

Il recepimento della direttiva MiFID II



Sommario:

- I. Introduzione.*
- II. La Product Governance.*
- III. La Product Intervention.*
- IV. La consulenza indipendente.*
- V. Il nuovo regime di trasparenza dei costi ed oneri legati al servizio e al prodotto.*
- VI. La comunicazione dei conflitti di interesse.*
- VII. Imprese e Banche dei Paesi Terzi.*



I. Introduzione.

In data 25 agosto 2017 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana il decreto legislativo 3 agosto 2017 n. 129, approvato dal Consiglio dei Ministri nella seduta del 28 luglio 2017, con il quale viene data attuazione in Italia alla direttiva 2014/65/UE, *Market in Financial Instruments Directive* (MiFID II)¹ e viene altresì adeguata la normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento UE 600/2014 (MiFIR)² (di seguito il “Decreto”).

Lo scorso mese di maggio il Governo Italiano aveva trasmesso al Parlamento lo schema del decreto legislativo (atto di Governo 413) di attuazione della direttiva MiFID II e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del MiFIR (di seguito lo “Schema di Decreto”), esercitando così la delega di cui all’articolo 9 della legge di delegazione europea 2014 (legge 114 del 2015).

Come precisato nella relazione di accompagnamento allo Schema di Decreto, la MiFID II persegue le medesime finalità della precedente direttiva 39/2004 (MiFID I) confermandone le scelte di fondo. L’obiettivo

¹ Direttiva 2014/65/CE, del 15 maggio 2014, e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, così come modificata dalla direttiva (UE) 2016/1034.

² Regolamento (UE) 600/2014 del parlamento Europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, e che modifica il regolamento (UE) 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033.

primario resta sempre lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari a livello Europeo, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori; a tal proposito, nella MiFID II sono state inserite specifiche disposizioni che impongono, ai prestatori di servizi di investimento, precisi obblighi informativi e di rendicontazione nei confronti dei propri clienti. Il Decreto, ai fini del recepimento della MiFID II e dell'adeguamento della normativa nazionale al MiFIR, apporta modifiche e integrazioni al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (di seguito il TUF).

Peraltro, il recepimento della MiFID II (come integrata dalla direttiva delegata 593/2017³), così come l'adeguamento normativo al MiFIR ed ai numerosi regolamenti delegati, per loro natura direttamente applicabili, che integrano sia la MiFID II che il MiFIR medesimo, presuppone non soltanto l'adozione delle modifiche e integrazioni alla normativa primaria previste dal Decreto, ma anche l'adozione delle necessarie modifiche alla normativa secondaria che dovranno essere elaborate da Consob e/o Banca d'Italia. A tal proposito la Consob ha avviato ben quattro consultazioni⁴ al fine di adeguare il Regolamento Intermediari ed il Regolamento Mercati a tali disposizioni, nonché per conformarsi alle Linee Guida ESMA in materia di "*Knowledge & Competence*" ("*Guidelines for the assessment of knowledge and competence*") e al Regolamento (UE) 2017/565 che, come il MiFIR, è direttamente applicabile negli Stati membri.

Il Decreto è entrato in vigore il 26 agosto 2017 e le disposizioni del TUF, modificate dal Decreto, si applicheranno dal 3 gennaio 2018⁵, salvo quanto diversamente indicato all'articolo 10 del Decreto medesimo ("*Disposizioni transitorie e finali*").⁶ Nelle more continuano ad applicarsi le disposizioni in vigore al 25 agosto 2017. Giova precisare che il citato articolo 10 dispone

³ Direttiva Delegata (UE) 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016 che integra la direttiva MiFID II, "per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e delle regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari".

⁴ 1) in data 6 luglio 2017: "*Modifiche al Regolamento Intermediari relativamente alle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, in recepimento della direttiva 2014/65/UE (MiFID II)*";
2) in data 28 luglio 2017: "*Modifiche al libro VIII del Regolamento Intermediari in materia di consulenti finanziari*";
3) in data 31 luglio 2017: "*Modifiche al Regolamento Mercati in recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e in attuazione del Regolamento (UE) 600/2014 (MiFIR)*" e "*Modifiche al Regolamento Intermediari concernenti le procedure di autorizzazione delle SIM e l'ingresso in Italia delle imprese di investimento UE e la disciplina applicabile ai gestori in recepimento della direttiva 2014/65/UE (MiFID II)*".

⁵ La data di applicazione, originariamente prevista dalla MiFID II per il 3 gennaio 2017, è stata successivamente prorogata al 3 gennaio 2018, con la Direttiva 1039/2016.

⁶ Il riferimento è alle disposizioni che recepiscono l'articolo 65, paragrafo 2, della MiFID II (in tema di requisiti organizzativi dei CTP-*Consolidate Tape Provider*), che saranno applicabili dal 3 settembre 2019, nonché alle previsioni dell'articolo 55 MiFIR cui espressamente si rinvia e all'Albo Unico dei consulenti finanziari e all'attività dell'OCF, le cui date di avvio dell'operatività sono stabilite dalla Consob con proprie delibere.

altresì che le disposizioni emanate dalla Banca d'Italia e dalla Consob ai sensi di disposizioni del TUF, ora modificate o abrogate con il Decreto, continueranno a trovare applicazione fino alla data di entrata in vigore dei nuovi provvedimenti che la Banca d'Italia e/o la Consob dovranno emanare, per le rispettive competenze, entro 180 giorni dall'entrata in vigore del Decreto.

Tra le tematiche più significative che sono conseguenza del recepimento della MiFID II e degli adeguamenti normativi al MiFIR, vi sono certamente:

- a) *la Product Governance;*
- b) *la Product Intervention;*
- c) *la disciplina della consulenza indipendente;*
- d) *la comunicazione dei conflitti d'interesse*
- e) *la disciplina per le Imprese e Banche di Paesi Terzi.*

II. La Product Governance.

Tra le tante novità introdotte da MiFID II e oggetto del Decreto, uno degli argomenti di maggior impatto è certamente la *product governance*, ovvero il nuovo set di regole (organizzative e di condotta) che gli intermediari dovranno rispettare già in sede di ideazione dei prodotti finanziari e di individuazione delle strategie e delle modalità di distribuzione, finalizzate ad assicurare il perseguimento del miglior interesse degli investitori ed evitare possibili fenomeni di *mis-selling*.

Gli intermediari dovranno, sin dalla prima fase di ideazione dei prodotti finanziari, addivenire ad una corretta identificazione e valorizzazione di quelle che sono le esigenze della clientela cui tali prodotti saranno destinati. La MiFID II, agli articoli 16 (paragrafo 3) e 24 (paragrafo 2), ha introdotto l'obbligo di *governance* sia per i produttori sia per i distributori⁷ di prodotti finanziari, prevedendo che le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, debbano assicurarsi che tali prodotti vengano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali (c.d. *target market*)⁸ individuato, a sua volta, all'interno della pertinente categoria di clienti. Inoltre, le stesse imprese devono far sì che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari adottata, sia compatibile con il *target* di clienti al quale vengono offerti tali prodotti. Tali obblighi sono rafforzati ulteriormente dagli articoli 9 e 10 della Direttiva delegata (UE) 593/2017 del 7 aprile 2016, che ha perseguito l'obiettivo di innalzare il livello di protezione per gli investitori,

⁷ Al di là di queste due distinte categorie, come evidenziato nel documento di consultazione Consob del 6 luglio u.s., possono verificarsi situazioni di intermediari che siano nel contempo produttori e anche distributori, così come di intermediari distributori che, pur non realizzando direttamente il prodotto, siano comunque in qualche modo coinvolti nella fase di realizzazione del prodotto, essendo portatori di specifiche esigenze della clientela.

⁸ Si vedano in merito le “*Guidelines on MiFID II product governance requirements*” pubblicate il 2 giugno 2017.

stabilendo distinti e dettagliati obblighi (i) sia per le imprese di investimento che producono i prodotti finanziari, articolo 9, (ii) sia per i distributori, articolo 10.

Gli intermediari “produttori”, in particolare, dovranno svolgere, in via anticipata e astratta, valutazioni di coerenza dei prodotti rispetto ai bisogni e alle caratteristiche del *target* di clientela potenziale, sin dalla fase della loro ideazione e specificare una strategia di distribuzione che sia coerente con il *target market* identificato. I produttori, nell’ambito di questo processo, dovranno altresì identificare un *target market* negativo, vale a dire individuare “*qualsiasi gruppo/i di clienti per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi lo strumento finanziario non è compatibile*”. Ovviamente, in entrambi i casi, si tratterà di un *target market* “astratto” essendo effettuato, come precisato all’articolo 9 paragrafo 9 della Direttiva delegata 593/2017, sulla base della “*conoscenza teorica e dell’esperienza precedente con lo strumento finanziario o con strumenti finanziari analoghi*”.

Gli intermediari “distributori”, invece, dovranno acquisire, dagli intermediari “produttori”, tutte le informazioni necessarie per comprendere pienamente le caratteristiche degli strumenti finanziari e quindi, sulla base di tali informazioni e della conoscenza diretta della clientela, individuare un *target market* effettivo, valutando la situazione e le esigenze dei clienti su cui intendono concentrarsi “*in modo da garantire che gli interessi dei clienti non siano pregiudicati a causa di pressioni commerciali o necessità di finanziamento*”. Anche agli intermediari “distributori” è fatto obbligo di individuare un *target market* negativo e di stabilire una strategia di distribuzione che sia coerente con il *target market* individuato.

Al fine di recepire questi aspetti, il Decreto introduce all’articolo 21 del TUF due nuovi commi, *2bis* e *2ter*, dedicati, rispettivamente, ai produttori e ai distributori di strumenti finanziari, riportando pedissequamente le previsioni dell’art. 24 della MiFID II.

In particolare il novellato articolo 21 TUF prevede ora al comma *2bis* che i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, quando 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 compatibile con i clienti target*”, inoltre tali soggetti abilitati devono adottare “*misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all’interno del mercato target*”. Il nuovo comma *2ter*, introdotto dal Decreto, prevede, inoltre, che il soggetto abilitato debba “*conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce i servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali*” e “*fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell’interesse del cliente*”.

Si segnala che il documento di consultazione Consob pubblicato il 6 luglio 2017, per la modifica del Regolamento Intermediari, ha previsto

l'introduzione nel Libro III, parte II, il nuovo titolo VIII *bis*, interamente dedicato al “*Governo degli Strumenti Finanziari*”, al fine di recepire le disposizioni della normativa europea, primaria e secondaria, in materia di *product governance*.

III. La Product Intervention.

Un altro caposaldo per la tutela dell'investitore è dato dalla c.d. *Product Intervention*, introdotta dalla MiFID II e dal MiFIR. In sostanza si tratta della possibilità di intervento riconosciuta all'ESMA, all'EBA e alle competenti Autorità nazionali, per vietare o limitare la distribuzione di specifici prodotti finanziari, ritenuti nocivi per gli investitori o dannosi per l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati o la stabilità del sistema.

Il Decreto ha recepito tale normativa all'articolo 2 (in particolare ai paragrafi 5 e 6) novellando l'articolo 7 del TUF la cui rubrica è stata rinominata “*Poteri di intervento sui soggetti abilitati*”, e introducendo l'articolo 7 *bis* “*Poteri di intervento di cui al Titolo VII, Capo I, del regolamento (UE) n. 600/2014*”⁹.

In particolare al novellato articolo 7 del TUF, sono state recepite le disposizioni di cui all'articolo 69 comma 2 lettere f),q),s), t) e u)¹⁰ della MiFID II, e segnatamente :

- al comma 1^{ter}, è stato conferito il potere alla Banca d'Italia e alla Consob di “*pubblicare avvertimenti al pubblico*”;
- al comma 1^{quater}, si prevede che la Consob “*intima ai soggetti abilitati di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'attività professionale di un soggetto ove possa essere di pregiudizio per la trasparenza e la correttezza dei*

⁹ L'attuale articolo 7*bis* “*Riserva di capitale*” è stato interamente riportato nel nuovo articolo 7*novies*.

¹⁰ L'articolo 69 MiFID II, secondo comma, alle citate lettere indica tra i poteri di vigilanza che devono essere conferiti alle autorità competenti quelli di:
lett. f) richiedere la temporanea interdizione dell'esercizio dell'attività professionale;
lett. q) emanare comunicazioni pubbliche;
lett. s) sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora le condizioni di cui agli articoli 40,41o 42 del regolamento MiFIR siano soddisfatte;
lett.t) sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora l'impresa di investimento non abbia sviluppato o applicato un processo di approvazione del prodotto efficace o non abbia altrimenti rispettato le disposizioni di cui all'articolo 16, paragrafo 3, della MiFID II;
lett.u) chiedere la destituzione di una persona fisica dal consiglio di amministrazione di un'impresa di investimento o di un gestore del mercato.

comportamenti”¹¹ ;

- al comma 2ter si prevede che la Consob, sentita la Banca d’Italia, “*dispone*” la rimozione di esponenti aziendali (di Sim, banche italiane, società di gestione del risparmio, Sicav e Sicaf), “*qualora la loro permanenza in carica sia di pregiudizio alla trasparenza e correttezza dei comportamenti dei soggetti abilitati*”, precisando, peraltro, che non si procede alla rimozione laddove ricorrano i presupposti per la decadenza (ex articolo 13 TUF) “*salvo che sussista urgenza di provvedere*”¹²;

- al comma 3bis, si prevede che la Consob “*ordina*” la sospensione, per un periodo non superiore a 60 giorni per ciascuna volta, della commercializzazione o della vendita di strumenti finanziari nell’ipotesi di “*violazione delle disposizioni di attuazione dell’articolo 6, comma 3, lettera b-bis) numero 1, letta a), e di esistenza di un pregiudizio per la tutela degli investitori*”.

Il riferimento è agli obblighi disciplinati con regolamento dalla Consob e afferenti (nell’ambito della prestazione dei servizi e attività d’investimento e gestione collettiva del risparmio) “*le procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e le attività di investimento*” per la *product governance*.

Particolarmente rilevante è il nuovo articolo 7/bis del TUF, che indica come autorità competenti all’esercizio dei poteri d’intervento di cui al MiFIR, da un lato la Consob, per quanto concerne la “*protezione degli investitori, l’ordinato funzionamento e integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci, nonché per le finalità di cui all’articolo 42, paragrafo 2, lettera a) punto ii)*” del MiFIR¹³ medesimo, dall’altro la Banca d’Italia per quanto riguarda la stabilità dell’insieme o di una parte del sistema finanziario.

Fermi i poteri riconosciuti alle autorità nazionali (i.e. Consob e Banca d’Italia) dagli articoli 39 (paragrafo 3), 42 e 43 (paragrafo 3) del MiFIR¹⁴, il

¹¹ Nella relazione che accompagnava lo Schema di Decreto, è esplicitato che il termine massimo di interdizione dall’attività professionale (tre anni) è stato inserito sebbene non previsto dall’articolo 69 comma 2 lett. f) della MiFID II.

¹² La norma riprende, *mutatis mutandis*, la disposizione già presente al comma 2bis), che fu introdotta dall’articolo 4 del d.lgs n. 72 del 12 maggio 2015, e che prevede la facoltà per la Banca d’Italia di disporre “*la rimozione di uno o più esponenti aziendali di Sim, società di gestione del risparmio, Sicav e Sicaf, qualora la loro permanenza in carica sia di pregiudizio per la sana e prudente gestione del soggetto abilitato*”. Il Decreto ha ora integrato il comma 2bis) aggiungendo, con riferimento alla Banca d’Italia: “*nell’ambito delle sue competenze*” e “*sentita la Consob*”;

¹³ Articolo 42, paragrafo 2, lettera a), punto ii) MiFIR: secondo il quale la competente autorità può esercitare i propri poteri d’intervento, se ha ragionevoli motivi di ritenere che: “*un derivato ha ripercussioni negative sul meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato sottostante*”.

¹⁴ Articolo 39 MiFIR “*Controllo del Mercato*”, al paragrafo tre dispone che le autorità competenti esercitino “*un monitoraggio sul mercato degli strumenti finanziari e dei depositi strutturati, commercializzati, distribuiti o venduti nel loro Stato membro o a partire dallo stesso*”.

citato articolo 7bis del TUF prevede che Banca d'Italia e Consob, sempre che sussistano le condizioni previste dal MiFIR, possano “ordinare la sospensione per un periodo non superiore a 60 gg per ciascuna volta, della commercializzazione o della vendita di strumenti finanziari o di depositi strutturati”.

Secondo quanto previsto dall'articolo 42 MiFIR, l'intervento delle autorità di vigilanza nazionali è comunque subordinato all'osservanza della procedura ivi indicata. In particolare le autorità nazionali possono vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati, così come un determinato tipo di attività o pratica finanziaria, laddove vi siano ragionevoli motivi per ritenere, tra l'altro, che:

- a) alternativamente, i) uno strumento finanziario (o deposito strutturato) o attività o pratica sollevino timori significativi in merito alla protezione degli investitori o costituiscano una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario almeno in uno Stato membro, o ii) un derivato ha ripercussioni negative sul meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato sottostante;
- b) i requisiti normativi applicabili allo strumento finanziario, al deposito strutturato, all'attività o alla pratica non siano sufficienti a far fronte ai rischi di cui alla lettera a) e una migliore vigilanza o applicazione dei requisiti esistenti non consentirebbe comunque di fronteggiare il problema in modo più efficace;
- c) la misura sia proporzionata in rapporto alla natura dei rischi identificati, al livello di sofisticazione degli investitori o dei partecipanti interessati al mercato e al suo probabile impatto sugli investitori;
- d) la misura non ha effetto discriminatorio sui servizi o sulle attività fornite a partire da un altro Stato membro;

Articolo 42 MiFIR “Intervento sui prodotti da parte delle autorità competenti”, disciplina le modalità e le condizioni per l'esercizio da parte delle autorità competenti di uno Stato membro, del potere di vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o depositi strutturati, nonché di un tipo di attività o pratica finanziaria.

Articolo 43 MiFIR “Coordinamento da parte dell'ESMA e dell'ABE”, al paragrafo tre prevede l'obbligo di pubblicazione, da parte di un'autorità competente, sul proprio sito internet, delle ragioni su cui si fonda l'eventuale adozione da parte di detta autorità, di misure contrarie al parere che fosse stato emesso dall'ESMA o dall'ABE, ex art. 43 paragrafo 2, in ordine ai divieti o restrizioni adottati da detta autorità competente ai sensi dell'articolo 42 MiFIR.

Si noti che all'ESMA e all'EBA è attribuito un vero e proprio ruolo di agevolazione e coordinamento delle misure che le competenti autorità di uno Stato membro avessero adottato ai sensi dell'articolo 42 del MiFIR medesimo e “l'ESMA o, per i depositi strutturati, l'EBA, assicura che le misure adottate da un'autorità competente siano giustificate e proporzionate e che le autorità competenti adottino, se opportuno, un approccio adeguato e coerente” (articolo 43 paragrafo 1 MiFIR).

inoltre, l'autorità competente dovrà aver consultato le autorità competenti degli altri Stati membri sui quali la misura potrebbe incidere in modo significativo.

L'articolo 42 paragrafo 3 del Regolamento MiFIR precisa altresì che l'autorità di vigilanza nazionale non potrà, salvo casi eccezionali, imporre un divieto o una restrizione se non dopo aver comunicato alle altre autorità competenti e all'ESMA, almeno un mese prima dell'esecuzione del divieto o della restrizione, tutti gli elementi indicati dal medesimo articolo 42 paragrafo 3 del MiFIR.¹⁵

Corre l'obbligo, infine, segnalare che il comma 7 dell'articolo 2 del Decreto, introduce nel TUF i seguenti nuovi articoli:

- da *7ter* a *7septies*, che riproducono in toto rispettivamente gli articoli 51, 52, 54, 53 e 55 del TUF (che sono stati conseguentemente abrogati) e segnatamente : poteri ingiuntivi nei confronti degli intermediari nazionali e non UE, poteri ingiuntivi nei confronti di intermediari UE, poteri ingiuntivi nei confronti degli OICVM UE, FIA UE e non UE con quote o azioni offerte in Italia, sospensione degli organi amministrativi, poteri cautelari applicabili ai consulenti finanziari autonomi, alle società di consulenza finanziaria ed ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede;

- *7octies* che conferisce alla Consob poteri per contrastare l'abusivismo in materia di svolgimento di servizi o attività di investimento tramite Internet

- *7decies*, che conferisce alla Banca d'Italia e alla Consob, per quanto di rispettiva competenza, il compito di vigilare sul rispetto delle disposizioni dell'Unione Europea direttamente applicabili (i.e. MiFIR, atti delegati, nonché norme tecniche di regolamentazione e attuazione del MiFIR e della MiFID II).

IV. La consulenza indipendente.

Per quanto concerne la consulenza in materia di investimenti, il Decreto ha introdotto nel TUF l'articolo 24 *bis* rubricato, appunto, "*Consulenza in materia di investimenti*" che, oltre a dettare dei precisi obblighi di comunicazione nei confronti del cliente, disciplina la consulenza indipendente indicando le regole che devono essere osservate per la prestazione della stessa. Tale norma non fornisce, quindi, una definizione di consulenza indipendente, né introduce servizi di consulenza nuovi, bensì prevede la possibilità per gli intermediari di declinare in maniera diversa il servizio di consulenza in materia di investimenti. Infatti, l'intermediario

¹⁵ Tali elementi sono:

- a) lo strumento finanziario, l'attività o la pratica oggetto della misura proposta;
- b) la natura precisa del divieto o della restrizione proposti e la data a decorrere dalla quale entreranno in vigore;
- c) gli elementi sui quali si fonda la decisione che la inducono a ritenere che tutte le condizioni di cui al paragrafo 2 sono soddisfatte.

potrà presentarsi come consulente indipendente o come consulente non indipendente, oppure come consulente che presta il servizio di consulenza sia su base indipendente sia su base non indipendente.

In particolare, tale norma prescrive che laddove la consulenza sia prestata su base indipendente:

a) deve “*essere valutata una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che siano sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti in modo da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non siano limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti: i) dal prestatore del servizio o da entità che hanno con esso stretti legami, o ii) da altre entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o rapporti legali o economici, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l’indipendenza della consulenza prestata*”;

b) non possono essere “*accettati e trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi, ad eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata o natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. Tali benefici non monetari di entità minima sono chiaramente comunicati ai clienti.*”

Quindi, laddove il servizio di consulenza prestato dal consulente finanziario sia remunerato in base alle commissioni pagate dal cliente, non potrà trattarsi di consulenza indipendente, anche se in presenza di tutti i requisiti di cui al punto sub a) che precede (“*congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato etc...*”).

Di significativo rilievo gli obblighi di comunicazione previsti dal nuovo articolo 24bis del TUF, in forza del quale il cliente dovrà essere reso edotto in tempo utile: 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 legami¹⁶ o altro stretto rapporto legale o*

¹⁶ L’articolo 4, paragrafo 1 n.35 della MIFID II, definisce “stretti legami” la “*situazione nella quale due o più persone fisiche o giuridiche sono legate:*

- a) *da una “partecipazione”, vale a dire dal fatto di detenere, direttamente o tramite un legame di controllo, il 20% o più dei diritti di voto o del capitale di un’impresa;*
- b) *da un legame di “controllo”, ossia dalla relazione esistente tra un’impresa madre e un’impresa figlia, in tutti i casi di cui all’articolo 22, paragrafi 1 e 2, della direttiva 2013/34/UE, o relazione analoga esistente tra persone fisiche e giuridiche e un’impresa, nel qual caso ogni impresa figlia di un’impresa figlia è considerata impresa figlia dell’impresa madre che a capo di tali imprese;*

economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; c) se verrà fornita ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

Un cenno alle novità introdotte dal decreto in merito ai consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria è d'obbligo.

Tali soggetti sono espressamente e rispettivamente previsti dagli articoli 18bis e 18ter del TUF, a norma dei quali la riserva di attività di cui all'articolo 18 del TUF, non pregiudica la possibilità per gli stessi (purché in presenza dei requisiti previsti dai suddetti articoli) *“di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti”*.

In tale contesto, il Decreto ha introdotto nel TUF l'articolo 30 bis (*“Modalità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti da parte dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria”*) che prevede la possibilità per i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria, iscritti nell'albo di cui all'articolo 31 quarto comma del TUF, di promuovere e prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti anche fuori sede, ampliando così la tipologia dei soggetti cui è concesso di effettuare offerta fuori sede, attività fino ad ora riservata soltanto ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (ex promotori finanziari).

Il Decreto ha inoltre previsto, modificando il quarto comma dell'articolo 31 del TUF, che l'albo unico dei consulenti finanziari sia composto da tre distinte sezioni in cui iscrivere le tre tipologie dei soggetti che possono effettuare offerta fuori sede (i.e. i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria).

V. Il Nuovo regime di trasparenza dei costi ed oneri legati al servizio e al prodotto.

Il tema centrale dell'*investor protection*, si realizza anche attraverso le disposizioni in materia di obblighi di informazione sui costi ed oneri, da parte degli intermediari nei confronti della clientela (o potenziale clientela).

A tal fine rilevano l'articolo 24, paragrafo 4, della MiFID II e l'articolo 50 del Regolamento delegato 565/2017 in base ai quali possono riassumersi i seguenti fondamentali aspetti:

- la comunicazione completa delle informazioni sui costi ed oneri, in forma aggregata, ai clienti deve avvenire sia ex ante, e in tempo utile, *“quando l'impresa di investimento raccomanda od offre in vendita degli strumenti finanziari ai clienti”* oppure *“quando l'impresa d'investimento che presta*

c) *da un legame duraturo tra due o tutte le suddette persone e uno stesso soggetto che sia una relazione di controllo.*

servizi d'investimento è tenuta, ai sensi della legislazione dell'Unione applicabile, a fornire ai clienti un KIID degli OICVM o un documento contenente le informazioni chiave (KID) dei prodotti al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIP) in relazione agli strumenti di finanziamento pertinenti", sia ex post, quando gli intermediari intrattengono (o abbiano intrattenuto) con il cliente un rapporto continuativo durante un anno, in tal caso le informazioni vengono fornite annualmente e in forma personalizzata;

- le informazioni devono riguardare, in forma aggregata, a) tutti i costi e gli oneri connessi applicati dall'impresa d'investimento o da altre parti, qualora il cliente sia stato indirizzato a tali altre parti, per il servizio o i servizi di investimento e/o servizi accessori prestati e b) tutti i costi e gli oneri relativi alla realizzazione e gestione degli strumenti finanziari;

- viene fornita una informazione analitica soltanto su espressa richiesta del cliente;

- alla clientela deve essere presentata, sia ex ante che ex post, una illustrazione che *"mostri l'effetto cumulativo dei costi sulla redditività che comporta la prestazione di servizi di investimento"* e che:

a) mostri l'effetto dei costi e degli oneri complessivi sulla redditività dell'investimento;

b) mostri eventuali impennate o oscillazioni previste dai costi;

c) sia accompagnata da una descrizione dell'illustrazione medesima;

- per quanto riguarda i rapporti con controparti qualificate, è consentito di concordare un'applicazione limitata dei requisiti stabiliti dall'articolo 50 del Regolamento 565/2017, ad eccezione nel caso in cui, indipendentemente dal servizio finanziario prestato, gli strumenti finanziari interessati incorporino uno strumento derivato e la controparte qualificata intende offrirli ai suoi clienti;

- per quanto riguarda i rapporti con clienti professionali è consentito di concordare un'applicazione limitata dei requisiti stabiliti dall'articolo 50 del Regolamento delegato 565/2017, ad eccezione quando i servizi prestati siano *"di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio o quando, indipendentemente dal servizio di investimento prestato, gli strumenti finanziari interessati incorporano uno strumento derivato"*;

- per quanto concerne il regime degli *inducements*, l'articolo 50 del Regolamento delegato 565/2017 prevede che anche questi vadano indicati *"tra tutti i costi e gli oneri"*, devono essere considerati come parte del costo del servizio fornito al cliente e devono essere dettagliati separatamente e *"i costi e gli oneri aggregati sono sommati ed espressi sia come importo in denaro che come percentuale"*.

VI. La Comunicazione dei Conflitti d'Interesse

Nell'ambito delle numerose comunicazioni che l'intermediario deve effettuare al cliente, al fine della tutela del medesimo, vi è la *disclosure* dei conflitti d'interesse.

Le norme di riferimento sono gli articoli 16, paragrafo 3, e 23 della MiFID II, nonché gli articoli 33 e ss. del Regolamento delegato 565/2017.

In particolare l'articolo 23 identifica i conflitti d'interesse come quelli che potrebbero insorgere tra le imprese di investimento, *inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi* e prevede che sono soggetti alla disciplina ivi contemplata *“anche i conflitti d'interesse determinati dall'ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi o dalla remunerazione e da piani di incentivazione della stessa impresa d'investimento.”*

La normativa è perentoria nel disporre gli obblighi a carico delle imprese di investimento per evitare il verificarsi di conflitti di interesse.

Ai sensi dell'articolo 16, paragrafo 3 MiFID II, le imprese di investimento devono mantenere e applicare disposizioni organizzative e amministrative atte ad evitare che si generino possibili conflitti di interesse che incidano negativamente sugli interessi dei propri clienti, mentre è l'articolo 33 del Regolamento delegato 565/2017 che indica le situazioni che, quale criterio minimo, le imprese di investimento devono considerare per determinare i tipi di conflitto di interesse che si possono generare.

Il Considerando n.29 del suddetto Regolamento delegato 565/2017 evidenzia l'opportunità di prevedere procedure rigorose per, tra gli altri, *“la gestione e la comunicazione dei conflitti d'interesse”* e l'articolo 34 del medesimo Regolamento delegato, prevede che le imprese di investimento elaborino, attuino e mantengano *“un'efficace politica sui conflitti di interesse formulata per iscritto e adeguata alle dimensioni e all'organizzazione dell'impresa e alla natura, alle dimensioni e alla complessità dell'attività svolta”*.

Di rilievo anche la previsione di cui all'articolo 23 MiFID II, che dispone che le imprese di investimento debbano adottare *“ogni idonea misura per identificare e prevenire o gestire i conflitti d'interesse...”*.¹⁷

Quando le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall'impresa d'investimento, ai sensi dell'articolo 16, paragrafo 3, MiFID II, *“non sono sufficienti per assicurare con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato”*, allora scatta la comunicazione ai clienti. Deve trattarsi di una comunicazione che informi chiaramente i clienti (prima di agire per loro conto) *“della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse e delle misure adottate per mitigare tali rischi”*.

¹⁷ Diversamente da quanto previsto nella MiFID I (articolo 18) in forza della quale le imprese di investimento erano chiamate ad adottare *“ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse”*.

Queste informazioni devono essere fornite su supporto durevole ed essere sufficientemente dettagliate, tenendo conto delle caratteristiche del cliente, al fine di consentire al cliente medesimo *“di prendere una decisione avvertita sul servizio nel cui contesto sorge il conflitto d’interesse”*.

L’articolo 34, paragrafo 4, del Regolamento delegato 565/2017 espressamente prevede che tale comunicazione ai clienti deve essere una misura estrema da utilizzarsi soltanto quando le disposizioni amministrative e organizzative adottate dall’impresa d’investimento per prevenire o gestire i conflitti d’interesse, *“non sono sufficienti per assicurare con ragionevole certezza, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi del cliente”*. La norma prevede altresì che questo concetto (i.e. che le disposizioni amministrative e organizzative adottate dall’impresa d’investimento per prevenire o gestire i conflitti d’interesse, *“non sono sufficienti per assicurare con ragionevole certezza, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi del cliente”*) sia chiaramente indicato nella comunicazione.

VII. Imprese e Banche dei Paesi Terzi.

Per quanto riguarda la disciplina applicabile alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche e dalle banche di paesi terzi, vengono confermate, con alcune integrazioni e precisazioni, le previsioni dello Schema di Decreto che, per quanto specificatamente concerne le banche di paesi terzi disponeva (attraverso l’articolo 29-ter TUF di nuova introduzione) che:

- a) le banche di paesi terzi possono prestare servizi e attività d’investimento, con o senza servizi accessori, a clienti al dettaglio o professionali su richiesta esclusivamente mediante stabilimento di succursali nel territorio della Repubblica;
- b) le banche di paesi terzi possono prestare in Italia servizi e attività d’investimento, con o senza servizi accessori, nei confronti di controparti qualificate e clienti professionali – così come individuati ai sensi dell’articolo 6 comma 2^{quinquies} lettera a) e comma 2^{sexies} lettera a) del TUF (di seguito i “Clienti Professionali”), e quindi non anche i clienti professionali su richiesta – in regime di libera prestazione di servizi (LPS) secondo quanto disposto dal Titolo VIII del Regolamento MiFIR, direttamente applicabile;¹⁸

¹⁸ Tra le condizioni a tal fine necessarie, l’articolo 46 MiFIR menziona l’adozione di una decisione ai sensi dell’articolo 47 del MiFIR medesimo da parte della Commissione Europea. Si tratta della c.d. “Decisione di Equivalenza”, vale a dire una decisione della Commissione Europea che attesti *“che il regime giuridico e di vigilanza del paese terzo garantisce che le imprese autorizzate nello stesso si conformino ai requisiti giuridicamente vincolanti in materia di norme di comportamento e prudenziali che hanno un effetto equivalente ai requisiti enunciati nel presente regolamento, nella direttiva 2013/36/UE e nella direttiva 2014/65/UE, nonché nelle misure di esecuzione adottate a norma del*

c) le banche di paesi terzi, in assenza della decisione di equivalenza da parte della Commissione Europea (ex art. 47 MiFIR), possono prestare servizi e attività d'investimento, con o senza servizi accessori, nei confronti di controparti qualificate e Clienti Professionali esclusivamente mediante stabilimento di succursali nel territorio della Repubblica Italiana.

Le previsioni di cui ai punti a) e b) che precedono, sono state approvate in via definitiva dal Decreto, così come redatte nello Schema del Decreto. Per quanto concerne, invece, l'ipotesi di cui al paragrafo c) che precede, il Decreto ha modificato la previsione di cui al comma 6) dell'articolo 29 *ter* del TUF (introdotto dallo Schema di Decreto), disponendo che le banche possono prestare in Italia servizi e attività d'investimento, con o senza servizi accessori, nei confronti di controparti qualificate o Clienti Professionali, anche senza stabilimento di succursali, in mancanza di una decisione di equivalenza da parte della Commissione Europea (ex art. 47 MiFIR) *“sempreché ricorrano le condizioni previste dall'articolo 28, comma 1, lettere b), c), d) ed e) e venga presentato un programma concernente l'attività che si intende svolgere nel territorio della Repubblica. L'autorizzazione è rilasciata dalla Banca d'Italia sentita la Consob”*.

Inoltre il Decreto ha aggiunto all'articolo 29^{ter} TUF, il comma che prevede la facoltà per la Banca d'Italia, sentita la Consob, di *“indicare, in via generale, i servizi e le attività che le banche di paesi terzi, ai sensi del comma 6, non possono prestare nel territorio della Repubblica senza stabilimento di succursali”*.

Il legislatore ha quindi esercitato l'opzione prevista dall'articolo 39 della MiFID II¹⁹ che consente agli Stati Membri di imporre l'obbligo di stabilimento di una succursale sul proprio territorio, alle imprese ed alle banche appartenenti a paesi extracomunitari ai fini della prestazione dei servizi e delle attività d'investimento nei confronti della clientela al dettaglio e di quella professionale su richiesta.

Da segnalare inoltre che, come pure già previsto nello Schema di Decreto, ai fini della disciplina applicabile per la costituzione di succursali in Italia, sono attribuiti alla Consob ed alla Banca d'Italia i relativi poteri autorizzativi e di vigilanza; in particolare, per quanto concerne le succursali di imprese di paesi terzi diverse dalle banche, l'autorizzazione viene rilasciata dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, mentre per le succursali di banche di paesi terzi l'autorizzazione viene rilasciata dalla Banca d'Italia,

presente regolamento e di tali direttive e che quel paese terzo prevede un efficace regime equivalente di riconoscimento delle imprese di investimento autorizzate ai sensi della giurisdizione del paese terzo”.

¹⁹ Ai sensi dell'articolo 39 della MiFID II, gli Stati Membri hanno la facoltà di “prescrivere che le imprese di paesi terzi che intendono prestare servizi d'investimento o esercitare attività d'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.

sentita la Consob.

Sia per quanto concerne le imprese di paesi terzi diverse dalle banche, sia per quanto concerne le banche di paesi terzi, l'autorizzazione (che per le banche è di competenza della Banca d'Italia sentita la Consob) allo stabilimento in Italia di una succursale è subordinata alle condizioni indicate all'articolo 28 comma 1 del TUF²⁰; in ogni caso l'autorizzazione è negata laddove non *“risulti garantita la capacità della succursale di rispettare gli obblighi”* applicabili alla succursale medesima ai sensi del TUF o *“contenuti in atti dell'Unione Europea direttamente applicabili”*.

Il Decreto all'articolo 10, paragrafi 16 e 17, ha introdotto due disposizioni transitorie che riguardano le imprese e le banche di paesi terzi, prevedendo che:

- fermo quanto previsto dall'articolo 54, paragrafo 1, MiFIR²¹ le imprese e le banche di paesi terzi che alla data del 2 gennaio 2018 risultino autorizzate alla libera prestazione di servizi e attività di investimento nel territorio della Repubblica e che abbiano la propria sede legale in paesi per i quali, alla medesima data, la Commissione Europea non abbia adottato una decisione di equivalenza (ex art. 47 MiFIR) *“possono continuare ad avvalersi dell'autorizzazione a prestare tali servizi e attività, limitatamente all'attività svolta nei confronti di controparti qualificate”* o Clienti Professionali *“fino*

²⁰ Ai sensi di quanto previsto dal comma 1 dell'articolo 28 TUF, l'autorizzazione allo stabilimento in Italia di succursali è subordinata: a) alla sussistenza, in capo alla succursale, di requisiti corrispondenti a quelli previsti dall'articolo 19, comma 1, lettere d) (i.e. il capitale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia) e f) (i.e. i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei ai sensi dell'articolo 13; b) alla trasmissione di tutte le informazioni, compreso un programma di attività, che illustri in particolare i tipi di operazioni previste e la struttura organizzativa della succursale, specificate ai sensi del comma 4; c) all'autorizzazione, alla vigilanza e all'effettivo svolgimento nello Stato d'origine dei servizi o attività di investimento e dei servizi che l'impresa istante intende prestare in Italia, nonché alla circostanza che l'autorità competente dello Stato d'origine presti debita attenzione alle raccomandazioni del GAFI nel contesto delle azioni contro il riciclaggio di denaro e del contrasto al finanziamento del terrorismo; d) all'esistenza di accordi di collaborazione tra la Banca d'Italia, la Consob e le competenti autorità dello Stato d'origine, comprendenti disposizioni disciplinanti lo scambio di informazioni, allo scopo di preservare l'integrità del mercato e garantire la protezione degli investitori; e) all'esistenza di un accordo tra l'Italia e lo Stato d'origine che rispetta pienamente le norme di cui all'articolo 26 del Modello di Convenzione fiscale sul reddito e il patrimonio dell'OCSE e assicura un efficace scambio di informazioni in materia fiscale, compresi eventuali accordi fiscali multilaterali; f) all'adesione da parte dell'impresa istante ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto ai sensi dell'articolo 60 comma 2.

²¹ Articolo 54, paragrafo 1 MiFIR *“Le imprese di paesi terzi possono continuare a fornire servizi e attività negli Stati membri conformemente ai regimi nazionali fino a tre anni dopo l'adozione, da parte della Commissione, di una decisione riguardo al paese terzo in questione a norma dell'articolo 47”*.

all'adozione di detta decisione e comunque non oltre il 3 gennaio 2021";
- le imprese e le banche di paesi terzi che alla data del 2 gennaio 2018 risultino autorizzate alla prestazione di servizi di investimento in Italia tramite succursale, possono continuare ad avvalersi di tale autorizzazione fino al 3 gennaio 2021, anche se non risultino ancora verificate le condizioni di cui all'articolo 28, comma 1, lettere d) ed e) del TUF.²²

²² Vedi nota 20.