
*Attuazione della direttiva MiFID
(2004/39/CE)*

Aspetti essenziali

- La MiFID è una direttiva di armonizzazione massima che disciplina gli intermediari e i mercati finanziari
- Intermediari
 - Si introduce un nuovo servizio: la consulenza
 - Si ridisegna la tutela dell'investitore:
 - Regole di condotta
 - Obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente
 - Disciplina del conflitto d'interesse
 - Si ridefinisce il concetto di “esecuzione dell'ordine alle migliori condizioni” (*Best execution*).
- Mercati
 - Abolizione dell'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati
 - Nuove sedi di negoziazione si affiancano ai mercati regolamentati

Il decreto di attuazione introduce importanti innovazioni in tema di vigilanza

- Ampliati obiettivi della vigilanza e definiti nuovi principi della regolamentazione
- Nuove modalità di collaborazione delle Autorità (protocollo d'intesa regolamento congiunto)

Il sistema MiFID

- Il sistema MiFID ridefinisce il quadro istituzionale comunitario del mercato dei servizi e delle attività di investimento e dei mercati regolamentati ed è articolato in tre atti normativi:
 - La direttiva di primo livello, 2004/39/CE, c.d. direttiva MiFID
 - La direttiva di secondo livello, 2006/73/CE, relativa ai requisiti di organizzazione delle imprese di investimento e alle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento
 - Il regolamento di secondo livello, 1287/2006, relativo alle operazioni di negoziazione, alla trasparenza dei mercati di negoziazione e all'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni

Il sistema MiFID

- I principi alla base del sistema MiFID:
 - Armonizzazione massima: gli Stati membri non possono introdurre obblighi aggiuntivi per le imprese di investimento. È dunque definito un effettivo *level playing field* che facilita la concorrenza transfrontaliera.
 - Regolamentazione per principi: le norme fissano gli obiettivi che le imprese sono obbligate a perseguire, lasciando ampia discrezionalità sulle modalità con cui farlo. Il quadro istituzionale favorisce dunque l'innovazione di processo e la concorrenza sui costi.
 - Vigilanza del Paese d'origine sulle imprese che prestano servizi in altri Paesi comunitari.
 - Abbandono del principio della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati. Le sedi di negoziazione sono messe tra loro in concorrenza per favorire la riduzione dei costi.

L'attuazione delle direttive MiFID

- Il Dipartimento del Tesoro, confrontandosi con le Autorità di settore (Banca d'Italia e Consob), ha predisposto una bozza di decreto attuativo.
- La bozza è stata sottoposta a pubblica consultazione.
- Sono pervenuti 23 documenti di commento dai soggetti interessati.
- La bozza è stata modificata tenendo conto delle osservazioni pervenute ed è stata nuovamente discussa con le Autorità, delle quali si è acquisito il parere formale, positivo.

Decreto attuativo

Vigilanza

- Modello funzionale: la Banca d'Italia è competente per la stabilità, la Consob per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti.
- Protocollo d'intesa per il coordinamento dei compiti di vigilanza.
 - Nel protocollo sono chiariti i compiti di ciascuna Autorità nell'esercizio della vigilanza, secondo il criterio della prevalenza delle funzioni.
 - Il protocollo è pubblico: incrementa per tutti gli operatori la chiarezza del quadro istituzionale.
 - La riduzione del rischio di sovrapposizioni rende più efficiente la vigilanza.
 - La vigilanza è anche più efficace. Il protocollo regola anche il regolare scambio di informazioni, anche in relazione alle irregolarità rilevate da ciascuna Autorità.

Decreto attuativo

Vigilanza

- Sono introdotti i principi generali della regolamentazione da parte delle Autorità di vigilanza:
 - Valorizzazione dell'autonomia decisionale degli intermediari.
 - Proporzionalità.
 - Salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana.
 - Agevolazione dell'innovazione e della concorrenza.
- È anche riprodotto nel TUF il divieto di imporre obblighi aggiuntivi rispetto alla normativa comunitaria.
- La nuova impostazione impedisce che la regolamentazione secondaria italiana si improntata al c.d. *goldplating*. L'industria finanziaria è posta su un piano di parità rispetto alla concorrenza comunitaria.
- La protezione degli investitori è fondata più su strumenti ispettivi e informativi, che su una penetrante regolamentazione, che riduce i benefici del mercato e della concorrenza.

Decreto attuativo

Vigilanza

- È introdotto uno strumento innovativo, il regolamento unitario delle due Autorità di vigilanza.
- Il regolamento contiene tutte le disposizioni sugli intermediari in materia di organizzazione e procedure.
- Nel sistema previgente, la Banca d'Italia disciplinava l'organizzazione, la Consob le procedure. La distinzione tra la prima e le seconde è artificiosa e i confini tra le due materie sono di difficile identificazione.
- Il regolamento unitario contribuisce a un ulteriore incremento della chiarezza e della coerenza del quadro ordinamentale.

Decreto attuativo

Consulenza

- La MiFID introduce la consulenza tra i servizi di investimento. Essa diventa pertanto un'attività riservata.
- Nella prestazione del servizio di consulenza la MiFID garantisce all'investitore un grado di tutela molto elevato: il consulente è obbligato ad acquisire tutte le informazioni necessarie a valutare l'adeguatezza delle raccomandazioni prestate.
- È necessario identificare l'attività di consulenza in modo da poterla chiaramente distinguere dalla fornitura di consigli generici attraverso le reti di distribuzione, e chiarire l'ambito di applicazione degli obblighi più rigorosi.

Decreto attuativo

Consulenza

- Nel rispetto della delega, la prestazione del servizio di consulenza è consentita anche alle persone fisiche.
- È istituito l'albo dei consulenti finanziari tenuto da un organismo di natura associativa.
- L'organismo ha anche compiti di vigilanza sui consulenti e sanziona le violazioni delle norme con la sospensione o la radiazione dall'albo.
- La Consob detta la regolamentazione sui consulenti finanziari e sul funzionamento dell'organismo, che è anche sottoposto alla sua vigilanza.

Decreto attuativo

Valutazione di adeguatezza, di appropriatezza ed *execution only*

- Gli intermediari sono obbligati ad acquisire le informazioni dai clienti, al fine di valutare:
 - L'adeguatezza della consulenza prestata e del servizio di gestione di portafogli offerto.
 - L'appropriatezza degli altri servizi prestati, in particolare gli strumenti finanziari offerti.
- Se il servizio, tuttavia, è prestato su iniziativa del cliente e riguarda strumenti finanziari non complessi, l'intermediario non è tenuto a effettuare le valutazioni, purché ne abbia comunque informato il cliente (c.d. *execution only*). Il cliente è dunque meno protetto.

Decreto attuativo

Tripartizione della clientela

- La MiFID individua tre tipologie di clienti:
 - Controparti qualificate.
 - Clienti professionali.
 - Clienti al dettaglio.
- Le controparti qualificate sono i clienti meno protetti: nei loro confronti gli intermediari non sono tenuti ad applicare importanti regole di condotta.
- Il decreto individua le controparti qualificate. L'elenco può essere completato dalla Consob con regolamento, qualificando altri soggetti privati come controparti qualificate.
- Anche i clienti professionali beneficiano di una tutela attenuata, in particolare dal punto di vista informativo.
- I clienti professionali privati sono identificati dalla Consob, quelli pubblici dal Ministero dell'economia e delle finanze.

Decreto attuativo

Conflitti di interesse

- Gli intermediari sono obbligati ad adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse e per gestirli in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti.
- Se le misure adottate per la gestione dei conflitti di interesse non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e delle fonti dei conflitti di interesse.
- In generale, è introdotto l'obbligo per gli intermediari di servire al meglio gli interessi del cliente.

Decreto attuativo

Mercati finanziari e sedi alternative di negoziazione

- Altri soggetti oltre alle Sim e alle banche potranno accedere ai mercati regolamentati, per negoziare in conto proprio in via diretta. Ne deriva, in generale, un sistema più concorrenziale che favorirà la riduzione delle commissioni di negoziazione.
- Ai mercati regolamentati si affiancano, come sedi di negoziazione alternative, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici.
- Gli intermediari hanno l'obbligo di monitorare periodicamente le condizioni praticate dalle sedi di negoziazione cui accedono, e di verificare che esse garantiscano sistematicamente di ottenere le migliori condizioni disponibili per la clientela (c.d. *best execution*)

Decreto attuativo

Mercati di derivati sull'energia

- In considerazione degli interessi pubblici alla tutela della stabilità, economicità e concorrenzialità dei mercati dell'energia, sono introdotte competenze di vigilanza dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas sui mercati dei derivati sull'energia. L'AEEG esercita le competenze coordinatamente con la Consob.

Termine di attuazione

- Il termine di attuazione della direttiva è fissato al 31 gennaio 2007.
- I destinatari delle nuove disposizioni, gli intermediari, sono obbligati ad applicarle a partire dal 1° novembre 2007.
- Le disposizioni legislative richiedono l'emanazione di una normativa regolamentare di attuazione da parte di Banca d'Italia e Consob.
- Tutta la normativa, primaria e secondaria, deve dunque entrare necessariamente in vigore prima del 1° novembre.
- È inoltre opportuno che i destinatari conoscano il contenuto della nuova normativa con congruo anticipo, in modo da poter porre in essere i necessari adempimenti.
- Se gli intermediari italiani, al 1° novembre, non saranno in linea con le previsioni della direttiva, c'è il rischio che la Commissione europea e le Autorità degli altri Paesi membri non riconoscano più la validità del passaporto comunitario per la prestazione dei propri servizi.

Appendice – Decreto attuativo Struttura

- Art. 1 - Definizioni, collaborazione tra autorità
- Art. 2 – Vigilanza sugli intermediari
- Art. 3 – Soggetti, autorizzazione, consulenza
- Art. 4 – Svolgimento dei servizi
- Art. 5 – Operatività transfrontaliera
- Art. 6 – Offerta fuori sede
- Art. 7 – Tutela degli interessi collettivi, risoluzione stragiudiziale delle controversie
- Art. 8 – Gestione collettiva del risparmio
- Art. 9 – Provvedimenti ingiuntivi e crisi
- Art. 10 – Principi di regolamentazione dei mercati
- Art. 11 – Mercati regolamentati
- Art. 12 – Mercati non regolamentati
- Art. 13 – Requisiti di trasparenza e consolidamento delle informazioni
- Art. 14 – Gestione accentrata di strumenti finanziari
- Art. 15 – Interventi di coordinamento
- Art. 16 – Sanzioni
- Art. 17 – Interventi di coordinamento
- Art. 18 – Modifiche all'allegato
- Art. 19 – Disposizioni finali e transitorie