di posizione,</li><li>- attività di <i>hedging</i>,</li><li>- aggregazione di posizioni,</li><li>- contratti OTC economicamente equivalenti,</li></ul>



		della sede di negoziazione sulle posizioni in strumenti derivati su merci  Art. 68-ter TUF - Caratteristiche dei limiti e dei controlli sulla gestione delle posizioni e obblighi di informazione	- altri aspetti disciplinati dagli articoli 57 e 58 MiFIDII  Regolamento Mercati Consob: modalità e termini di comunicazione alla Consob, da parte dei gestori delle sedi di negoziazione, dei controlli sulla gestione delle posizioni
Art. 58 – Notifica dei titolari di posizioni in base alle categorie		Art. 68-quater TUF - Notifica dei titolari di posizioni in base alle categorie	RTS ESMA (vedi sopra)  Regolamento Mercati Consob: a) tempi e modalità di invio da parte del gestore della sede di negoziazione, dei dati disaggregati inerenti alle posizioni di tutte le persone, compresi i membri o partecipanti e i relativi clienti nella sede di negoziazione; b) modalità di classificazione, da parte dei gestori delle sedi di negoziazione, ai fini dell'informativa da rendere sulle persone che detengono posizioni in strumenti derivati su merci ovvero quote di emissione o strumenti derivati delle stesse
Art. 59 - Requisiti per l'autorizzazione		TUF – PARTE III – TITOLO I-TER – Servizi di comunicazione dati Art. 79-bis - Autorizzazione e revoca	Regolamento Mercati Consob: - contenuto e modalità di presentazione della domanda di autorizzazione, - le ipotesi di decadenza dall'autorizzazione quando il fornitore non abbia iniziato o abbia interrotto lo svolgimento del servizio
Art. 60 – Ambito di applicazione dell'autorizzazione		Art. 79-bis TUF – Autorizzazione e revoca	
			RTS ESMA di prossima pubblicazione



Art. 61 – Procedure per la concessione e il rifiuto dell'autorizzazione		TUF – PARTE III – TITOLO I-TER – Servizi di comunicazione dati Art. 79-bis TUF – Autorizzazione e revoca	sulle informazioni da fornire alle autorità competenti in fase di autorizzazione  Regolamento Mercati Consob (vedi sopra)
Art. 62 – Revoca delle autorizzazioni		Art. 79-bis TUF – Autorizzazione e revoca	RTS ESMA di prossima pubblicazione sulle informazioni da fornire alle autorità competenti in fase di autorizzazione  Regolamento Mercati Consob (vedi sopra)
Art. 63 – Requisiti per l'organo di gestione di un fornitore di servizi di comunicazione dati		Art. 79-ter TUF -Requisiti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione presso il fornitore di servizi di comunicazione dati	Regolamento Mercati Consob: a) requisiti dell'organo di amministrazione del fornitore di servizi di comunicazione dati e dei relativi membri; b) contenuto, termini e modalità di comunicazione alla Consob, da parte del fornitore di servizi di comunicazione dati, delle informazioni relative ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e ai soggetti che dirigono effettivamente l'attività e le operazioni del servizio e di ogni successivo cambiamento.
Art. 64 – Requisiti organizzativi[degli APA]		Art. 79-quaer TUF - Requisiti organizzativi dei fornitori di servizi di comunicazione dati	RTS ESMA di prossima pubblicazione  Regolamento Mercati Consob: a) requisiti organizzativi specifici dei meccanismi di pubblicazione (APA), dei sistemi consolidati di pubblicazione (CTP) e dei meccanismi di segnalazione (ARM); b) elementi minimi che le informazioni rese pubbliche dall'APA e le informazioni consolidate dal CTP



			devono riportare c) disposizioni attuative dell'articolo 4- <i>undecies (whistleblowing)</i> .
Art. 65 – Requisiti organizzativi[dei CTP]		Art. 79- <i>quater</i> TUF - Requisiti organizzativi dei fornitori di servizi di comunicazione dati	RTS ESMA di prossima pubblicazione  Regolamento Mercati Consob: a) requisiti organizzativi specifici dei meccanismi di pubblicazione (APA), dei sistemi consolidati di pubblicazione (CTP) e dei meccanismi di segnalazione (ARM); b) elementi minimi che le informazioni rese pubbliche dall'APA e le informazioni consolidate dal CTP devono riportare c) disposizioni attuative dell'articolo 4- <i>undecies (whistleblowing)</i> .
Art. 66 - Requisiti organizzativi[degli ARM]		Art. 79- <i>quater</i> TUF - Requisiti organizzativi dei fornitori di servizi di comunicazione dati	RTS ESMA di prossima pubblicazione  Regolamento Mercati Consob: a) requisiti organizzativi specifici dei meccanismi di pubblicazione (APA), dei sistemi consolidati di pubblicazione (CTP) e dei meccanismi di segnalazione (ARM); b) elementi minimi che le informazioni rese pubbliche dall'APA e le informazioni consolidate dal CTP devono riportare c) disposizioni attuative dell'articolo 4- <i>undecies (whistleblowing)</i> .
Art. 67 – Designazione delle autorità competenti		Art. 5 TUF - Finalità e destinatari della vigilanza TUF – Parte III – Titolo I- <i>BIS</i> - Capo I Finalità e destinatari della vigilanza Art. 62 TUF - Vigilanza sulle sedi di negoiazione Art. 62-bis TUF - Sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato e operatori	



		<p>principali</p> <p>Art. 62-ter TUF - Vigilanza sulle sedi di negoziazione all'ingrosso</p> <p>Art. 62-quater TUF - Vigilanza regolamentare e informativa sulle sedi di negoziazione all'ingrosso</p> <p>Art. 62-quinquies TUF - Vigilanza sul rispetto di disposizioni dell'Unione europea direttamente applicabili</p> <p>Art. 62-sexies TUF - Vigilanza sulle sedi di negoziazione di strumenti finanziari sull'energia e il gas</p> <p>TUF – Parte III – Titolo I-B/S - CAPO IV Obblighi di negoziazione, trasparenza e di segnalazione di operazioni in strumenti finanziari</p> <p>Art. 72 TUF - Individuazione dell'autorità competente [sugli obblighi di negoziazione, trasparenza e di segnalazione di operazioni in strumenti finanziari]</p> <p>TUF – Parte III – TITOLO I-TER SERVIZI DI COMUNICAZIONE DATI</p> <p>Art. 79 TUF - Individuazione dell'autorità competente</p> <p>Art. 79-octies.1 - Individuazione delle autorità nazionali competenti per l'esercizio di ulteriori poteri di vigilanza ai sensi del regolamento (UE) n. 600/2014</p> <p>Art. 90-ter - Individuazione delle autorità nazionali competenti in materia di accesso tra sedi di</p>	
--	--	--	--



		negoziazione e infrastrutture di <i>post-trading</i>	
Art. 68 – Collaborazione tra autorità dello stesso Stato membro		Art. 4 TUF – Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio  Art. 62-ter, comma 4, TUF - Vigilanza sulle sedi di negoziazione all'ingrosso  Art. 62-sexies, comma 5, TUF - Vigilanza sulle sedi di negoziazione di strumenti finanziari sull'energia e il gas	
Art. 69 – Poteri di vigilanza		Art. 6 TUF – Poteri regolamentari Art. 6 bis TUF – Poteri informativi e di indagine Art. 6 ter TUF – Poteri ispettivi Art. 7 TUF – Poteri di intervento sui soggetti abilitati Art. 7 bis, comma 5, TUF – Poteri di intervento di cui al Titolo VII, capo I, del regolamento (UE) n. 600/2014 Art. 7 ter TUF – Poteri ingiuntivi nei confronti di intermediari nazionali e non UE Art. 7 quater TUF – Poteri ingiuntivi nei confronti di intermediari UE Art. 7 quinquies TUF – Poteri ingiuntivi nei confronti degli OICVM UE, FIA UE e non UE con quote o azioni offerte in Italia Art. 7 sexies TUF – Sospensione	



		<p>degli organi amministrativi Art. 7 <i>septies</i> TUF – Poteri cautelari applicabili ai consulenti finanziari autonomi, alle società di consulenza finanziaria ed ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede Art. 7 <i>octies</i> TUF – Poteri di contrasto all'abusivismo Art. 7-<i>decies</i> TUF – Vigilanza sul rispetto di disposizioni dell'Unione europea direttamente applicabili Art. 12 TUF – Vigilanza sul gruppo</p> <p>TUF – Parte III – Titolo I-<i>BIS</i> - Capo I Finalità e destinatari della vigilanza</p> <p>Art. 62, comma 3, TUF - Vigilanza sulle sedi di negoziazione Art. 62-ter, comma 3, TUF - Vigilanza sulle sedi di negoziazione all'ingrosso Art. 62-<i>octies</i> TUF - Poteri informativi e di indagine Art. 62-<i>novies</i> TUF - Poteri ispettivi Art. 62-<i>decies</i> TUF - Poteri di intervento</p> <p>Art. 66-<i>quater</i> TUF - Provvedimenti di sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni su iniziativa della Consob</p> <p>TUF – Parte III – Titolo I-<i>BIS</i> - Capo II - Sezione V - Limiti di posizione e controlli sulla gestione delle posizioni in strumenti derivati su merci</p>	
--	--	---	--



		<p>Art. 68-<i>quinquies</i> TUF - Poteri della Consob e obblighi di collaborazione</p> <p>Art. 73 TUF - Vigilanza</p> <p>TUF - Parte III - TITOLO I-TER SERVIZI DI COMUNICAZIONE DATI</p> <p>Art. 79, comma 2, TUF - Individuazione dell'autorità competente</p> <p>Art. 79-<i>novies</i>_TUF - Poteri di vigilanza</p> <p>Art. 90-<i>septies</i> - Poteri di vigilanza</p>	
Art. 70 - Sanzioni applicabili alle violazioni		<p>TUF - Parte V - Titolo I - Sanzioni Penali: Art. 166 TUF - Abusivismo Art. 169 TUF - Partecipazioni al capitale</p> <p>TUF - Parte V - Titolo II - Sanzioni Amministrative: Art. 187 <i>quinquiesdecies</i> TUF- Tutela dell'attività di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob e ss.-</p>	
Art. 71 - Pubblicazione delle decisioni		<p>Art. 3 TUF - Provvedimenti Art. 195 <i>bis</i> TUF - Pubblicazione delle decisioni</p>	
Art. 72 - Esercizio dei poteri sanzionatori e di vigilanza		<p>Art. 194 <i>bis</i> TUF - Criteri di determinazione delle sanzioni Art. 194-<i>sexies</i> TUF - Condotte</p>	



		inoffensive	
Art. 73 – Segnalazione di violazioni		Art. 4 <i>undecies</i> TUF – Sistemi interni di segnalazione delle violazioni Art. 4 <i>duodecies</i> TUF – Procedura di segnalazione alle Autorità di Vigilanza Art. 193- <i>sexies</i> TUF - Sistemi interni di segnalazione	
Art. 74 – Diritto di impugnazione		Art. 195 TUF - Procedura sanzionatoria -	
Art. 75 – Meccanismo extragiudiziale per i reclami dei consumatori		Art. 32- <i>ter</i> TUF – Risoluzione stragiudiziale di controversie Art. 32- <i>ter</i> .1 TUF – Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori	
Art. 76 – Segreto professionale		Art. 4 TUF - Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio Art. 6 <i>bis</i> , comma 10, TUF – Poteri informativi e di indagine Art. 31 <i>bis</i> , comma 5, TUF – Vigilanza della Consob sull'Organismo	
Art. 77 – Relazioni con i revisori dei conti		Art. 6 <i>ter</i> , comma 3, TUF – Poteri ispettivi Art. 8, commi 3, 4, 5 e 6 TUF - Doveri informativi Art. 62 <i>septies</i> , comma 2, TUF - Vigilanza sui sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro Art. 62 <i>octies</i> , comma 1, lettera c), TUF - Poteri informativi e di indagine Art. 62 <i>novies</i> , comma 2 e comma 3,	



		TUF – Poteri ispettivi Art. 193 TUF - Informazione societaria e doveri dei sindaci, dei revisori legali e delle società di revisione legale	
Art. 78 – Protezione dei dati		Art. 4- <i>undecies</i> , comma 3, lettera a) TUF - Sistemi interni di segnalazione delle violazioni Art. 195- <i>bis</i> , comma 2, lettera a) Pubblicazione delle sanzioni	
Art. 79 – Obbligo di collaborazione		Art. 4 TUF – Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio Art. 67, comma 10, TUF - Criteri generali di accesso degli operatori Art. 68- <i>quinquies</i> TUF - Poteri della Consob e obblighi di collaborazione	
Art. 80 – Collaborazione tra le autorità competenti nelle attività di vigilanza, nelle verifiche in loco o nelle indagini		Art. 4 TUF – Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio <u>Art. 6 <i>ter</i>, commi 6, 7 e 8 TUF - Poteri ispettivi</u> Art. 67, comma 10, TUF - Criteri generali di accesso degli operatori Art. 68- <i>quinquies</i> TUF - Poteri della Consob e obblighi di collaborazione	
Art. 81 – Scambio di informazioni		Art. 4 TUF – Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio Art. 5, comma 5- <i>bis</i> , lettera b) TUF - Finalità e destinatari della vigilanza Art. 7- <i>bis</i> , comma 4, TUF - Poteri di intervento di cui al Titolo VII, capo I, del regolamento (UE) n. 600/2014 Art. 62- <i>ter</i> , comma 4, TUF - Vigilanza sulle sedi di negoziazione all'ingrosso Art. 62- <i>sexies</i> , comma 5, TUF -	



		Vigilanza sulle sedi di negoziazione di strumenti finanziari sull'energia e il gas Art. 195 <i>ter</i> TUF - Comunicazione all'ABE e all'AESFEM sulle sanzioni applicate	
Art. 82 – Mediazione vincolante		Art. 4, comma 2 <i>bis</i> - Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio	
Art. 83 – Rifiuto di collaborare		Art. 4 - Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio	
Art. 84 – Consultazioni prima di un'autorizzazione		Art. 4 TUF - Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio	
Art. 85 - Potere degli Stati membri ospitanti		<u>Art. 6 bis- Poteri informativi e di indagine</u>	
Art. 86 – Misure cautelari che gli Stati membri ospitanti devono adottare		Art. 4, comma 2- <i>bis</i> - Collaborazione tra autorità e segreto d'ufficio <u>Art. 7 quater - Poteri ingiuntivi nei confronti di intermediari UE</u> Art. 7 <i>septies</i> TUF - Poteri cautelari applicabili ai consulenti finanziari autonomi, alle società di consulenza finanziaria ed ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede Art. 62- <i>decies</i> , comma 1 lettera d) TUF - Poteri di intervento	
Art. 87 – Collaborazione e scambio di informazioni con l' ESMA		Art. 4, comma 2- <i>bis</i> e comma 13- <i>bis</i> TUF - Collaborazione tra autorità e	



		<p>segreto d'ufficio Art. 68, comma 3 e comma 8,, TUF - Limiti alle posizioni in strumenti derivati su merci Art. 68-<i>quater</i> comma 1, TUF - Notifica dei titolari di posizioni in base alle categorie Art. 79-<i>quinquies</i>, comma 2 e comma 4, TUF - Individuazione delle autorità nazionali competenti sulle controparti centrali Art. 195-<i>ter</i>, TUF - Comunicazione all'ABE e all'AESFEM sulle sanzioni applicate</p>	
Art. 88 – Scambio di informazioni con i paesi terzi		<p>Art. 28, comma 1, lettera <i>b</i>) e lettera <i>d</i>), TUF - Imprese di paesi terzi diverse dalle banche  Art. 29 <i>ter</i>, comma 1 – Banche di paesi terzi</p>	
Art. 89 – Esercizio della delega		<p><u>N.B. L'articolo disciplina l'esercizio del potere di adottare atti delegati da parte della Commissione UE. Non richiede attuazione</u></p>	
Art. 89- <i>bis</i> Procedura di comitato		<p>N.B. Non è richiesta attuazione</p>	
Art. 90 – Relazioni e revisioni		<p>N.B. Non è richiesta attuazione</p>	
Art. 91 – Modifiche della direttiva 2002/92/CE		<p>N.B. Il Capo III BIS della direttiva 2002/92/CE, modificato dalla direttiva 2014/65/UE (MIFID 2) è stato soppresso, con effetto dal 23 febbraio 2016, dall'art. 43 della direttiva 2016/97/UE (IDD). L'art. 91 della MIFID 2 non deve</p>	



		pertanto essere recepito.	
Art. 92 – Modifiche della direttiva 2011/61/UE		N.B. Da verificare se occorre modifica al TUF nella parte sulla gestione collettiva/FIA	
Art. 93 – Recepimento		N.B. Non è richiesta attuazione	
Art. 94 – Abrogazione		N.B. Non è richiesta attuazione	
Art. 95 – Disposizioni transitorie		N.B. Da verificare articolo dello schema di D. Lgs. con disposizioni transitorie	
Art. 96 – Entrata in vigore		N.B. Non è richiesta attuazione	
Allegato I – Elenco dei servizi, delle attività e degli strumenti finanziari		Allegato I TUF	
Sezione A – Servizi e attività di investimento		Art. 1, comma 5 - Definizioni Allegato I – Sezione A TUF –	
Sezione B – Servizi accessori		Art. 1, comma 6, – Definizioni Allegato I - Sezione B	
Sezione C – Strumenti finanziari		Art. 1, comma 2, – Definizioni Allegato I - Sezione C	
Sezione D – Servizi di comunicazione dati		Art. 1, comma 6-undecies, lettera d) TUF - Definizioni TUF – Parte III – Titolo I-TER – Servizi di comunicazione dati	
Allegato II – Clienti professionali ai fini della presente direttiva		Art. 1, comma 1, lettera m-undecies) TUF - Definizioni Art. 6, commi , 2-quinquies e 2-	Allegato 3 – Regolamento Intermediari per i clienti professionali privati



		<i>sexies</i> TUF – Poteri regolamentari	Regolamento MEF per i clienti professionali pubblici
I – Categorie di clienti professionali		Art. 1, comma 1, lettera <i>m-undecies</i> ) TUF - Definizioni  Art. 6, commi 2- <i>quiquies</i> lettera <i>a</i> ) e 2- <i>sexies</i> lettera <i>a</i> ) TUF – Poteri regolamentari	
II – Clienti che su richiesta possono essere trattati come professionali		Art. 1, comma 1, lettera <i>m-undecies</i> ) TUF - Definizioni  Art. 6, comma 2- <i>quiquies</i> lettera <i>b</i> ) e 2- <i>sexies</i> lettera <i>b</i> ) TUF – Poteri regolamentari	
Allegato III		N.B. Non è richiesta attuazione	
Parte A – Direttiva abrogata ed elenco delle sue modifiche successive			
Parte B – Termini per il recepimento nel diritto nazionale			
Allegato IV – Tavola di concordanza di cui all'art. 94			

## RELAZIONE TECNICA

(Articolo 17, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196)

Schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, così come modificata dalla direttiva (UE) 2016/1034 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016; e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016.

\*\*\*

La delega legislativa è contenuta nell'art. 9 della legge 9 luglio 2015 n. 114 (legge di delegazione europea 2014), pubblicata nella G.U. n. 176 del 31-7-2015.

Lo schema di decreto legislativo in esame non prevede l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalla direttiva, trattandosi di una direttiva di massima armonizzazione.

Il provvedimento reca norme o di natura meramente ordinamentale o che comunque non comportano nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. Alla presente relazione tecnica non è pertanto allegato il prospetto riepilogativo degli effetti finanziari ai fini del saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato, del saldo di cassa delle amministrazioni pubbliche e dell'indebitamento netto del conto consolidato delle pubbliche amministrazioni. Per le stesse motivazioni, non è indicato l'effetto che le disposizioni producono su precedenti autorizzazioni di spesa.

Le disposizioni modificano il TUF, nonché alcune disposizioni del TUB e del DPR 398/2003 introducendovi anche dei nuovi articoli.

In particolare, l'articolo 1 del decreto legislativo in oggetto viene rubricato " Modifiche alla parte I del dlgs 24 febbraio 1998 n. 58 ". Il citato articolo modifica articoli 1, 3, 4, 4 septies, 4 octies, 4 novies e 4 decies del dlgs e introduce gli articoli 4 undecies, 4 duodecies e 4 terdecies.

Il comma 1 modifica le definizioni recate dalle norme in vigore, nonché l'elenco dei soggetti destinatari delle disposizioni del TUF: trattasi di norme definitorie e quindi di natura ordinamentale che non hanno effetti sulla finanza pubblica. Il comma 6 introduce i nuovi articoli sopra citati, consistenti in disposizioni procedurali e ordinamentali che non impattano sulla finanza pubblica.



L'articolo 2 del decreto legislativo in oggetto viene rubricato " Modifiche alla parte II del dlgs 24 febbraio 1998 n. 58 ".

Il comma 4 introduce nel TUF gli articoli 6 bis e 6 ter rubricati rispettivamente "*Poteri informativi e di indagine*" e "*Poteri ispettivi*" e il comma 5 modifica l'art. 7 del TUF.

I citati articoli richiamano il contenuto dei vigenti articoli 7, 8 e 10 TUF e, in attuazione del disposto dell'art. 69 della direttiva, prevedono ulteriori attività a carico della Consob e della Banca d'Italia.

Con riguardo all'art. 6 bis, previa autorizzazione della Procura della Repubblica, la Consob, come già avviene a legislazione vigente, dispone i sequestri su autorizzazione della Procura, ai sensi dell'art. 187 sexies e octies, avvalendosi della collaborazione della Guardia di Finanze: tali adempimenti rientrano nell'ambito delle ordinarie attività istituzionali della Guardia di Finanza, che agisce, nel caso di specie, su impulso dell'autorità giudiziaria. I rapporti tra la Consob e la Guardia di Finanza sono regolati dal "Protocollo d'intesa relativo ai rapporti di collaborazione tra la Consob e la Guardia di Finanza" stipulato 18 maggio 2006.

I contanti e valori mobiliari oggetto di sequestro vengono affidati in gestione ad Equitalia-Giustizia, mentre gli immobili e le autovetture sequestrate vengono gestite da custodi a tal scopo nominati. I beni definitivamente confiscati affluiscono poi al Fondo Unico di Giustizia.

Con riguardo all'articolo 6 ter, il comma 3 ricalca la previsione di cui al vigente art. 10 comma 1 bis: la modifica introdotta dal presente decreto legislativo riguarda gli oneri per le attività di revisione contabile disposte da Consob che, ai sensi dell'art. 7 comma 3, sono interamente a carico della Consob che vi provvede, nell'ambito delle sue attività istituzionali, esclusivamente con le risorse derivanti, ai sensi dell'art. 40 comma 3 della legge 724/1994, dalle contribuzioni corrisposte dai soggetti vigilati. In proposito, la CONSOB, all'occorrenza, può adeguare le tariffe a carico dei soggetti vigilati.

Con le modifiche all'art. 7 del TUF, in attuazione dell'art. 69 lettere f), q), s), t) ed u) della direttiva, vengono attribuiti nuovi compiti alla Consob e alla Banca d'Italia. In particolare, entrambe le Autorità possono pubblicare avvertimenti al pubblico e la Consob, nei casi in cui vi sia un potenziale pregiudizio per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, può intimare ai soggetti vigilati di non avvalersi dell'attività professionale di un soggetto e può rimuovere esponenti aziendali. Le nuove attività e le prodromiche e necessarie attività di monitoraggio verranno svolte dalle Consob e dalla Banca d'Italia facendo ricorso alle risorse derivanti dalle contribuzioni dei soggetti vigilati che potranno essere rideterminate per tenerne conto. Si fa presente che l'art. 69 par. 3 della direttiva prevede espressamente l'obbligo per gli Stati membri di comunicare alla Commissione Europea e all'ESMA le disposizioni adottate in attuazione del medesimo articolo 69. Il comma 30 dell'art. 2 modifica l'art. 31 del TUF. In particolare, viene modificato il comma 4 del citato art. 31 che disciplina il funzionamento dell'Organismo di vigilanza sui consulenti finanziari al quale vengono assegnati nuovi compiti, in precedenza attribuiti alla Consob, quali la vigilanza sui consulenti iscritti all'albo e l'irrogazione delle sanzioni nei confronti dei



medesimi. Nell'ambito dell'attività ispettiva l'Organismo può avvalersi, previa comunicazione alla Consob, dell'operato della Guardia di Finanza, solo ed esclusivamente nei limiti delle strutture e del personale esistente. Da detta attività, infatti, non possono derivare nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica e, pertanto, la Guardia di Finanza presterà l'assistenza richiesta, secondo quanto previsto da apposito Protocollo di intesa, con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente. L'organismo può altresì emanare provvedimenti cautelari nei confronti degli iscritti ed irrogare sanzioni nei confronti degli iscritti le sanzioni previste dall'art. 196 del dlgs 58/1998. L'Organismo determina il contributo a carico degli iscritti nella misura necessaria a coprire le proprie spese di funzionamento ed è dotato di poteri di esazione nei confronti degli inadempienti. Sull'organismo vigila la Consob, così come previsto dall'introducendo art. 31 bis, e il MEF, su proposta della Consob, può disporre lo scioglimento e la sostituzione degli organi di gestione e controllo dell'OCF. A tali incombenze il MEF farà fronte con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e in particolare tramite gli uffici del Dipartimento del Tesoro.

I commi 32 e 33 dell'art. 2, in attuazione delle disposizioni dell'art. 75 della direttiva, modificano la disciplina relativa alla risoluzione stragiudiziale delle controversie, modificando l'art. 32 ter del TUF e introducendo l'art. 32 ter. 1 che prevede la possibilità di utilizzare le risorse iscritte nel Fondo di garanzia per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e investitori di cui all'art. 8 del dlgs 179/2008, nei limiti della sua capienza, per agevolare l'accesso dei risparmiatori ai sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie previsti dall'art. 32 ter.

Il fondo viene alimentato, in parte, con il versamento della metà degli importi riscossi a titolo di sanzioni per la violazione delle disposizioni di cui alla parte II del dlgs 58/1998 e in parte attingendo, sino a concorrenza dell'importo di €. 250.000, iscritto in apposito capitolo numero 1599 nello stato di previsione del MEF.

Si ribadisce che il Fondo garantisce ai risparmiatori e agli investitori la copertura delle spese per risolvere un via stragiudiziale le controversie nei limiti della sua capienza.

**L'articolo 3** del decreto legislativo in oggetto viene rubricato " Modifiche alla parte III del dlgs 24 febbraio 1998 n. 58 "; il comma I sostituisce il titolo I e introduce il titolo I bis che riguarda la disciplina delle sedi di negoziazione e degli internalizzatori sistematici, nonché il titolo I ter relativo ai servizi di comunicazione dati.

Le disposizioni contenute nell'art. 3 prevedono nuove attività per le Autorità di vigilanza, ampliano il perimetro dei soggetti sottoposti ad alcune forme di vigilanza e prevedono, in alcuni casi, il potenziamento delle attività di vigilanza già svolte a legislazione vigente.

In particolare, il capo I del titolo I bis riguarda l'attività di vigilanza sulle sedi di negoziazione e sui gestori delle medesime: si tratta per lo più di attività già attribuite alle Autorità di vigilanza dalla legislazione vigente, ma, in attuazione dell'art. 69 della direttiva, sono previsti anche altri compiti, di seguito illustrati.

L'art. 62 sexies riguarda la vigilanza sulla negoziazione degli strumenti derivati sull'energia e sul gas e riproduce, con alcune modifiche, il contenuto dell'art. 66 bis vigente del TUF. Nello svolgimento della predetta attività, la Consob collabora con l'Autorità per l'energia elettrica, come previsto dal Protocollo d'Intesa stipulato il 6



agosto 2008 in cui, in attuazione del vigente art. 66 bis dlgs 58/1998, già si disciplinano le attività relative alla vigilanza sul mercato dei derivati sull'energia e sul gas.

All'art. 62 decies vengono elencati i poteri d'intervento della Consob che si aggiungono a quelli già previsti dal vigente art. 74 comma 1 del TUF.

L'art. 67 ter prevede nuove competenze in capo alla Consob, in relazione alla vigilanza sui soggetti che svolgono negoziazione algoritmica che si sostanziano nella richiesta di informazioni e dati relativi.

L'art. 68 quinquies prevede che la Consob eserciti anche sul mercato degli strumenti derivati su merci i medesimi poteri di controllo che esercita nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle sedi di negoziazione e, in relazione allo specifico settore oggetto di vigilanza, vengono attribuiti alla medesima ulteriori poteri di richiesta di informazioni e di documentazione relativa a singole posizioni nonché poteri di intervento allo scopo di limitare la possibilità di ricorso a strumenti derivati.

Il capo VI del titolo I bis riguarda gli obblighi di negoziazione, trasparenza e segnalazione da parte degli operatori in strumenti finanziari: l'attività di vigilanza sul rispetto di tali obblighi e i connessi provvedimenti sono di competenza della Consob, della Banca d'Italia e del MEF.

In particolare, all'art. 73 viene prevista in capo alla Consob una nuova competenza relativa al rilascio delle licenze per l'accesso, ex art. 37 reg. UE n. 600/2014, alle informazioni sugli strumenti finanziarie detenute dagli emittenti dei medesimi.

L'art. 77 disciplina la temporanea sospensione degli obblighi di pubblicazione in relazione a determinate categorie di strumenti finanziari, nei casi in cui il valore scenda sotto determinate soglie. Il provvedimento viene adottato, su segnalazione della Consob, dal MEF - Dipartimento del Tesoro - che vi provvederà con le risorse disponibili a legislazione vigente.

Il comma 2 dell'art. 3 introduce nel TUF il titolo I ter, dedicato alla disciplina dei servizi di comunicazione dati, che devono essere istituiti in adempimento degli articoli da 59 a 63 della direttiva: l'attività, in attuazione di quanto previsto dal par. 1 dell'art. 59 della direttiva, è soggetta ad autorizzazione della Consob. Si prevede inoltre, in adempimento della previsione dell'art. 59 comma 3 della direttiva, l'istituzione presso la Consob di un registro dei soggetti che effettuano l'attività di servizi di comunicazione dati: la registrazione sarà soggetta a tariffa che verrà determinata dalla Consob.

Il comma 3 dell'art. 3 introduce nel TUF l'art. 79 octies-1 che disciplina la vigilanza sul mercato dei derivati, attribuendo alla Consob il compito di verificare il rispetto da parte dei soggetti vigilati degli obblighi conseguenti all'applicazione degli articoli 29, 30 e 31 del Reg. 600/2014, vale a dire degli obblighi di compensazione a mezzo di una controparte centrale per le operazioni in strumenti derivati, degli obblighi nascenti dagli accordi di compensazione indiretti stipulati dalle parti di un contratto avente ad oggetto strumenti derivati e degli obblighi cui sono soggette le imprese che forniscono servizi di compressione del portafoglio.



Tutte le nuove competenze introdotte dall'art. 3 del decreto legislativo e le prodromiche e necessarie attività istruttorie verranno svolte da Consob, facendo ricorso alle risorse proprie derivanti dalle contribuzioni dei soggetti vigilati che, ai sensi dell'art. 40 comma 3 della legge 724/1994, la Consob determina annualmente e, pertanto, ha la possibilità di rimodulare per tenere conto delle nuove attività.

**L'articolo 4** introduce modifiche alla parte IV del dlgs 58/1998. Si tratta di disposizioni ordinamentali che riguardano il funzionamento dei mercati finanziari e, pertanto, non hanno impatto sulla finanza pubblica.

**L'articolo 5** modifica e riordina la parte V del dlgs 58/1998 che riguarda la disciplina sanzionatoria. Vengono introdotte alcune nuove fattispecie sanzionatorie agli articoli 190.3, 190.4 e 190.5 e 190 quater, viene inserito l'art. 195 quinquies che prevede l'inapplicabilità di alcune disposizioni della legge 689/1981- tra le quali quella relativa al pagamento in misura ridotta- a tutte le fattispecie sanzionatorie. Come già avviene a legislazione vigente, le sanzioni irrogate dalla Consob vengono rimosse mediante modello F23 ed affluiscono all'entrata del Bilancio dello Stato, capitolo 2301, capo VIII, salvo quanto previsto dall'art. 1 comma 44 Legge 208/2015, ora previsto nel TUF all'art. 32 ter.1, comma 2. La citata disposizione prevede che il 50% delle sanzioni rimosse da Consob per le violazioni delle disposizioni di cui alla parte II del Dlgs 58/1998 sono destinate invece a finanziare il Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori. Stante la natura meramente eventuale delle entrate a titolo di sanzione, non è possibile quantificare l'effetto sulla finanza pubblica discendente dalle modifiche in esame.

**L'articolo 6** modifica l'art. 201 del TUF, che riguarda gli agenti di cambio per coordinarlo con le altre modifiche. La Consob già svolge a legislazione vigente la vigilanza sugli agenti di cambio e, pertanto, ad eccezione del potere di product intervention di cui all'art. 7 bis del TUF che viene esteso alla categoria, non sono previsti nuovi compiti per l'organo di vigilanza.

**L'articolo 7** modifica un allegato al TUF che contiene norme definitorie e, pertanto, non ha impatto sulla finanza pubblica.

**L'articolo 8** introduce modifiche al TUB. In particolare modifica il comma 4 dell'art. 16 prevedendo l'applicabilità delle disposizioni dell'art. 29 ter del TUF alle banche extracomunitarie che vogliono operare in Italia che disciplinano la procedura per stabilirvi una succursale e per ottenere l'autorizzazione a operare in Italia. Si fa presente che il comma 4 dell'art. 16 del TUB già prevede che le banche extracomunitarie che vogliono operare in Italia senza stabilirvi una succursale sono soggette ad autorizzazione della Banca d'Italia e per quanto riguarda l'attività di investimento sono già a legislazione vigente tenute a richiedere l'autorizzazione della Consob. Pertanto Banca d'Italia e la Consob svolgono già a legislazione le attività inerenti la procedura di autorizzazione per le banche extracomunitarie e le eventuali ulteriori attività verranno finanziate mediante un aumento delle tariffe a carico dei soggetti vigilati.



L'articolo 9 contiene modifiche al DPR 398/2003 che riguardano norme definitive e di coordinamento che non hanno impatto sulla finanza pubblica.

L'articolo 10 contiene disposizioni transitorie e finali che non hanno impatto sulla finanza pubblica.

Per quanto sopra riportato, le disposizioni non comportano nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica, pertanto non si redige e non si acclude alla presente il prospetto riepilogativo, previsto dall'articolo 17, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196, descrittivo degli effetti finanziari di ciascun provvedimento ai fini del saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato, del saldo di cassa delle amministrazioni pubbliche e dell'indebitamento netto del conto consolidato delle pubbliche amministrazioni.

La verifica della presente relazione tecnica, effettuata ai sensi e per gli effetti dell'art. 17, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196 ha avuto esito:

POSITIVO

NEGATIVO

Il Ragioniere Generale dello Stato

*ds*

3 MAG. 2017

*[Signature]*



## ANALISI TECNICO-NORMATIVA

Schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, così come modificata dalla direttiva (UE) 2016/1034 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016; e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016.

### PARTE I. ASPETTI TECNICO-NORMATIVI DI DIRITTO INTERNO

#### *1) Obiettivi e necessità dell'intervento normativo. Coerenza con il programma di governo.*

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.

La MiFID II condivide lo scopo originario della direttiva del 2004 e ne conferma le scelte di fondo. L'obiettivo è infatti lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori. I risparmiatori hanno pertanto la possibilità di investire e le imprese di investimento la facoltà di prestare servizi di investimento a livello transfrontaliero (cosiddetto "passaporto unico"), in modo più semplice e a condizioni identiche in tutti gli Stati dell'Unione. Come già nella direttiva del 2004, sono previste varie disposizioni che, in quanto ispirate al dovere di agire nel miglior interesse del cliente, garantiscono una corretta informazione per gli investitori, si occupano dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedono un'adeguata profilatura del risparmiatore.

In un'ottica di rafforzamento della fiducia nel sistema finanziario, si includono nell'ambito di applicazione della MiFID II settori in precedenza non regolamentati e si imposta un sistema più completo di vigilanza e di applicazione delle regole.

In base all'articolo 93 della direttiva 2014/65/UE, la nuova disciplina doveva essere recepita dagli Stati membri entro il 3 luglio 2016 ed applicata a decorrere dal 3 gennaio 2017. Anche l'articolo 55 del regolamento (UE) n. 600/2014 fissa al 3 gennaio 2017 la data di applicazione delle norme, salvo alcune disposizioni di applicazione immediata.

Tuttavia, considerata la complessità delle materie da regolare con atti delegati, e la necessità per i destinatari del pacchetto MiFID II/MiFIR di un congruo lasso di tempo prima della data di applicazione delle nuove misure (che richiedono adeguamenti procedurali e informatici rilevanti per gli operatori finanziari), i co-legislatori europei hanno deciso di rinviare di un anno i termini di recepimento/applicazione con la direttiva (UE) 2016/1034 e il regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016 (c.d. quick-fix). Il quick-fix, pubblicato nella GUUE del 30/6/2016, modifica le disposizioni della direttiva 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 600/2014, prevedendo che il termine di trasposizione passi dal 3 luglio 2016 al **3 luglio 2017** e il termine di applicazione dal 3 gennaio 2017 al **3 gennaio 2018**.

La delega legislativa per l'attuazione della direttiva 2014/65/UE e per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014, è contenuta negli artt. 1 e 9 della legge di delegazione europea 2014 (legge 9.7.2015, n. 114). L'art. 1, comma 2, della legge 114/2015 prevede che i termini per l'esercizio delle deleghe siano individuati ai sensi dell'articolo 31, comma 1, della legge 24.12.2012, n. 234.

L'art. 31, comma 1, della legge 234/2012, per il calcolo del termine di recepimento fa riferimento a quello indicato in ciascuna direttiva. Come sopra specificato il termine di recepimento della direttiva 2014/65/UE è stato rinviato di un anno dalla direttiva (UE) 2016/1034.

## *2) Analisi del quadro normativo nazionale.*

Per quanto riguarda il contesto normativo italiano, si segnala come il quadro normativo europeo delineato da MiFID e MiFIR comporta l'introduzione nel nostro ordinamento di innovazioni significative soprattutto in materia di mercati, dove è prevista una più puntuale definizione delle sedi di negoziazione e viene ampliato l'ambito applicativo del regime di trasparenza e degli obblighi di *transaction reporting* degli scambi.

Con riferimento alle sedi di negoziazione, le nuove disposizioni europee estendono la qualificazione di sistemi multilaterali di negoziazione ai sistemi di incrocio di ordini di banche e Sim e introducono un'ulteriore tipologia di sede di negoziazione: il sistema organizzato di negoziazione (OTF).

Il recepimento della normativa MiFID II/MiFIR comporterà un significativo intervento di revisione sia del testo unico dell'intermediazione finanziaria (TUF), sia dei regolamenti Consob in materia di intermediari e mercati.

## *3) Incidenza delle norme proposte sulle leggi e i regolamenti vigenti.*

Lo schema di decreto legislativo va a modificare ed integrare tutte le Parti del TUF, compreso l'Allegato; inserisce una norma di coordinamento nel testo unico bancario (TUB) e aggiorna i riferimenti normativi contenuti nel testo unico del debito pubblico (DPR 30 dicembre 2003, n. 398).

## *4) Analisi della compatibilità dell'intervento con i principi costituzionali.*

Non si rilevano profili di incompatibilità con i principi costituzionali.

## *5) Analisi delle compatibilità dell'intervento con le competenze e le funzioni delle regioni ordinarie e a statuto speciale nonché degli enti locali.*

Non si rilevano profili di incompatibilità con le competenze e le funzioni delle regioni ordinarie e a statuto speciale nonché degli enti locali in quanto, ai sensi dell'art. 117, secondo comma, lettera e), della Costituzione, lo Stato ha legislazione esclusiva in materia di tutela del risparmio e mercati finanziari, e tutela della concorrenza.

## *6) Verifica della compatibilità con i principi di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza sanciti dall'articolo 118, primo comma, della Costituzione.*

Non si rilevano profili di incompatibilità con i principi di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza sanciti dall'articolo 118, primo comma, della Costituzione.

*7) Verifica dell'assenza di rilegificazioni e della piena utilizzazione delle possibilità di delegificazione e degli strumenti di semplificazione normativa.*

Non sono previste rilegificazioni di norme delegificate. Il decreto legislativo ha ad oggetto materie non suscettibili di delegificazione, né di applicazione di strumenti di semplificazione normativa.

*8) Verifica dell'esistenza di progetti di legge vertenti su materia analoga all'esame del Parlamento e relativo stato dell'iter.*

Non sussistono progetti di legge vertenti su materia analoga all'esame del Parlamento.

*9) Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi di costituzionalità sul medesimo o analogo oggetto.*

Non risultano indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza e non sono pendenti giudizi di costituzionalità sul medesimo o analogo oggetto.

## **PARTE II. CONTESTO NORMATIVO COMUNITARIO E INTERNAZIONALE**

*10) Analisi della compatibilità dell'intervento con l'ordinamento comunitario.*

Gli Stati membri sono obbligati a conformarsi alle disposizioni contenute nella direttiva e nel regolamento e ad adottare e pubblicare, entro il 3 luglio 2017, le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie, informandone la Commissione.

Le modifiche e le integrazioni al TUF strettamente necessarie al corretto e integrale recepimento della direttiva e all'applicazione del regolamento e delle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione si limitano ai seguenti aspetti:

1. la designazione della Banca d'Italia e della Consob quali autorità competenti per lo svolgimento delle funzioni previste dalla direttiva e dal regolamento;
2. l'attribuzione alle autorità di vigilanza del potere di adottare disposizioni di disciplina secondaria, secondo il riparto di competenze previsto dal TUF e nell'ambito di quanto indicato dalla direttiva;
3. l'attribuzione alle autorità designate dei poteri di vigilanza e di indagine previsti dalla direttiva e dal regolamento;
4. la modifica della disciplina sull'operatività transfrontaliera delle società di intermediazione mobiliare (SIM) e della procedura di autorizzazione delle imprese di investimento extracomunitarie per la prestazione in Italia di servizi e attività di investimento;
5. il coordinamento del TUF con le disposizioni della direttiva in materia di cooperazione e scambio di informazioni con le autorità competenti dell'UE, degli altri Stati membri e degli Stati non UE;

6. la disciplina delle modalità di segnalazione, all'interno degli intermediari e verso l'autorità di vigilanza, delle violazioni delle disposizioni della direttiva e del regolamento;
7. l'attribuzione alla Banca d'Italia e alla Consob, secondo le rispettive competenze, del potere di applicare le sanzioni e le misure amministrative previste dalla direttiva, in base ai criteri e nei limiti massimi ivi previsti;
8. la previsione di norme di coordinamento con le altre disposizioni vigenti nei settori interessati dalla normativa da attuare.

11) *Verifica dell'esistenza di procedure di infrazione da parte della Commissione Europea sul medesimo o analogo oggetto.*

Al momento non sono in atto procedure di infrazione da parte della Commissione europea.

12) *Analisi della compatibilità dell'intervento con gli obblighi internazionali.*

Il provvedimento legislativo in esame non presenta profili di incompatibilità con gli obblighi internazionali.

13) *Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte di Giustizia delle Comunità Europee sul medesimo o analogo oggetto.*

Non risultano indicazioni sulle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte di Giustizia delle Comunità Europee sul medesimo o analogo oggetto.

14) *Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte Europea dei Diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto.*

Non risultano pendenti giudizi dinanzi alla Corte europea dei diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto.

15) *Eventuali indicazioni sulle linee prevalenti della regolamentazione sul medesimo oggetto da parte di altri Stati membri dell'Unione Europea.*

Attualmente solo 6 Stati membri su 27 (escludendo il Regno Unito) hanno deciso di recepire la direttiva entro il termine originario del 3.7.2016, tutti gli altri, compresa l'Italia, hanno optato per l'esercizio della proroga al 3.7.2017.

In entrambi i casi sia le norme della direttiva che del regolamento MiFI troveranno applicazione a partire dal 3.1.2018, fatta eccezione per talune disposizioni con applicazione successiva a tale data o norme regolamentari di applicazione immediata.

### PARTE III. ELEMENTI DI QUALITÀ SISTEMATICA E REDAZIONALE DEL TESTO

1) *Individuazione delle nuove definizioni normative introdotte dal testo, della loro necessità, della coerenza con quelle già in uso.*

Il comma 1 dell'articolo 1 dello schema di decreto ha modificato l'impianto definitorio di cui all'articolo 1 del TUF, rubricato "Definizioni", sia al fine di rendere maggiormente conformi al dettato europeo le definizioni preesistenti (quali, ad esempio, quella di mercato regolamentato e quella di servizi e attività di investimento), sia al fine di introdurre nuove definizioni, quale, ad esempio, quella generale di "agente collegato" e di "impresa di investimento".

Quanto alla specifica nozione di "impresa di investimento", la stessa è qualificata come "la persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale".

L'intervento definitorio in discorso risulta diretto ad assicurare il pieno allineamento al dettato europeo (in particolare, alle disposizioni del Regolamento MiFIR direttamente applicabili nell'ordinamento degli Stati membri), senza tuttavia pregiudicare, sul piano della disciplina sostanziale, la specifica normativa applicabile alle banche (italiane ed europee) che prestano servizi/attività di investimento.

Per quanto riguarda la Parte III del TUF sulla disciplina dei mercati, il Titolo I è stato integralmente sostituito. Il nuovo articolo 61 del TUF contiene una serie di definizioni nuove, derivanti dall'articolo 4 della direttiva MiFID II e funzionali alla disciplina dei mercati dettata nella Parte III.

Trattasi, in primo luogo, della definizione di "strategia di *market making*", utilizzata nell'ambito della nuova disciplina dettata per la negoziazione algoritmica su sedi di negoziazione, nonché dei requisiti operativi imposti alle sedi di negoziazione.

L'articolo contiene, inoltre, alcune definizioni strumentali alla distinzione dei regimi di trasparenza pre- e post-negoziazione rispettivamente applicabili agli strumenti finanziari rappresentativi di capitale (azioni e strumenti analoghi, anche identificati come *equity* ed *equity-like*) e agli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale (*non-equity*).

Al gruppo degli strumenti finanziari *equity-like* appartengono i "fondi indicizzati quotati" (*exchange-traded funds* — ETF) e i "certificates", di cui alle definizioni incluse nel nuovo articolo 61; anche nel caso dei *certificates* non si è proceduto alla traduzione del termine in italiano in quanto tali strumenti finanziari sono più comunemente conosciuti, nella pratica di mercato, con il termine inglese.

Appartengono invece al gruppo degli strumenti finanziari cosiddetti *non-equity* cui si applica, ai sensi del regolamento MiFIR, un differente regime di trasparenza, gli "strumenti finanziari strutturati" di cui alla definizione nel nuovo articolo 61.

Sono state quindi introdotte nel TUF, attraverso il predetto articolo 61, le definizioni di "sedi di negoziazione all'ingrosso" e di "operatore principale", strumentali alla ripartizione di competenze regolamentari e di vigilanza — operata dalle disposizioni contenute nella Parte III del TUF — fra il Ministero dell'economia e delle finanze, la Banca d'Italia e la Consob, con riferimento a tali specifiche sedi.

Per tenere conto della nuova disciplina dei mercati di crescita per le piccole o medie imprese sono state previste anche le definizioni di "mercato di crescita per le PMI" e "piccola o media impresa".

In ultimo, si evidenzia come la MiFID II faccia sovente riferimento all'organo di gestione dei soggetti vigilati<sup>1</sup>. Nel recepire le disposizioni della direttiva rivolte all'organo di gestione, nella Parte III del TUF si è fatto riferimento al consiglio di amministrazione di una società. Si è ritenuto non opportuno specificare altro, stante l'indicazione già presente nell'impianto del TUF, nell'articolo 1, comma 6-ter, a mente del quale "Se non diversamente disposto, le norme del presente decreto legislativo che fanno riferimento al consiglio di amministrazione, all'organo amministrativo ed agli amministratori si applicano anche al consiglio di gestione e ai suoi componenti".

2) *Verifica della correttezza dei riferimenti normativi contenuti nel progetto, con particolare riguardo alle successive modificazioni ed integrazioni subite dai medesimi.*

I riferimenti normativi contenuti nel provvedimento in esame sono corretti.

3) *Ricorso alla tecnica della novella legislativa per introdurre modificazioni ed integrazioni a disposizioni vigenti.*

Le norme richiamate sono state modificate facendo ricorso alla tecnica della novella legislativa.

4) *Individuazione di effetti abrogativi impliciti di disposizioni dell'atto normativo e loro traduzione in norme abrogative espresse nel testo normativo.*

L'intervento normativo abroga i seguenti articoli:

- 4-octies, 4-novies, 8-bis, 8-ter, 79-sexiesdecies, 79-septiedecies e 98-sexies, inglobati nelle disposizioni sul whistleblowing a carattere generale di cui agli artt. 4-undecies e 4-duodecies;
- 10, il cui contenuto viene trasfuso, previa revisione, nel nuovo articolo 6-ter;
- 51, 52, 53, 54 e 55, in quanto, al fine di assicurare la trattazione dei diversi poteri in un unico contesto normativo, è stata prevista la riallocazione dell'attuale Titolo IV - Capo I del TUF, relativo alla disciplina dei provvedimenti ingiuntivi, nell'ambito del Titolo I - Disposizioni generali e poteri di vigilanza, ove sono ora incluse le disposizioni concernenti i poteri di intervento;
- 190-ter, in quanto le violazioni ivi previste sono state spostate in altri articoli:

Inoltre, viene abrogato il D.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179 - *Istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori in attuazione dell'articolo 27, commi 1 e 2, della L. 28 dicembre 2005, n. 262*, che rimane in vigore fino alla data di applicazione delle nuove disposizioni contenute negli articoli 32-ter e 32-ter.1 del TUF, sulla risoluzione stragiudiziale delle controversie e sul Fondo per la tutela

<sup>1</sup> Nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 36) di MiFID II è presente la seguente definizione per «organo di gestione»: "l'organo - o gli organi - di un'impresa di investimento, di un gestore del mercato o di un fornitore di servizi di comunicazione dati, designato conformemente al diritto nazionale, cui è conferito il potere di stabilire gli indirizzi strategici, gli obiettivi e la direzione generale dell'entità, che supervisiona e monitora le decisioni della dirigenza e comprende persone che dirigono di fatto l'attività dell'ente.

Quando la presente direttiva fa riferimento all'organo di gestione e, conformemente al diritto nazionale, le funzioni di gestione e di supervisione strategica dell'organo di gestione sono assegnate a organi o membri diversi all'interno di uno stesso organo, lo Stato membro identifica gli organi o i membri dell'organo di gestione responsabili conformemente al proprio diritto nazionale, salva diversa disposizione della presente direttiva".

stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, che danno attuazione all'articolo 75 della direttiva MiFID, che richiede agli Stati membri "l'istituzione di procedure efficaci ed effettive di reclamo e di ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie in materia di consumo relative alla prestazione di servizi di investimento...".

Infine, viene abrogato il DM 26.6.1997, n. 329, che al suo interno reca la disciplina delle esenzioni obbligatorie, in quanto la materia è ora disciplinata dal nuovo articolo 4-terdecies del TUF, in attuazione dell'articolo 2 della MiFID II. Il vecchio regolamento resta tuttavia in vigore fino alla data di applicazione delle nuove norme.

5) *Individuazione di disposizioni dell'atto normativo aventi effetto retroattivo o di reviviscenza di norme precedentemente abrogate o di interpretazione autentica o derogatorie rispetto alla normativa vigente.*

Il provvedimento in esame non contiene disposizioni aventi effetto retroattivo o di reviviscenza di norme precedentemente abrogate o di interpretazione autentica o derogatorie rispetto alla normativa vigente.

6) *Verifica della presenza di deleghe aperte sul medesimo oggetto, anche a carattere integrativo o correttivo.*

L'unica delega presente è quella contenuta nella legge 9 luglio 2015, n. 114, (legge di delegazione europea 2014), pubblicata nella G.U. n. 176 del 31 luglio 2015, ed entrata in vigore il 15 agosto 2015.

7) *Indicazione degli eventuali atti successivi attuativi; verifica della congruenza dei termini previsti per la loro adozione.*

Successivamente alla revisione della normativa primaria che disciplina i mercati degli strumenti finanziari, da attuarsi entro il 3 maggio 2017 (termine di scadenza della delega legislativa), e prima della data di applicazione prevista dalla normativa europea, la Consob effettuerà alcune integrazioni e modifiche al Regolamento Intermediari e al Regolamento Mercati.

Inoltre, si dovrà provvedere ad una revisione complessiva del decreto del MEF 11 novembre 1998, n. 471 - *Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali delle società di gestione di mercati regolamentati e di gestione accentrata di strumenti finanziari nonché i requisiti di onorabilità dei soci e individuazione della soglia rilevante* - per individuare i requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nel gestore del mercato regolamentato, nonché le cause che comportano il venir meno dei suddetti requisiti e che determinano la sospensione temporanea o la decadenza dall'incarico, ai sensi dell'articolo 64-ter, comma 1, del TUF.

Si provvederà, infine, ad una revisione del decreto MEF 11 novembre 2011, n. 236 - *Definizione ed individuazione dei clienti professionali pubblici, criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e relativa procedura di richiesta ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58* - per adeguarlo alle categorie di clienti professionali e di clienti che su richiesta possono essere trattati come professionali individuati dall'Allegato II alla direttiva 2014/65/UE.

Le norme transitorie dello schema di decreto prevedono che le disposizioni del TUF modificate si applichino a decorrere dalle date stabilite dall'articolo 93 della direttiva 2014/65/UE e dall'articolo 55 del regolamento (UE) n. 600/2014 per le corrispondenti materie. Fino alla data prevista per la loro applicabilità continuano ad applicarsi le disposizioni previgenti.

*8) Verifica della piena utilizzazione e dell'aggiornamento di dati e di riferimenti statistici attinenti alla materia oggetto del provvedimento, ovvero indicazione della necessità di commissionare all'Istituto nazionale di statistica apposite elaborazioni statistiche con correlata indicazione nella relazione economico-finanziaria della sostenibilità dei relativi costi.*

Sono stati utilizzati dati informativi raccolti ed elaborati sia dalla Commissione UE nei documenti di valutazione di impatto sia dalla Consob.

## ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE (A.I.R.)

(all. "A" alla Direttiva P.C.M. 16 gennaio 2013)

**TITOLO:** SCHEMA DI DECRETO LEGISLATIVO DI ATTUAZIONE DELLA DIRETTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, DEL 15 MAGGIO 2014, RELATIVA AI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E CHE MODIFICA LA DIRETTIVA 2002/92/CE E LA DIRETTIVA 2011/61/UE, COSI' COME MODIFICATA DALLA DIRETTIVA (UE) 2016/1034 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, DEL 23 GIUGNO 2016; E DI ADEGUAMENTO DELLA NORMATIVA NAZIONALE ALLE DISPOSIZIONI DEL REGOLAMENTO (UE) N. 600/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, DEL 15 MAGGIO 2014, SUI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E CHE MODIFICA IL REGOLAMENTO (UE) N. 648/2012, COSI' COME MODIFICATO DAL REGOLAMENTO (UE) 2016/1033 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, DEL 23 GIUGNO 2016.

Referente: MEF – Dipartimento del Tesoro – Direzione IV – Ufficio III

**ALLEGATO: IMPACT ASSESSMENT DELLA COMMISSIONE**

### SEZIONE 1 - Contesto e obiettivi dell'intervento di regolamentazione

*La sezione illustra il contesto in cui si colloca l'iniziativa di regolazione, l'analisi dei problemi esistenti, le ragioni di opportunità dell'intervento di regolazione, le esigenze e gli obiettivi che l'intervento intende perseguire.*

*In particolare, la sezione contiene i seguenti elementi:*

**A) la rappresentazione del problema da risolvere e delle criticità constatate, anche con riferimento al contesto internazionale ed europeo, nonché delle esigenze sociali ed economiche considerate.**

La direttiva 2004/39/CE sui mercati degli strumenti finanziari (c.d. MiFID) ha stabilito un quadro normativo per la prestazione dei servizi di investimento in strumenti finanziari (intermediazione, consulenza, negoziazione, gestione di portafoglio, sottoscrizioni, ecc.) da parte di banche e imprese di investimento e per la gestione dei mercati regolamentati da parte dei gestori del mercato e ha definito compiti e poteri delle autorità nazionali competenti.

Grazie anche ai progressi tecnologici, in dieci anni di applicazione la direttiva ha consentito di aumentare la concorrenza tra le sedi di negoziazione degli strumenti finanziari e ha garantito agli investitori una maggiore possibilità di scelta in termini di prestatori di servizi e strumenti finanziari. In generale si sono registrati una diminuzione dei costi di transazione e un aumento dell'integrazione.

Al contempo, tuttavia, la Commissione europea ha identificato vari aspetti problematici.

**1. Assenza di condizioni eque di concorrenza tra mercati e partecipanti al mercato**

L'attuazione della MiFID, in combinazione con gli effetti dei progressi tecnologici, ha modificato in modo radicale la struttura dei mercati finanziari europei, in particolare quelli azionari, e ha indotto i partecipanti al mercato a modificare i propri comportamenti per tenere conto di tali sviluppi.

In primo luogo, nonostante forniscano servizi comparabili a quelli dei mercati regolamentati, nella pratica i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) possono essere soggetti a un regime regolamentare e di vigilanza meno rigoroso. Inoltre si sono imposte nuove sedi di negoziazione e strutture di mercato, quali i sistemi di "broker crossing" e le piattaforme di negoziazione dei derivati, che eseguono attività simili a quelle dei sistemi multilaterali di negoziazione o degli internalizzatori sistematici, senza tuttavia essere soggetti agli stessi requisiti regolamentari (trasparenza e protezione degli investitori).

Inoltre, la rapidità dei mutamenti tecnologici, in particolare l'aumento delle negoziazioni automatizzate e delle negoziazioni ad alta frequenza (HFT), solleva interrogativi quanto a possibili nuovi rischi per l'ordinato funzionamento del mercato, tanto più che non tutti gli operatori attivi nelle negoziazioni ad alta frequenza sono soggetti ad autorizzazione e vigilanza nell'ambito della MiFID.

In terzo luogo, l'aumento delle negoziazioni "over the counter" (OTC) sui valori azionari ha indotto alcune autorità nazionali di vigilanza a esprimere dubbi sulla qualità della formazione del prezzo negli scambi e sulla sua rappresentatività. Il G20 ha convenuto che le negoziazioni dei contratti di derivati OTC standardizzati dovranno avvenire in borsa o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione.

## **2. Difficoltà di accesso ai mercati finanziari per le PMI**

Rispetto ai grandi emittenti le piccole e medie imprese hanno grandi difficoltà a raccogliere capitali sui mercati azionari e sono costrette a versare prezzi più elevati. Queste difficoltà risiedono nella mancanza di visibilità dei mercati delle PMI, nella mancanza di liquidità di mercato per le azioni delle PMI e nei costi elevati delle offerte pubbliche iniziali (IPO).

## **3. Mancanza di trasparenza per i partecipanti al mercato**

Perplessità sono state espresse quanto al regime di trasparenza fissato dalla MiFID, considerato insufficiente per i partecipanti al mercato, sia nei mercati azionari che non azionari.

Per quanto riguarda i mercati azionari, l'aumento della negoziazione elettronica ha facilitato la generazione dei cosiddetti *dark pool* di liquidità e l'uso di operazioni "opache" (*dark orders*), di cui i partecipanti al mercato si servono per minimizzare i costi d'impatto del mercato. Tuttavia il crescente ricorso ai *dark pool* solleva interrogativi di ordine regolamentare in quanto può, in ultima analisi, incidere negativamente sulla qualità del meccanismo di rivelazione del prezzo sui mercati "ufficiali" ("*lit markets*"). I partecipanti al mercato, come pure le autorità di vigilanza, hanno espresso preoccupazione per i ritardi di pubblicazione dei rendiconti delle negoziazioni sui mercati azionari.

Nel caso dei mercati non azionari, i requisiti di trasparenza non sono fissati dalla MiFID e sono disciplinati soltanto a livello nazionale; e ciò non è sempre considerato sufficiente. Esiste inoltre un problema di qualità e formato delle informazioni, come pure dei costi imputati per tali

informazioni e una difficoltà di consolidamento delle stesse. Tali aspetti devono essere affrontati perché altrimenti potrebbero compromettere gli obiettivi generali della MiFID per quanto concerne la trasparenza, la concorrenza tra prestatori di servizi finanziari e la protezione degli investitori.

#### **4. Mancanza di trasparenza per le autorità di regolamentazione e poteri di vigilanza insufficienti in ambiti fondamentali**

Alla presenza sempre maggiore di investitori finanziari sui mercati delle materie prime, soprattutto in alcuni fondamentali mercati dei derivati sulle materie prime (ad esempio, mercati agricoli e del petrolio,) può essere riconducibile un aumento eccessivo dei prezzi e della volatilità. Nel caso dei derivati, e soprattutto dei derivati sulle materie prime, non esiste vigilanza sulle posizioni e sulla loro gestione tale da poter prevenire turbolenze dei mercati e tutelare gli investitori. La mancanza di chiarezza e coerenza del quadro normativo per quanto riguarda le quote di emissioni ha un impatto negativo sull'integrità del mercato e sulla protezione degli investitori sul mercato secondario a pronti per le quote di emissioni.

I requisiti di notifica delle operazioni attualmente in vigore non garantiscono alle autorità competenti una visione organica del mercato in quanto coprono uno spettro di operazioni troppo ridotto (ad esempio, gli strumenti finanziari negoziati esclusivamente a livello OTC non sono attualmente soggetti a notifica) e sono troppo divergenti tra di loro. L'esperienza, soprattutto quella maturata in periodi di crisi finanziaria, ha dimostrato che esistono scarse possibilità di vietare o limitare la negoziazione o la distribuzione di un prodotto o servizio in caso di sviluppi o limitazioni negativi e che i poteri investigativi o sanzionatori sono insufficienti.

#### **5. Insufficiente protezione degli investitori**

Un certo numero di disposizioni dell'attuale MiFID fanno sì che gli investitori non beneficino di livelli di protezione sufficienti o adeguati, con la conseguenza che gli investitori possono essere indotti ad acquistare prodotti finanziari per loro inadeguati o operare scelte di investimento non ottimali.

In primo luogo vi è una copertura non uniforme dei prestatori di servizi, di alcune imprese di investimento e di alcuni prodotti; i depositi strutturati, ad esempio, non sono trattati o non sono trattati in modo sufficientemente chiaro dalla MiFID.

In secondo luogo, sussistono incertezze su una serie di servizi forniti agli investitori, ad esempio la portata dei servizi che consistono unicamente nell'esecuzione, la qualità della consulenza in materia di investimenti o il quadro relativo agli incentivi. Per quanto concerne questo ultimo punto, le norme della MiFID in materia di comunicazione degli incentivi da parte di terzi sono risultate in molti casi non sufficientemente chiare o articolate per gli investitori.

In terzo luogo i casi di vendita abusiva hanno creato problemi in materia di fornitura di servizi ai clienti non al dettaglio e di classificazione dei clienti. In ultimo, la mancanza di dati sulla qualità di esecuzione potrebbe limitare la capacità delle imprese di investimento di selezionare le migliori sedi di negoziazione per eseguire una transazione per conto dei clienti.

## **6. Lacune in alcuni ambiti dell'organizzazione, dei processi, del controllo dei rischi e della valutazione dei partecipanti al mercato**

Il problema presenta due dimensioni principali. In primo luogo sono risultati insufficienti il ruolo dei dirigenti delle imprese e le disposizioni organizzative per il lancio di nuovi prodotti, operazioni e servizi e si sono registrate lacune nelle funzioni di controllo interno, come evidenziato da episodi recenti. In secondo luogo, mancano disposizioni organizzative specifiche per la gestione di portafoglio, la sottoscrizione e il collocamento di valori mobiliari, come evidenziano i numerosi reclami presentati dai clienti in diversi Stati membri.

## **7. Ostacoli alla concorrenza nelle stanze di compensazione**

Gli sviluppi nelle relazioni tra le sedi di negoziazione dell'Unione europea e i fornitori di servizi di compensazione hanno messo in luce e creato una serie di ostacoli a un'effettiva concorrenza transfrontaliera. Per quanto siano tuttora oggetto di valutazione i meriti e i punti di forza relativi delle piattaforme di negoziazione e compensazione a integrazione verticale, da un lato, e delle stanze di compensazione orientate in senso orizzontale, che offrono servizi a piattaforme multiple di negoziazione, dall'altro, gli ostacoli menzionati hanno impedito una concorrenza paneuropea a livello delle piattaforme di negoziazione aperte grazie alla MiFID.

Gran parte degli aspetti presi in considerazione dal riesame effettuato dalla Commissione sono già trattati dalla MiFID. Inoltre, i mercati finanziari sono per loro natura, e sempre di più, transfrontalieri. I mercati internazionali hanno bisogno, quanto più possibile, di regole internazionali. Le condizioni alle quali imprese e operatori possono competere in questo contesto, che si tratti di norme sulla trasparenza pre e post-negoziazione, della protezione degli investitori o della valutazione e del controllo dei rischi da parte dei partecipanti al mercato, devono essere comuni a livello transfrontaliero. Tali condizioni rivestono oggi un'importanza centrale nella MiFID.

Anche l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) svolgerà un ruolo fondamentale nell'applicazione della nuova direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II). Uno degli obiettivi dell'Autorità è infatti quello di migliorare ulteriormente il funzionamento del mercato unico dei mercati mobiliari; la direttiva MiFID II conferisce all'AESFEM poteri adeguati.

**Per quanto riguarda il contesto normativo italiano**, si segnala come il quadro normativo europeo delineato da MiFID e MiFIR comporta l'introduzione nel nostro ordinamento di innovazioni significative soprattutto in materia di mercati, dove è prevista una più puntuale definizione delle sedi di negoziazione e viene ampliato l'ambito applicativo del regime di trasparenza e degli obblighi di *transaction reporting* degli scambi.

Con riferimento alle sedi di negoziazione, le nuove disposizioni europee estendono la qualificazione di sistemi multilaterali di negoziazione ai sistemi di incrocio di ordini di banche e Sim e introducono un'ulteriore tipologia di sede di negoziazione: il sistema organizzato di negoziazione (OTF).

**In merito alle criticità constatate a livello nazionale** si segnala, in particolare, che i sistemi di incrocio di ordini (*internal matching system*), prima non soggetti a regolamentazione, ora devono

essere autorizzati o come una tipologia di sede multilaterale di negoziazione o come internalizzatori sistematici. Tali sistemi si collocano in un'area tra la mediazione e il sistema di negoziazione, ad oggi non espressamente disciplinata e rispetto alla quale potrebbero sorgere, in fase di applicazione, incertezze sul corretto inquadramento nel nuovo regime normativo.

Al fine di acquisire elementi informativi utili all'inquadramento di queste attività anche nella prospettiva dell'entrata in vigore di MiFID II, nel 2015 la Consob, come riportato nella relazione annuale sull'attività svolta dall'Istituto, ha proseguito gli approfondimenti sulla corretta qualificazione delle attività di abbinamento degli ordini dei propri clienti/soci effettuate da un campione significativo di intermediari. La ricognizione ha utilizzato gli strumenti tipici della vigilanza informativa, quali richieste di dati e informazioni e convocazione di esponenti aziendali. Nel quadro delle linee-guida ESMA sul trading automatizzato e alla luce dei presidi e controlli che sono richiesti in seguito all'entrata in vigore di MiFID II, gli intermediari sono stati inoltre invitati dalla Consob a effettuare un puntuale *self-assessment* di meccanismi, presidi e controlli implementati per assicurare la resilienza dei sistemi, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati.

In materia di trasparenza degli scambi, l'esperienza applicativa successiva alla MiFID I ha evidenziato rischi per la qualità dei flussi informativi di vigilanza (*transaction reporting*) e delle informazioni destinate al pubblico (trasparenza pre e post-trade) nonché criticità nell'attività di verifica del rispetto degli obblighi stessi. Nel corso del triennio 2013-15 la Consob ha posto in essere numerose azioni per mitigare queste criticità, tra cui anche attività di *industry education*, aventi ad oggetto l'evoluzione degli adempimenti *transaction reporting* e di trasparenza alla luce dell'entrata in vigore di MiFID II e MiFIR.

In particolare, nel corso del 2016, con riferimento alle innovazioni normative in atto, l'Autorità di vigilanza è stata impegnata in attività di analisi delle implicazioni di vigilanza e delle eventuali esigenze di chiarimenti di natura interpretativa della normativa e di natura operativa nonché in attività di *industry education*.

Un'altra area di interesse riguarda la vigilanza sui mercati dei derivati, con particolare attenzione al corretto adempimento degli obblighi imposti dalla normativa EMIR e MiFIR. In particolare, MiFIR introduce una *trading obligation* con riferimento ai derivati OTC soggetti all'obbligo di *clearing* ai sensi della disciplina EMIR (oltre che alle azioni negoziate su una *trading venue*, ossia mercati regolamentati, MTF, OTF), al fine di garantire che la negoziazione avvenga per quanto possibile in sedi organizzate soggette ad adeguata regolamentazione e vigilanza anziché over-the-counter. Con l'introduzione di una *trading obligation* per i derivati OTC standardizzati si completa la riforma europea dei derivati avviata dopo la crisi finanziaria del 2008.

L'azione di vigilanza della Consob in tale ambito insisterà in maniera prioritaria sulla qualità dei dati segnalati ai *Trade Repository* e sulle procedure che le controparti adottano per assicurare la correttezza e la tempestività delle segnalazioni. Particolare attenzione verrà inoltre dedicata ai presidi con cui le controparti non finanziarie monitorano la loro attività in derivati per verificare il superamento della soglia di compensazione e per misurare l'idoneità dei derivati OTC conclusi per finalità di copertura a ridurre oggettivamente i rischi direttamente legati all'attività commerciale o di tesoreria.

Contestualmente al potenziamento delle attività di vigilanza, anche in questo ambito la Consob proseguirà le attività di *industry education* volte a rendere gli operatori pienamente consapevoli dei nuovi adempimenti cui è sottoposta l'operatività in derivati. La normativa MiFID II e MiFIR prevede un'articolata disciplina (dettagliata ulteriormente nelle misure di livello 2 della MiFID II) dell'algo-trading e dell'high frequency trading (HFT) e l'attribuzione di nuovi e più incisivi poteri di vigilanza alle autorità.

La Consob intende intensificare la vigilanza in materia, al fine di monitorare l'impatto dell'HFT sul processo di formazione dei prezzi e migliorare la capacità di detection degli abusi di mercato nonché innalzare la qualità dei requisiti organizzativi e dei sistemi di controllo di trading venue e imprese d'investimento che operano in ambiente altamente automatizzato. Anche alla luce dell'esperienza applicativa, maturata nell'ambito dell'attività di verifica della compliance agli orientamenti ESMA da parte di trading venue e operatori e dell'interlocuzione con le omologhe autorità estere, la Consob procederà allo sviluppo di una metodologia di risk-assessment e all'approfondimento di specifici profili evolutivi della microstruttura dei mercati.

**B) l'indicazione degli obiettivi (di breve, medio o lungo periodo) perseguiti con l'intervento normativo;**

Gli obiettivi generali perseguiti dalla revisione della direttiva MiFI e dall'intervento normativo in esame sono, nel breve, medio e lungo periodo: il rafforzamento della fiducia degli investitori, la riduzione dei rischi di turbolenze dei mercati e di problemi sistemici e il miglioramento dell'efficienza dei mercati finanziari, riducendo al contempo i costi inutili per i partecipanti.

Il conseguimento dei suddetti obiettivi generali comporta la realizzazione dei seguenti obiettivi strategici più specifici:

1. garantire ai partecipanti al mercato condizioni eque di concorrenza;
2. aumentare la trasparenza per i partecipanti al mercato;
3. garantire una maggiore trasparenza verso le autorità di regolamentazione e assegnare a quest'ultime maggiori poteri in ambiti fondamentali e migliorare il coordinamento a livello europeo;
4. aumentare la protezione degli investitori;
5. affrontare le lacune organizzative e le assunzioni di rischio eccessive o la mancanza di controllo da parte delle imprese di investimento e dei gestori del mercato.

Il recepimento della normativa MiFID II/MiFIR comporterà un significativo intervento di revisione sia del testo unico dell'intermediazione finanziaria (TUF), sia dei regolamenti Consob e Banca d'Italia in materia di intermediari e mercati. In questo contesto, la Consob intende indirizzare la propria attività di vigilanza al fine di:

1. garantire una corretta transizione verso il regime MiFID II e MiFIR, in modo da minimizzare gli incentivi degli operatori a migrare verso sedi di negoziazione meno trasparenti e verificare il rispetto degli adempimenti in tema di trasparenza, *transaction reporting* e *best execution*;
2. potenziare la capacità di detection delle condotte potenzialmente manipolative del mercato, anche nel caso di strategie favorite dalla frammentazione degli scambi (operatività cross

market), sviluppando la collaborazione bilaterale o multilaterale con le altre autorità per lo scambio di informazioni;

3. adeguare le infrastrutture tecnologiche di vigilanza alle nuove esigenze previste dal mutato quadro regolamentare, anche in coordinamento con l'ESMA.

**C) la descrizione degli indicatori che consentiranno di verificare il grado di raggiungimento degli obiettivi indicati e di monitorare l'attuazione dell'intervento nell'ambito della VIR;**

Uno dei principali obiettivi dell'intervento regolatorio è quello di assicurare il rispetto degli adempimenti in tema di trasparenza, transaction reporting e best execution previsti dalla direttiva MiFI II.

Il grado di raggiungimento di tale obiettivo sarà verificato attraverso l'attività di vigilanza sulle negoziazioni e sull'integrità informativa dei mercati svolta dalla Consob, con particolare riferimento a tempestività e correttezza delle segnalazioni, e sull'adempimento degli obblighi di trasparenza pre e post-negoziazione.

Come risulta dalla relazione Consob per l'anno 2015, le verifiche condotte dall'Autorità di vigilanza sul regime di transaction reporting, nonché su quello di trasparenza, hanno fatto emergere 13 casi di irregolarità nelle segnalazioni degli intermediari, a fronte dei quali sono stati attivati gli opportuni presidi di vigilanza.

Con riferimento all'ordinato svolgimento delle negoziazioni, la Consob nel corso del 2015 ha vigilato anche sulle negoziazioni ad alta frequenza, sia verificando il rispetto degli orientamenti ESMA in materia, sia effettuando una prima valutazione delle dimensioni del fenomeno per il mercato italiano. Si riportano di seguito gli esiti dell'indagine svolta dalla Consob in collaborazione con Borsa Italiana (Riquadro 1). Sulla base di questi dati potrà essere effettuato un monitoraggio degli effetti prodotti dall'applicazione della disciplina MiFID II/MiFIR non prima di aprile 2019, considerato che la nuova normativa europea si applicherà a partire da gennaio 2018.

### **Riquadro 1**

#### **Le dimensioni dell'high frequency trading nel contesto italiano**

L'utilizzo di tecnologia ad alta frequenza (HFT) per l'esecuzione di negoziazioni ha di recente conosciuto uno sviluppo significativo anche sui mercati italiani, stimolando numerose riflessioni circa i possibili effetti sull'ordinato svolgimento degli scambi e sulla stabilità, liquidità e volatilità dei mercati.

Il monitoraggio del fenomeno si fonda anzitutto dalla rilevazione della sua effettiva diffusione. I dati relativi alle quote di mercato degli operatori classificati come high frequency traders (HFTs), in termini di incidenza del controvalore scambiato sul totale, evidenziano una crescita non omogenea tra i diversi mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana.

#### **Quota di mercato degli scambi HFT (valori percentuali)**

categoria	2014	2015
-----------	------	------

MTA	25,4	28,7
IDEM (index futures)	39,9	43,6
IDEM (mini index futures)	64,2	68,9
ETFplus	47,9	49,2
MOT	20,1	19,5

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

L'attività di negoziazione automatizzata ad alta frequenza si è diffusa in maniera significativa sui mercati MTA, IDEM e ETFplus, mentre sul MOT la quota di mercato degli HFTrs è rimasta sostanzialmente stabile.

In particolare, le negoziazioni riconducibili a strategie HFT hanno sfiorato il 29 per cento circa del totale sul mercato azionario a pronti, il 44 per cento circa degli scambi di futures sull'indice Ftse Mib (il dato sale al 69 per cento considerando i mini futures, introdotti inizialmente per avvicinare la clientela retail a strumenti derivati standardizzati).

Infine, per quanto riguarda gli altri mercati, nel corso del 2015 va sottolineato che circa la metà degli scambi di exchange traded products (Etf) è avvenuta in contropartita a operatori HFTrs, mentre l'incidenza è pari al 20 per cento circa sul mercato obbligazionario MOT.

**D) l'indicazione delle categorie dei soggetti, pubblici e privati, destinatari dei principali effetti dell'intervento regolatorio.**

Le disposizioni della direttiva 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 600/2014 si applicano ai seguenti soggetti italiani, privati e pubblici:

1. società di investimento mobiliare (Sim): n. 72;
2. società di gestione di OICVM e FIA (Sgr): n. 153
3. banche che prestano servizi di investimento: n. 466;
4. gestori di mercati regolamentati: n. 9;
5. sistemi multilaterali di negoziazione (MTF): n. 10;
6. autorità nazionali competenti: Banca d'Italia e Consob.

**SEZIONE 2 - Procedure di consultazione precedenti l'intervento**

Per il negoziato a livello UE sono state consultate sia le autorità di vigilanza competenti che l'industria interessata.

Il Dipartimento del Tesoro, ai fini della predisposizione dello schema di decreto legislativo di recepimento della direttiva 2014/65/UE e di applicazione dei regolamenti europei in materia di sedi di negoziazione degli strumenti finanziari, intermediari finanziari e attività di negoziazione e post-

negoziazione, ha pubblicato, in collaborazione con le Autorità di vigilanza, un documento di consultazione contenente le modifiche da apportare al TUF.

La consultazione è durata 1 mese e si è conclusa il 9 giugno 2016. Sono state pubblicate sul sito dipartimentale le 18 risposte pervenute dall'industria.

### *SEZIONE 3 - Valutazione dell'opzione di non intervento di regolamentazione (opzione zero)*

Da un punto di vista formale non è configurabile l'opzione di non intervento da parte del legislatore italiano poiché gli Stati membri sono obbligati a conformarsi alle disposizioni contenute nella direttiva e nel regolamento e ad adottare e pubblicare, entro il 3 luglio 2017, le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie, informandone la Commissione.

Le modifiche e le integrazioni al TUF necessarie al corretto e integrale recepimento della direttiva e all'applicazione del regolamento e delle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione si limitano ai seguenti aspetti:

1. la designazione della Banca d'Italia e della Consob quali autorità competenti per lo svolgimento delle funzioni previste dalla direttiva e dal regolamento;
2. l'attribuzione alle autorità di vigilanza del potere di adottare disposizioni di disciplina secondaria, secondo il riparto di competenze previsto dal TUF e nell'ambito di quanto indicato dalla direttiva;
3. l'attribuzione alle autorità designate dei poteri di vigilanza e di indagine previsti dalla direttiva e dal regolamento;
4. la modifica della disciplina sull'operatività transfrontaliera delle società di intermediazione mobiliare (SIM) e della procedura di autorizzazione delle imprese di investimento extracomunitarie per la prestazione in Italia di servizi e attività di investimento;
5. il coordinamento del TUF con le disposizioni della direttiva in materia di cooperazione e scambio di informazioni con le autorità competenti dell'UE, degli altri Stati membri e degli Stati non UE;
6. la disciplina delle modalità di segnalazione, all'interno degli intermediari e verso l'autorità di vigilanza, delle violazioni delle disposizioni della direttiva e del regolamento;
7. l'attribuzione alla Banca d'Italia e alla Consob, secondo le rispettive competenze, del potere di applicare le sanzioni e le misure amministrative previste dalla direttiva, in base ai criteri e nei limiti massimi ivi previsti;
8. la previsione di norme di coordinamento con le altre disposizioni vigenti nei settori interessati dalla normativa da attuare.

**Da un punto di vista sostanziale, l'opzione di non intervento è stata valutata ed esclusa dal legislatore europeo che ha ritenuto necessario intervenire con una direttiva e un regolamento.**

La Commissione europea, nell'effettuare l'*impact assessment*, ha valutato i danni che deriverebbero da un intervento non coordinato a livello europeo che non permetterebbe di creare condizioni eque di concorrenza e livelli omogenei di protezione degli investitori e integrità del mercato.

Pertanto, la Commissione ha ritenuto necessario intervenire per aggiornare e modificare il quadro normativo creato dalla MiFID, per tenere conto dei mutamenti intervenuti sui mercati finanziari dopo l'applicazione della direttiva.

#### SEZIONE 4 - Opzioni alternative all'intervento regolatorio

Il numero di opzioni prese in considerazione dalla Commissione europea nell'*impact assessment* sulla revisione della MiFID è considerevole.

Per quanto riguarda il primo obiettivo strategico (garantire ai partecipanti al mercato condizioni eque di concorrenza), le opzioni riguardano la regolamentazione adeguata di tutte le strutture del mercato, tenendo conto delle necessità di soggetti minori quali le PMI come pure delle nuove tecnologie di negoziazione. Ciò include diverse misure per rafforzare il quadro normativo per le sedi di negoziazione esistenti, i requisiti di autorizzazione e la possibilità di creare una nuova categoria di sedi di negoziazione, chiamate sistemi organizzati di negoziazione (OTF), rivolti alla parte di negoziazione di valori svolta attualmente dai sistemi di "broker crossing" (BCS), come pure alla negoziazione dei derivati in formati differenti.

Per quanto riguarda nello specifico le PMI, le due opzioni prescelte riguardavano l'introduzione di un regime ad hoc per i mercati delle PMI o la promozione di un'iniziativa del settore per migliorare la visibilità di tali mercati. A livello tecnologico si è posto l'accento su un migliore controllo degli utenti di tali sistemi, come pure delle modalità con cui essi accedono ai mercati.

Per quanto riguarda il secondo obiettivo strategico (aumentare la trasparenza per i partecipanti al mercato), le opzioni per migliorare la trasparenza delle negoziazioni prevedevano un adeguamento dei requisiti attuali per i mercati azionari e la definizione di nuovi requisiti, in differenti formati, per i mercati non azionari. Sono state inoltre prese in considerazione diverse opzioni per ridurre i costi dei dati di mercato e per migliorare l'accesso a tali dati mediante un sistema consolidato di pubblicazione (*consolidated tape*).

Per quanto riguarda il terzo obiettivo (garantire una maggiore trasparenza verso le autorità di regolamentazione e assegnare a quest'ultime maggiori poteri in ambiti fondamentali e migliorare il coordinamento a livello europeo), i poteri delle autorità di regolamentazione potrebbero essere rafforzati introducendo diverse misure, quali un regime di autorizzazione per le nuove attività, un sistema di gestione delle posizioni e un rafforzamento delle sanzioni nell'ambito di diversi regimi.

L'armonizzazione delle condizioni del regime per i terzi potrebbe essere perseguita con diversi strumenti giuridici e vi sono inoltre differenti opzioni per ampliare il campo di applicazione della

notifica delle operazioni e per migliorare il funzionamento dei canali utilizzati a tal fine. Un ambito cui va dedicata un'attenzione particolare è quello dei mercati dei derivati sulle materie prime, per i quali è prevista la creazione di diversi meccanismi al fine di controllare meglio la volatilità come pure i soggetti attivi su tali mercati e le loro attività.

Per quanto concerne il quarto obiettivo (aumentare la protezione degli investitori), il miglioramento della protezione degli investitori prevedeva diverse opzioni relative ad ambiti specifici dei servizi, quali la consulenza in materia di investimenti o prodotti complessi, per i quali potrebbe essere definito un quadro più rigoroso e rafforzato l'obbligo di fornire informazioni.

L'ultimo obiettivo (affrontare le lacune organizzative e le assunzioni di rischio eccessive o la mancanza di controllo da parte delle imprese di investimento e dei gestori del mercato) potrebbe essere perseguito mediante diverse politiche miranti al rafforzamento del governo societario, requisiti più rigorosi per l'organizzazione di servizi specifici quali la gestione di portafoglio e un regime maggiormente armonizzato per la registrazione delle conversazioni telefoniche o delle comunicazioni elettroniche.

**SEZIONE 5 - Giustificazione dell'opzione regolatoria proposta e valutazione degli oneri amministrativi e dell'impatto sulle PMI**

*La sezione descrive l'intervento regolatorio prescelto, riportando:*

**A) gli svantaggi e i vantaggi dell'opzione prescelta, per i destinatari diretti e indiretti, a breve e a medio-lungo termine, adeguatamente misurati e quantificati, anche con riferimento alla possibile incidenza sulla organizzazione e sulle attività delle pubbliche amministrazioni,**

Le diverse opzioni strategiche, elencate nella Sezione 4, sono state verificate dalla Commissione in base ai criteri della loro efficacia ed efficienza nel conseguire i relativi obiettivi. Il confronto tra le opzioni strategiche ha portato alle conclusioni di seguito riportate.

Per quanto riguarda il primo obiettivo la prima opzione principale privilegiata prevede la definizione di un regime di sistemi organizzati di negoziazione con tre obiettivi:

1. definire un quadro normativo adeguato per i sistemi di "broker crossing" presenti sui mercati azionari,
2. definire un quadro normativo adeguato per differenti tipi di sistemi di negoziazione che attualmente non sono regolamentati come nelle sedi di negoziazione e
3. elaborare un quadro sufficientemente dinamico per integrarvi i sistemi futuri di negoziazione e le soluzioni che dovessero emergere in futuro.

La seconda opzione principale privilegiata consiste in un'ulteriore regolamentazione delle imprese che effettuano negoziazione automatizzata, come pure dei gestori del mercato, soprattutto per quanto riguarda una rigorosa gestione dei rischi e le protezioni operative. Sono state invece scartate diverse opzioni che avrebbero limitato l'attività di negoziazione al alta frequenza (HFT) con effetti negativi sulla liquidità del mercato, quali l'imposizione di un periodo minimo di conservazione degli ordini nel book. Per quanto riguarda le PMI, l'opzione di un'iniziativa del settore è stata scartata in quanto troppo costosa a fronte di benefici limitati.

Per quanto concerne il secondo obiettivo, si è privilegiata l'opzione che prevede la semplificazione dell'attuale regime di trasparenza nei mercati azionari unitamente all'introduzione di un regime di trasparenza ad hoc per ciascun tipo di strumento finanziario non azionario (ad esempio, mercati obbligazionari e dei derivati). In questo modo si dovrebbe raggiungere il giusto equilibrio tra trasparenza e liquidità.

In materia di poteri delle autorità di regolamentazione e coerenza delle pratiche di vigilanza, l'opzione principale privilegiata prevede la possibilità di vietare nuovi prodotti e servizi combinata con un sistema di gestione delle posizioni. Ciò permetterà di rafforzare i poteri delle autorità di regolamentazione in modo che quest'ultime possano far fronte a situazioni di rischio per la protezione degli investitori, la stabilità dei mercati e i problemi sistemici. Inoltre, il rafforzamento della collaborazione tra le autorità di regolamentazione dei mercati fisici e finanziari delle materie prime contribuirà a rendere più ordinati e stabili i mercati dei derivati sulle materie prime.

Per quanto concerne la trasparenza verso le autorità di regolamentazione, il percorso privilegiato prevede di ampliare la portata della notifica delle operazioni e di migliorarla grazie all'istituzione dei meccanismi di notifica autorizzati (ARM), per arrivare a un monitoraggio molto più capillare dei mercati da parte delle autorità di regolamentazione finalizzato a rafforzarne l'integrità.

Nei mercati dei derivati sulle materie prime un nuovo sistema di notifica delle posizioni, con revisione delle esenzioni di cui beneficiavano alcuni operatori, permetterà di migliorare la trasparenza verso le autorità di regolamentazione e il pubblico, consentendo di valutare con maggiore precisione l'impatto del flusso degli investimenti finanziari sul meccanismo di formazione del prezzo e sulla relativa volatilità.

Infine l'applicazione della MiFID anche al mercato secondario a pronti delle quote di emissioni garantirà una regolamentazione e vigilanza adeguate del mercato a pronti del carbonio e permetterà di rendere coerente il quadro normativo tra i mercati fisici e quelli dei derivati e tra i mercati primari e secondari.

Per quanto riguarda il quarto obiettivo, le opzioni prescelte consentiranno in primo luogo di ampliare il campo di applicazione del regolamento sui prodotti, servizi e prestatori di servizi e di rafforzare la protezione degli investitori, garantendo che si tenga adeguatamente conto dei prestatori di servizi di investimento (in altri termini, i consulenti che gestiscono investimenti di portata ridotta, attualmente esentati a norma della MiFID, saranno soggetti a norme nazionali di comportamento analoghe) e prodotti di investimento (depositi strutturati). Inoltre, sarà ristretto l'elenco di prodotti complessi che possono essere venduti in regime di sola esecuzione e saranno rafforzati i requisiti in materia di informazioni da fornire ai clienti.

L'opzione che prevedeva di eliminare completamente il regime della sola esecuzione è stata scartata in quanto troppo dannosa e costosa per alcune categorie di clienti con buone conoscenze finanziarie. Anche la qualità delle consulenze in materia di investimenti sarà migliorata specificando le condizioni per una loro prestazione indipendente. Infine, l'eliminazione degli incentivi per le consulenze indipendenti in materia di investimenti e la gestione di portafoglio permetterà di eliminare i conflitti di interesse per le imprese che forniscono tali servizi, migliorandone la qualità a beneficio degli investitori.

Per quanto concerne l'ultimo obiettivo, l'opzione privilegiata prevede di rafforzare il ruolo dei dirigenti delle imprese, soprattutto in materia di funzioni di controllo interno e di requisiti organizzativi specifici per la gestione di portafoglio e le sottoscrizioni, ovvero gli ambiti più importanti ai fini della protezione degli investitori e dell'integrità del mercato, contribuendo al contempo a definire un quadro più coerente a livello europeo. È stata invece scartata l'idea di introdurre una nuova funzione interna distinta per la gestione dei reclami dei clienti che risultava troppo onerosa e poco flessibile.

Le valutazioni svolte dalla Commissione e le conseguenti scelte regolatorie contenute nella proposta di direttiva e di regolamento sono state successivamente vagliate e discusse dagli Stati membri in sede di Consiglio UE e dal Parlamento europeo. L'analisi e il dibattito si sono incentrati su considerazioni di tipo prevalentemente qualitativo. Ove possibile, la Commissione *nell'impact assessment* ha riportato valutazioni basate anche su elementi di analisi di tipo quantitativo che possono essere considerati attendibili e pertinenti anche per la realtà italiana, posto che il quadro normativo nel quale operano intermediari e mercati italiani è da anni armonizzato con quello UE. Non di meno, si segnala che un'analisi delle conseguenze, anche in termini di rapporto costi/benefici espressi in termini quantitativi, derivanti dall'attuazione dell'intervento di regolazione europeo sui destinatari nazionali e sul sistema paese potrà essere effettuato *ex post*, allorché le nuove norme avranno prodotto i loro effetti, quindi in fase di monitoraggio, prendendo in considerazione un arco temporale sufficientemente ampio.

Nella Sezione 7, lettera C, si precisa che il monitoraggio spetta in primis alla Commissione europea. Entro il 3 marzo 2020, la Commissione, sentita l'ESMA, presenta al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sull'applicazione della direttiva e può proporre eventuali interventi correttivi.

A livello nazionale, il controllo e il monitoraggio degli effetti dell'intervento regolatorio verrà svolto dalla Consob e dalla Banca d'Italia che vigilano sull'applicazione delle norme e riferiranno al Ministero dell'economia e delle finanze.

Questa Amministrazione potrà pertanto fornire elementi di valutazione, anche di natura quantitativa ove opportuno, in sede di redazione della VIR.

#### **B) l'individuazione e la stima degli effetti dell'opzione prescelta sulle micro, piccole e medie imprese;**

Per facilitare l'accesso al capitale alle piccole e medie imprese (PMI) e agevolare l'ulteriore sviluppo di mercati specializzati volti a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti, MiFID II e MiFIR prevedono, all'interno della categoria dei sistemi multilaterali di negoziazione, una nuova sottocategoria: i "mercati di crescita per le PMI" e prevedono la registrazione di tali mercati. La creazione di una categoria specifica di mercato dovrebbe aumentarne la visibilità e contribuire all'elaborazione di norme regolamentari comuni dell'Unione per tali mercati.

I requisiti applicabili a tale nuova categoria di mercati prevedono sufficiente flessibilità, per poter tener conto della gamma di modelli di mercato attualmente esistenti in Europa; garantiscono il mantenimento di livelli elevati di protezione degli investitori, essenziali per promuovere la fiducia di questi ultimi negli emittenti attivi su tali mercati; nonché la riduzione, per gli emittenti, degli

oneri amministrativi non necessari. Ulteriori dettagli sui requisiti dei mercati di crescita delle PMI, come quelli relativi ai criteri di ammissione alle negoziazioni in tale mercato, sono oggetto di atti delegati e di norme tecniche.

Considerata l'importanza di non incidere negativamente sui mercati di successo esistenti, gli operatori di mercati orientati a emittenti piccoli e medi possono continuare a fruire della possibilità di gestire tale mercato in conformità dei requisiti della direttiva MiFID senza doversi registrare come un mercato di crescita per le PMI. Peraltro, gli emittenti che sono PMI non sono tenuti a chiedere l'ammissione dei loro strumenti finanziari alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI.

**C) l'indicazione e la stima degli oneri informativi e dei relativi costi amministrativi, introdotti o eliminati a carico di cittadini e imprese. Per onere informativo si intende qualunque adempimento comportante raccolta, elaborazione, trasmissione, conservazione e produzione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione;**

Il recepimento della direttiva MiFID II non richiede l'introduzione di nuovi oneri informativi, concernenti l'elaborazione e la trasmissione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione, a carico dei soggetti destinatari del provvedimento.

Al riguardo, è opportuno precisare quanto segue:

1. non vi sono oneri nei confronti della P.A.;
2. essendo la direttiva 2014/65/UE una rifusione della direttiva 2004/39/CE molti degli obblighi derivanti dalla normativa erano già previsti dall'ordinamento italiano;
3. la gran parte degli obblighi di *compliance* a carico degli operatori italiani riguardano l'implementazione e la gestione di procedure interne e la disciplina dei rapporti tra soggetti privati nello svolgimento di servizi e attività di investimento o dell'attività di negoziazione sui mercati;
4. un limitato numero di tali obblighi riguarda le informazioni da fornire all'Autorità di vigilanza, cioè alla Consob e/o alla banca d'Italia, che sono autorità indipendenti.

Tra i nuovi istituti che vengono disciplinati dalla direttiva 2014/65/UE si possono annoverare i Servizi di Comunicazione Dati e gli obblighi di *position reporting* relativi ai derivati su merci.

Con riguardo al primo aspetto, tali soggetti dovranno essere autorizzati dalla data di applicazione della MIFID II (3 gennaio 2018) e dunque ad oggi non è possibile determinare con esattezza il numero di soggetti che faranno richiesta di autorizzazione.

Dai dati ad oggi disponibili tratti dall'elenco dei soggetti che attualmente risultano svolgere servizi di *transaction reporting* e trasparenza *post-trade*, si può stimare che i soggetti potenzialmente interessati a richiedere l'autorizzazione sono 13 per il *transaction reporting* e 9 per la trasparenza *post-trade*.

Con riguardo alla notifica delle posizioni in derivati su merci, anche in questo caso, trattandosi di una previsione di nuova introduzione non è possibile formulare previsioni sulle comunicazioni

che verranno inviate. Può essere peraltro utile riepilogare gli obblighi informativi in *subjecta materia* discendenti dalla normativa MIFID II.

L'articolo 58 MiFID II prevede infatti un obbligo per le *trading venue* di: (i) pubblicare e inviare all'autorità competente un report settimanale [cfr. art. 58(1)(a) Mifid II] indicante le posizioni aggregate detenute dalle diverse categorie di persone per i diversi strumenti finanziari derivati su merci negoziati (con una serie di dettagli e condizioni); (ii) un report giornaliero [cfr. art. 58(1)(b) Mifid II] con la scomposizione delle posizioni di tutte le persone. Il medesimo articolo 58 prevede un obbligo per le imprese di investimento di fornire all'autorità competente della sede di negoziazione dove è negoziato il derivato su merci (...) un report giornaliero con la scomposizione completa delle loro posizioni assunte in derivati su merci negoziati in una sede di negoziazione e su contratti OTC economicamente equivalenti.

Ciò premesso, con particolare riferimento ai costi di *compliance* si osserva che non si tratta propriamente di oneri amministrativi nei confronti della pubblica amministrazione, bensì di procedure e adempimenti di natura privatistica nello svolgimento di attività tra soggetti privati che possono riguardare, ad esempio, determinate regole di condotta o l'obbligo di comunicazione di informazioni.

In ogni caso ed in via generale per i costi di *compliance*, si rinvia a quanto analiticamente indicato nel paragrafo 8 (pag. 64) e nell'Annex 15 (pag. 158) dell'*impact assessment*.

**D) le condizioni e i fattori incidenti sui prevedibili effetti dell'intervento regolatorio, di cui comunque occorre tener conto per l'attuazione (misure di politica economica ed aspetti economici e finanziari suscettibili di incidere in modo significativo sull'attuazione dell'opzione regolatoria prescelta; disponibilità di adeguate risorse amministrative e gestionali; tecnologie utilizzabili, situazioni ambientali e aspetti socio-culturali da considerare per quanto concerne l'attuazione della norma prescelta, ecc.).**

Non si ravvisano specifiche condizioni o particolari fattori che possano incidere sull'attuazione delle nuove disposizioni, che si inseriscono in un quadro regolamentare consolidato nel quale i destinatari della normativa in materia di mercati finanziari già operano.

SEZIONE 6 – Incidenza sul corretto funzionamento concorrenziale del mercato e sulla competitività del Paese
---

Con il decreto legislativo in esame si interviene integrando il quadro normativo vigente in modo da assicurare la tutela degli interessi di tutti i soggetti coinvolti, senza prevedere obblighi ulteriori atti a creare svantaggi concorrenziali per le imprese italiane.

In particolare, si precisa che l'intervento regolatorio non crea restrizioni alle possibilità competitive degli operatori del mercato, viceversa una regolamentazione uniforme a livello europeo garantisce la parità delle condizioni di concorrenza nell'Unione ed evita arbitraggi regolamentari.

Infatti, l'obiettivo generale della normativa MiFID/MiFIR è favorire l'integrazione, la competitività e l'efficienza dei mercati finanziari all'interno della UE.

Nella pratica, la direttiva MiFI II ha abolito la facoltà degli Stati membri di mantenere l'obbligo di concentrazione degli scambi di strumenti finanziari, consentendo pertanto una concorrenza a livello europeo tra sedi di negoziazione tradizionali e alternative (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e sistemi organizzati di negoziazione (OTF)). A tutte le suddette sedi saranno applicati i medesimi requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione. Similmente, sono pressoché identici anche i requisiti afferenti gli aspetti organizzativi e la sorveglianza del mercato applicabili alle tre sedi di cui sopra. Una tale situazione garantirà delle condizioni di parità in presenza di attività analoghe da un punto di vista funzionale.

Le disposizioni contenute nel pacchetto MiFID II/MiFIR vietano, inoltre, eventuali pratiche discriminatorie e ostacoli che potrebbero impedire la concorrenza per la compensazione degli strumenti finanziari. Una tale misura è volta a incrementare la concorrenza nei servizi di compensazione di strumenti finanziari, con conseguente diminuzione dei costi di investimento e finanziamento, eliminazione delle inefficienze e maggiore innovazione nei mercati europei.

Le disposizioni riguardanti i requisiti di negoziazione e di trasparenza hanno assunto la forma di norme regolamentari direttamente applicabili alla totalità delle imprese di investimento che dovranno, in tal modo, attenersi a regole uniformi in tutti i mercati dell'Unione; questo, per consentire l'applicazione uniforme di un singolo quadro normativo, rafforzare la fiducia nella trasparenza dei mercati in seno all'Unione, ridurre la complessità normativa e le spese di conformità a carico delle imprese, in particolare per gli istituti finanziari che operano a livello transfrontaliero, e contribuire, infine, all'eliminazione delle distorsioni della concorrenza.

È tuttavia importante sottolineare che, per garantire parità di condizioni, i requisiti di trasparenza saranno calibrati in base alle molteplici tipologie di strumenti, quali azioni, obbligazioni e derivati, e alle diverse tipologie di negoziazioni, tra cui portafoglio ordini e sistemi basati sulla quotazione. Alla base dei requisiti di trasparenza vi è la necessità di consentire agli investitori di accedere alle informazioni in merito alle opportunità di negoziazione presenti, agevolare la formazione del prezzo e consentire alle imprese di fornire ai rispettivi clienti un'esecuzione alle migliori condizioni.

Al fine di rimuovere gli ostacoli alla negoziazione transfrontaliera e le distorsioni significative alla concorrenza derivanti da leggi nazionali divergenti, nonché per evitare l'insorgere di ulteriori probabili ostacoli futuri, la disciplina MiFID II/MiFIR crea un quadro normativo armonizzato volto a consentire l'accesso ai mercati europei alle imprese e ai gestori di mercato con sede in paesi terzi al fine di superare l'attuale frammentazione che caratterizza i regimi di paesi terzi e garantire condizioni di parità per tutti gli operatori che offrono servizi finanziari all'interno del territorio comunitario. Il regolamento MiFI introduce un regime basato su una valutazione preliminare, condotta dalla Commissione, volta ad accertare l'equivalenza delle giurisdizioni di paesi terzi. Le imprese con sede in paesi terzi nei confronti dei quali è stata adottata una decisione di equivalenza avranno facoltà di richiedere l'autorizzazione a prestare servizi in seno all'Unione.

Un ultimo accenno, infine, alle disposizioni sulle PMI. La direttiva MiFI consente al gestore di un sistema multilaterale di negoziazione di chiedere alle autorità competenti del proprio Stato

membro di origine di registrare il sistema multilaterale di negoziazione come un mercato di crescita per le piccole e medie imprese. Date le difficoltà incontrate da molte PMI nell'accesso alla finanza e presupponendo che tali difficoltà torneranno ad emergere nei momenti di tensione del mercato, la creazione di una sede di negoziazione specializzata per le PMI fornirà finanziamento alle PMI, specialmente in momenti difficili, e inoltre migliorerà la formazione dei prezzi e la determinazione dei prezzi per le emissioni effettuate da tali imprese. Poiché il sistema multilaterale di negoziazione si specializzerà in tali emissioni, è probabile che i prezzi rifletteranno meglio i fattori di determinazione del prezzo più rilevanti per le PMI.

#### **SEZIONE 7 - Modalità attuative dell'intervento di regolamentazione**

*La sezione descrive:*

##### **A) i soggetti responsabili dell'attuazione dell'intervento regolatorio;**

Le Autorità competenti (Banca d'Italia e Consob) che vigilano i soggetti indicati nella Sezione I, lettera D.

##### **B) le azioni per la pubblicità e per l'informazione dell'intervento (con esclusione delle forme di pubblicità legale degli atti già previste dall'ordinamento);**

L'intervento regolatorio verrà pubblicato nei siti del MEF, della Consob e della Banca d'Italia. Ampia informazione a tutti i destinatari sarà poi fornita dalle associazioni di categoria, che partecipano ai tavoli tecnici presso il MEF.

##### **C) strumenti e modalità per il controllo e il monitoraggio dell'intervento regolatorio;**

La Commissione intende monitorare l'applicazione da parte degli Stati membri delle modifiche contenute nell'iniziativa legislativa sui mercati degli strumenti finanziari.

Entro il 3 marzo 2020, la Commissione, sentita l'ESMA, presenta al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione relativa:

- a) al funzionamento dei sistemi organizzati di negoziazione, tenendo conto dell'esperienza acquisita nel campo della vigilanza dalle autorità competenti, del numero di sistemi organizzati di negoziazione autorizzati nell'Unione e della loro quota di mercato, e che esamini in particolare se siano necessari adattamenti alla definizione di sistema organizzato di negoziazione (OTF) e se la gamma di strumenti finanziari coperti dalla categoria OTF continui a essere indicata;
- b) al funzionamento del regime relativo ai mercati di crescita per le PMI, tenendo conto del numero di sistemi multilaterali di negoziazione registrati come mercati di crescita per le PMI, del numero di emittenti presenti su tali mercati e dei pertinenti volumi delle negoziazioni;
- c) all'impatto dei requisiti relativi alla negoziazione algoritmica inclusa la negoziazione algoritmica ad alta frequenza;
- d) all'esperienza con il meccanismo utilizzato per vietare determinati prodotti o pratiche, tenendo conto del numero di volte in cui il meccanismo è stato utilizzato e dei relativi effetti;

- e) all'applicazione delle sanzioni amministrative e penali e in particolare all'esigenza di armonizzare ulteriormente le sanzioni amministrative stabilite per la violazione dei requisiti di cui alla direttiva e al regolamento;
- f) all'impatto dell'applicazione dei limiti di posizione e della gestione delle posizioni sulla liquidità, gli abusi di mercato e le corrette condizioni di fissazione del prezzo e di regolamento sui mercati dei derivati su merci;
- g) all'andamento dei prezzi per le informazioni inerenti alla trasparenza pre- e post-negoziazione dai mercati regolamentati, dai sistemi multilaterali di negoziazione, dai sistemi organizzati di negoziazione e dai dispositivi di pubblicazione autorizzati;
- h) all'impatto dell'obbligo di comunicare onorari, commissioni o altri benefici non monetari in relazione alla fornitura di un servizio di investimento o servizio accessorio al cliente, incluso il suo impatto sul corretto funzionamento del mercato unico della consulenza in materia di investimenti a livello transfrontaliero.

A livello nazionale, il controllo e il monitoraggio degli effetti dell'intervento regolatorio verrà svolto dalla Consob e dalla Banca d'Italia che vigilano sull'applicazione delle norme.

**D) i meccanismi eventualmente previsti per la revisione dell'intervento regolatorio;**

In base ai provvedimenti che verranno assunti in sede europea e alle eventuali modifiche che verranno apportate alla direttiva o al regolamento MiFI e ai regolamenti delegati in materia, si procederà ad una revisione della normativa italiana di settore.

**E) gli aspetti prioritari da monitorare in fase di attuazione dell'intervento regolatorio e considerare ai fini della VIR.**

Nella predisposizione della VIR verranno considerati prioritariamente i seguenti aspetti, legati al monitoraggio dei soggetti vigilati:

1. numero di sistemi organizzati di negoziazione autorizzati nell'ultimo triennio;
2. numero di sistemi multilaterali di negoziazione registrati come mercati di crescita per le PMI nell'ultimo triennio;
3. numero di imprese di paesi terzi che hanno chiesto di fornire servizi di investimento o svolgere attività di investimento, con o senza succursale in Italia, nell'ultimo triennio;
4. numero delle sanzioni amministrative e penali comminate nell'ultimo triennio per la violazione dei requisiti di cui alla direttiva e al regolamento;
5. numero di verifiche effettuate nell'ultimo triennio nei confronti degli intermediari, con riguardo alla tempestività e correttezza delle segnalazioni e all'adempimento degli obblighi di trasparenza pre e post-negoziazione;
6. andamento degli scambi HTF nell'ultimo triennio.

Il Ministero dell'economia e delle finanze curerà l'elaborazione delle VIR, sulla base dei dati che saranno forniti dalla Consob e dalla Banca d'Italia.

\*\*\*\*\*

*Sezione aggiuntiva per iniziative normative di recepimento di direttive europee*

**SEZIONE 8 - Rispetto dei livelli minimi di regolazione europea**

Il provvedimento normativo non prevede l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalla direttiva, ai sensi dell'articolo 14, commi 24-bis, 24-ter e 24-quater, della legge 28 novembre 2005, n. 246.

La direttiva 2014/65/UE è una direttiva di armonizzazione massima; il regolamento (UE) n. 600/2014 è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile.

E' opportuno evidenziare che, sia la direttiva che il regolamento MiFI prevedono l'adozione da parte della Commissione europea di numerosi atti delegati (c.d. livello due di regolazione), recanti disposizioni che integrano ed attuano nel dettaglio i principi e le disposizioni contenute nelle fonti normative di rango primario. Tali atti assumono, nella quasi totalità dei casi, la forma di regolamento, sono direttamente applicabili negli Stati membri e non consentono, pertanto, l'adozione a livello nazionale di livelli superiori di regolazione (c.d. gold plating). In calce alla relazione illustrativa vi è l'elenco degli atti delegati finora adottati dalla Commissione e pubblicati nella GUUE.