

Relazione illustrativa del decreto di attuazione della direttiva MiFID (2004/39/CE)

Articolo 1 – (Modifiche alla parte I del TUF)

Modifiche all'articolo 1 del TUF

Al comma 1, lettera *r*), la definizione di soggetti abilitati è modificata in modo da includere nella nozione unicamente i soggetti per i quali è previsto il rilascio in Italia di un'autorizzazione allo svolgimento di servizi e attività d'investimento, o una procedura di notifica dell'intenzione di avviare le attività, in conformità alla normativa comunitaria. Da tale nozione sono pertanto escluse le imprese di investimento e le banche comunitarie che operano in Italia in regime di libera prestazione di servizi.

Al comma 1, la lettera *w-ter*), introdotta dal decreto legislativo 28 marzo 2007, n. 51, di attuazione della direttiva prospetto (2003/71/CE), e contenente un rinvio alla definizione di cui all'articolo 4, punto 14, della MiFID, è sostituita. La nuova lettera riproduce direttamente nel TUF la definizione della MiFID.

I nuovi commi *1-bis* e *1-ter* riproducono le definizioni della MiFID rispettivamente per "valore mobiliare" e "strumento del mercato monetario".

Al comma 2, le categorie di strumenti che individuano la nozione di strumento finanziario sono modificate coerentemente con la direttiva MiFID.

Il nuovo comma *2-bis* specifica che il contenuto delle due categorie aperte di strumenti finanziari, di cui alle lettere *g*) e *j*) del comma 2, può essere determinato e delimitato con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze emanato ai sensi dell'articolo 18, comma 5. La definizione di "strumento finanziario derivato", contenuta nel comma 3, è modificata in modo da tenere conto delle nuove categorie di derivati individuate al precedente comma 2. Inoltre, la definizione è ampliata includendo anche, in generale, i titoli che comportano un regolamento in contanti determinati con riferimento a valori mobiliari, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure. Con tale estensione, in sostanza, per individuare la nozione di strumento finanziario derivato si tiene ora conto della natura economica del rischio cui lo strumento espone e della struttura sostanziale dello strumento.

Ai commi 5 e 6, l'elenco dei servizi e delle attività d'investimento e quello dei servizi accessori sono adeguati alle previsioni della MiFID.

Il nuovo comma *5-bis* definisce la negoziazione per conto proprio. La MiFID la individua come la "contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna posizioni proprie". Tale definizione appare troppo ampia e generica rispetto alla *ratio* della direttiva stessa. Anche alla luce del considerando 8 della direttiva, la definizione è stata precisata meglio, prevedendo che l'attività di negoziazione su posizioni proprie deve essere posta in relazione a ordini dei clienti. La nozione di negoziazione per conto proprio include le attività di *market making* e di internalizzazione sistematica, definite ai nuovi commi *5-ter* e *5-quater*. La negoziazione per conto proprio è naturalmente un servizio di investimento riservato. La riserva tuttavia non pregiudica la possibilità di determinate categorie di soggetti di svolgere negoziazioni per conto proprio, secondo le deroghe previste dalla direttiva MiFID. Il regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze di cui all'articolo 18, comma 5, detta norme di attuazione e integrazione del regime di riserva, recependo anche le deroghe della MiFID, in particolare consentendo ai soggetti indicati dall'articolo 2, paragrafo 1, lettere *d*) *i*) *k*) e *l*), della direttiva di svolgere negoziazione per conto proprio. Il regime di riserva sulla negoziazione per conto proprio non pregiudica altresì la possibilità per i soggetti abilitati di negoziare su posizioni proprie anche in assenza di ordini della clientela.

Il comma *5-quinquies* riprende le definizioni della direttiva MiFID di "gestione di

portafogli”.

Il comma 5-*sexies* conferma l'impostazione del TUF vigente, e prevede che la ricezione e trasmissione di ordini comprenda anche l'attività di mediazione, che è dunque anch'essa soggetta ad autorizzazione.

Il comma 5-*septies* riprende la definizione della direttiva MiFID di “consulenza in materia di investimenti”. Nella definizione sono inoltre inserite alcune specificazioni contenute nella direttiva di secondo livello (2006/73/CE), in modo da chiarire meglio la portata della definizione, chiarendo che la raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente, e inoltre che una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione. La definizione richiede in ogni caso un'attività interpretativa, alla luce degli orientamenti assunti in sede comunitaria. In particolare, conformemente a quanto precisato all'81° considerando della direttiva di “livello 2”, non costituisce consulenza, quale autonomo e specifico servizio di investimento, la c.d. consulenza generica, che è tale in quanto fornita non in merito a un determinato strumento finanziario, ma in merito a tipi di strumenti finanziari. Non configurano altresì consulenza in materia di investimenti gli atti preparatori, compresa l'illustrazione delle caratteristiche di specifici strumenti finanziari, alla prestazione di un servizio di investimento o allo svolgimento di un'attività di investimento, quando da tale attività non derivino raccomandazioni personalizzate, ossia presentate facendo riferimento alle specifiche caratteristiche del cliente. Rientra tra gli atti preparatori, ad esempio, la prestazione di consulenza generica da parte dell'intermediario a clienti o potenziali clienti, che, come tale è attratta dalla disciplina del servizio di investimento cui è collegata.

Al comma 5-*octies* si definisce la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, mutuando la definizione contenuta nella MiFID per tali sistemi.

Modifiche all'articolo 4 del TUF

La direttiva prospetto prevede espressamente la possibilità per le Autorità di vigilanza di delegare compiti ad Autorità di un altro Paese membro. La direttiva MiFID non prevede espressamente tale possibilità. Gli orientamenti interpretativi assunti a livello comunitario da CESR e Commissione europea propendono tuttavia per l'ammissibilità di deleghe di compiti anche nel quadro della MiFID, ad esempio in tema di vigilanza di succursali. Il nuovo comma 2-*bis* introduce esplicitamente la possibilità, per Consob e Banca d'Italia, di delegare compiti di vigilanza ad altre Autorità comunitarie.

La direttiva MiFID prevede che, al fine di agevolare lo scambio di informazioni tra le autorità dei Paesi membri, questi designino un'unica autorità competente quale punto di contatto. Il nuovo comma 2-*ter* individua nella Consob tale punto di contatto: essa riceve le richieste di informazioni da parte delle autorità comunitarie e interessa eventualmente la Banca d'Italia per gli aspetti di sua competenza. La Banca d'Italia trasmette le informazioni richieste contestualmente alla Consob e all'autorità che ne ha fatto richiesta.

Articolo 2 - (Modifiche alla Parte II, Titolo I, Capo I, del TUF)

Modifiche all'articolo 5 del TUF

I commi 1, 2 e 3 sono modificati in modo da rendere esplicito il rapporto strumentale tra le competenze delle due Autorità e gli obiettivi generali della vigilanza.

Il comma 1 individua con chiarezza, elencandoli, gli obiettivi della vigilanza. Rispetto all'attuale formulazione del TUF si aggiunge, in primo luogo, l'obiettivo di salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, che è, secondo le teorie economiche più accreditate, il fattore essenziale per la crescita del mercato finanziario. Anche di assicurare l'osservanza delle disposizioni da parte dei soggetti vigilati è aggiuntivo rispetto a quelli ora previsti dal TUF.

I commi 2 e 3 individuano le competenze delle due Autorità, secondo il modello funzionale, e ne collegano l'esercizio agli obiettivi indicati al comma 1.

L'attuale formulazione del comma 4 prevede che la Consob e la Banca d'Italia vigilino sull'osservanza delle disposizioni regolanti le materie di competenza. Nella nuova formulazione non sono più le disposizioni e le materie a essere ripartite tra le due autorità, ma i compiti di vigilanza, secondo il modello funzionale, e sull'osservanza di tutte le disposizioni. La separazione delle materie appare in taluni casi artificiosa, e ciò non consente sempre una chiara individuazione delle competenze delle Autorità. D'altro canto, la riconduzione di una materia all'esigenza di tutelare la stabilità o a quella di tutelare la correttezza dei comportamenti può essere in parte arbitraria, e ciò può ostacolare l'efficacia di un modello funzionale.

Strettamente connessa alla ripartizione funzionale delle competenze, è la previsione del nuovo comma 5-*bis* secondo il quale la Banca d'Italia e la Consob stipulano un protocollo d'intesa, per coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza, nell'osservanza dei principi di: chiara individuazione delle responsabilità, secondo il criterio della prevalenza funzionale e di regolare scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell'esercizio dell'attività di vigilanza, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell'esercizio dell'attività di vigilanza.

Il protocollo d'intesa è lo strumento essenziale con il quale si disegnerà il concreto funzionamento del modello funzionale. I principi dettati per la redazione del protocollo sono finalizzati a ottimizzare l'efficienza l'efficacia e la trasparenza del modello, riducendo al contempo i costi della vigilanza derivanti da difetti di coordinamento e sovrapposizioni di compiti.

Il nuovo comma 5-*ter* prevede la pubblicità del protocollo d'intesa.

Modifiche all'articolo 6 del TUF

Il nuovo testo definisce anzitutto, al comma 01, i principi che le Autorità sono tenute a osservare nell'emanazione dei regolamenti:

1. la valorizzazione della sfera di autonomia decisionale delle imprese, con ciò intendendosi che il potere regolamentare non può comprimere immotivatamente i margini di autonomia organizzativa e gestionale delle imprese;
2. il principio di proporzionalità;
3. l'esigenza di tenere conto della concorrenza internazionale e di salvaguardare la posizione concorrenziale dell'industria finanziaria italiana; la regolamentazione, in altre parole, non dovrebbe svantaggiare gli intermediari italiani rispetto a quelli esteri;
4. il contesto regolamentare dovrebbe essere tale da favorire l'innovazione e la concorrenza.

Il comma 02 riproduce nella normativa italiana il vincolo già presente nella MiFID per la possibilità di prevedere obblighi aggiuntivi rispetto a quelli della normativa comunitaria. Ciò è consentito solo in casi eccezionali, e a condizione che la peculiare situazione dello Stato membro lo richieda o che la normativa comunitaria sia incompleta.

In base al comma 03, eventuali disposizioni regolamentari che contengano obblighi aggiuntivi rispetto alla normativa comunitaria sono comunicate dalle Autorità di vigilanza al Ministero dell'economia e delle finanze, ai fini dell'obbligatoria notifica alla Commissione europea. Le modifiche ai commi 1, 2 e i nuovi commi 2-*bis* ridefiniscono la ripartizione delle competenze regolamentari tra le Autorità di vigilanza in materia di prestazione di servizi e attività di investimento.

Alla Banca d'Italia è attribuita la competenza nelle materie strettamente attinenti alla tutela della stabilità.

Analogamente, alla Consob è attribuita la competenza sulle materie strettamente attinenti alla tutela della trasparenza e alla vigilanza sulla correttezza dei comportamenti, riordinate in relazione agli ambiti regolamentari previsti dalla MiFID.

Per le materie nelle quali i due profili di tutela si sovrappongono o che siano di complessa separazione da materie connesse, si prevede un regolamento congiunto, emanato d'intesa tra le due

Autorità. Il regolamento riguarda tutti gli aspetti organizzativi e procedurali, non scindibili l'uno dall'altro, per i quali la MiFID prevede obblighi per gli intermediari.

L'introduzione di un regolamento congiunto dovrebbe essere valutata in connessione con quanto detto *supra* circa la ripartizione funzionale delle competenze e la previsione del protocollo d'intesa. Dal punto di vista dei soggetti regolamentati, l'inserimento di tutti gli obblighi attinenti l'organizzazione aziendale in un unico e necessariamente coerente atto normativo dovrebbe rappresentare una semplificazione e contribuire a un ulteriore contenimento dei costi della vigilanza.

Il nuovo comma 2-ter ripartisce tra le due Autorità i compiti di vigilanza sulle materie contenute nel regolamento congiunto, secondo il criterio di prevalenza funzionale.

Il nuovo comma 2-quater prevede che la Consob individui con regolamento le regole di condotta che non si applicano nei rapporti tra i gestori di sistemi multilaterali di negoziazione e i partecipanti ai medesimi (lettera a) e tra soggetti abilitati e le controparti qualificate (lettera d). Le esigenze di tutela dell'investitore sono infatti in questi casi evidentemente attenuate dalla qualificazione professionale delle controparti. La lettera d) elenca inoltre i soggetti identificati come controparti qualificate, secondo le previsioni della direttiva MiFID e attribuisce alla Consob, sentita la Banca d'Italia, il potere di individuare altri soggetti come controparti qualificate.

La lettera b) del comma 2-quater attribuisce alla Consob il potere di individuare le condizioni alle quali i soggetti abilitati non sono obbligati ad acquisire le informazioni dai clienti per la valutazione di adeguatezza e appropriatezza. Si prefigura così nel TUF la disciplina regolamentare della c.d. *execution only*: l'impresa non ha l'onere di valutare l'idoneità degli strumenti finanziari per i quali ricevono o eseguono ordini da parte dei clienti, a condizione che tali strumenti non siano complessi, che il servizio sia prestato su iniziativa del cliente, e che questo sia stato debitamente informato del fatto che l'impresa non farà la valutazione di idoneità dell'investimento.

La lettera c) del comma 2-quater attribuisce alla Consob il potere di individuare la disciplina specifica applicabile ai rapporti tra imprese di investimento e clienti professionali. Questi ultimi beneficiano di un grado di tutela attenuato rispetto alla clientela al dettaglio, principalmente per quanto riguarda gli obblighi informativi.

Il comma 2-quinquies attribuisce alla Consob, sentita la Banca d'Italia, e il potere di identificare i clienti professionali privati. Il comma 2-sexies, considerata la potenziale rilevanza di profili di finanza pubblica, attribuisce il corrispondente potere per i clienti professionali pubblici al Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob

Modifiche all'articolo 8 del TUF

Il nuovo comma 5-bis attribuisce alla Consob, nei confronti dei soggetti abilitati i poteri dell'articolo 187-octies introdotti con l'attuazione della direttiva *Market Abuse*, e previsti anche dalla direttiva MiFID. Alla Banca d'Italia è attribuito il potere di effettuare audizioni personali, ai fini dell'acquisizione delle informazioni necessarie allo svolgimento delle proprie attività di vigilanza.

Modifiche all'articolo 10 del TUF

Il nuovo comma 1-bis riproduce nel TUF il potere di richiedere alle società di revisione di effettuare verifiche ispettive, previsto dalla direttiva MiFID. I costi delle verifiche effettuate sono posti a carico del soggetto ispezionato. La Consob ne valuta la congruità

Articolo 3 - (Modifiche alla rubrica del Titolo II della Parte II e alla Parte II, Titolo II, Capo I, del TUF)

Modifiche all'articolo 18 del TUF

In coerenza con la MiFID, il nuovo comma 3-bis prevede che le società di gestione dei mercati regolamentati possano essere abilitate a svolgere l'attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Introduzione dell'articolo 18-bis del TUF

La direttiva MiFID inserisce la consulenza tra i servizi di investimento.

Il nuovo articolo 18-bis istituisce l'albo dei consulenti indipendenti, attribuendo al Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, il potere di emanare la normativa regolamentare in materia di requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali dei consulenti. Alla tenuta dell'albo provvede un organismo i cui rappresentanti sono nominati con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze sentite la Banca d'Italia e la Consob, e sottoposto alla vigilanza della Consob. L'organismo, strutturato sul modello analogo già previsto per i promotori finanziari, ha personalità giuridica ed è ordinato in forma di associazione, con autonomia organizzativa e statutaria. L'organismo, tuttavia, a differenza di quello previsto per i promotori finanziari, vigila sul rispetto delle regole di condotta da parte dei consulenti finanziari e per i casi di violazione delle regole di condotta delibera, in relazione alla gravità dell'infrazione, la sospensione dall'albo da uno a quattro mesi, ovvero la radiazione dal medesimo. La Consob regola le modalità di tenuta dell'albo, le cause di incompatibilità, le regole di condotta che i consulenti sono tenuti a rispettare, le modalità di tenuta della documentazione da parte dei consulenti, gli obblighi di formazione professionale, e l'attività dell'organismo. Avverso le sanzioni deliberate dall'organismo è ammesso ricorso di fronte alla Consob. La Consob ha penetranti poteri di vigilanza sull'organismo. In caso di inerzia o malfunzionamento dell'organismo la Consob ne propone lo scioglimento al Ministro dell'economia e delle finanze.

Modifiche all'articolo 19 del TUF

La procedura di autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento da parte delle Sim è integrata con le novità introdotte dalla MiFID.

In particolare, sono introdotti:

- il termine di sei mesi per il rilascio dell'autorizzazione;
- l'inserimento nel programma di attività dell'illustrazione dei tipi delle operazioni previste, delle procedure adottate per l'esercizio dell'attività, dei tipi di servizi accessori che si intende esercitare, e dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni operative essenziali;
- la condizione ostativa al rilascio dell'autorizzazione, quando non sia assicurata la capacità dell'impresa di esercitare correttamente i servizi o le attività di investimento.

Al fine di consentire il controllo della persistenza dei requisiti previsti per l'autorizzazione, il nuovo comma 3-*bis* prevede che le Sim comunichino alla Banca d'Italia e alla Consob ogni modifica rilevante delle condizioni verificate al momento del rilascio dell'autorizzazione.

Il comma 4 è modificato in modo che l'autorizzazione alle banche a svolgere l'attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione sia rilasciata dalla Banca d'Italia dopo aver sentito la Consob.

Articolo 4 - (Modifiche alla Parte II, Titolo II, Capo II, del TUF)

Modifiche all'articolo 21 del TUF

Alla lettera a) del comma 1 è inserito il dovere per i soggetti abilitati di servire al meglio gli interessi dei clienti, secondo le previsioni della MiFID.

La lettera c) del comma 1, contenente l'obbligo di ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse è sostituita. Gli obblighi in materia di conflitti di interesse sono ora indicati al nuovo comma 1-*bis*, con un diverso ambito di applicazione. La nuova lettera c) introduce l'obbligo aggiuntivo per i soggetti abilitati di utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti.

Come detto, l'obbligo di adottare misure per identificare e gestire i conflitti di interesse non riguarda le imprese di investimento comunitarie, perché la MiFID attribuisce la competenza normativa in questa materia allo Stato membro d'origine. Per la medesima ragione, è ora previsto lo stesso ambito di applicazione soggettivo per l'obbligo già esistente di svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni

affidati. In materia di conflitti di interesse si prevede inoltre l'obbligo di informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato

Modifiche all'articolo 25 del TUF

La possibilità di accedere ai mercati regolamentati è estesa a soggetti diversi dalle Sim e dalle banche autorizzate alla negoziazione per conto proprio e all'esecuzione degli ordini, purché soddisfino i requisiti di onorabilità e professionalità; dispongano di un livello sufficiente di competenza e capacità di negoziazione, di adeguati dispositivi organizzativi e di risorse sufficienti per il ruolo che devono svolgere.

Di conseguenza, è abrogato il comma 1-*bis*, temporaneamente introdotto dalla legge 262/05, che estende la possibilità di accedere solo per i mercati regolamentati di strumenti finanziari derivati.

I soggetti ammessi alle negoziazioni si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza al fine di assicurare l'integrità dei mercati.

Articolo 5 - (Modifiche alla Parte II, Titolo II, Capo III, del TUF)

Modifiche all'articolo 27 del TUF

Le modifiche apportate al comma 3 specificano che la Consob ha il potere di definire le procedure per l'adeguamento alle proprie richieste di modifica delle disposizioni interne delle imprese di investimento riguardanti le succursali da stabilire in Italia.

Articolo 6 - (Modifiche alla Parte II, Titolo II, Capo IV, del TUF)

Modifiche all'articolo 30 del TUF

Le modifiche apportate al comma 6 coordinano le previsioni del TUF in materia di recesso per le offerte fuori sede con quelle del decreto legislativo 19 agosto 2005, n. 190, chiarendo che nel caso di collocamento a distanza si applica l'articolo 11 di quest'ultimo.

Modifiche all'articolo 31 del TUF

Al comma 1 i promotori finanziari di cui si avvalgono le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, le società di gestione armonizzate, le banche comunitarie ed extracomunitarie sono equiparati a succursali. Tale previsione è contenuta nell'articolo 32, paragrafo 2, della direttiva MiFID. Essa comporta che l'autorizzazione a operare per l'agente collegato sia concessa secondo la stessa procedura prevista per lo stabilimento di succursali. L'agente collegato sarà inoltre obbligato a rispettare le disposizioni per le quali la MiFID prevede la competenza dello Stato membro ospitante, e in particolare quelle riguardanti le regole di condotta.

Modifiche all'articolo 32 del TUF

Le modifiche al comma 2 coordinano le previsioni del TUF con quelle della direttiva 2002/65/CE e del d.lgs. 190/2005, che la attua, che non prevedono casi di utilizzo obbligatorio di promotori finanziari nell'attività di collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e strumenti finanziari.

Articolo 7 - (Inserimento del Capo IV-bis del Titolo II della Parte II del TUF)

Gli articoli 32-*bis* e 32-*ter*, introdotti in attuazione della delega, estendono alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento le previsioni del Codice del consumo in materia di legittimazione ad agire delle associazioni di consumatori e della legge sulla tutela del risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) in materia di procedure di conciliazione e arbitrato.

Articolo 9 - (Modifiche alla Parte II, Titolo IV del TUF)

Modifiche all'articolo 52 del TUF

I nuovi commi 3-*bis* e 3-*ter* introducono nel TUF la procedura prevista dalla MiFID nel caso di violazione degli obblighi da parte di una impresa di investimento o di una banca comunitaria operante in Italia in regime di libera prestazione di servizi. Le Autorità di vigilanza italiane, in prima battuta, informano le competenti Autorità del Paese d'origine delle violazioni compiute

dall'intermediario. Se, nonostante i provvedimenti adottati dalle Autorità del Paese d'origine, le violazioni persistono, le Autorità italiane possono adottare tutte le misure necessarie, compreso il divieto di effettuare nuove operazioni.

Articolo 10 - (Principi di regolamentazione della Parte II, Titolo I, del TUF)

Il nuovo articolo 60-ter prevede che le Autorità di vigilanza osservino i principi di regolamentazione introdotti al comma 01 dell'articolo 6, anche nel regolamentare i mercati.

Articolo 11 - (Modifiche alla Parte III, Titolo I, Capo I, del TUF)

Modifiche all'articolo 61 del TUF

La Consob mantiene la potestà regolamentare già prevista al comma 2: il riferimento al requisito di capitale è stato sostituito da quello di risorse finanziarie, in coerenza con l'art. 39 (f) della Direttiva, nonché della riforma del diritto societario che ha consentito alle società per azioni l'emissione di strumenti finanziari partecipativi non rappresentativi di capitale.

Allo stesso modo il Ministero dell'economia e delle finanze conserva la potestà regolamentare di cui al comma 3, quanto ai requisiti che devono essere posseduti dagli esponenti aziendali delle società di gestione, ma oltre che specifici requisiti di onorabilità e professionalità, dovranno essere previsti quelli di indipendenza. Ciò in coerenza con le modifiche già apportate al Tuf, a seguito della riforma del diritto societario, con riferimento ai requisiti che devono essere posseduti dagli esponenti aziendali di Sim, Sgr e Sicav (la Direttiva, art. 37, comma 1, si riferisce infatti solo all'onorabilità e professionalità). I nominativi dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nonché degli altri eventuali soggetti che dirigono effettivamente l'attività e le operazioni del mercato, e ogni successiva modifica, sono comunicate alla Consob con le modalità fissate da questa nel regolamento di cui al comma 6-bis. L'articolo 38 della Direttiva concerne le persone che possono esercitare un'influenza significativa sulla gestione della società: in continuità con la legislazione vigente ed in considerazione della forma della società per azioni assunta dalle società di gestione del mercato, nel

Tuf tali soggetti sono identificati nei partecipanti al capitale. In proposito, da un lato è stata confermata la potestà regolamentare di cui al comma 5, del Ministero dell'economia e delle finanze in merito alla determinazione dei requisiti di onorabilità (cfr art. 38, comma 1, Direttiva), mentre alla Consob è stata attribuita una nuova competenza regolamentare (comma 6-bis) in relazione alla determinazione della soglia rilevante, delle modalità di comunicazione alla stessa Autorità di vigilanza e di pubblicazione delle informazioni concernenti i partecipanti al capitale e le successive modifiche soggettive nella partecipazione al capitale (art. 38, comma 2, Direttiva).

In ragione delle competenze già esercitate, la potestà regolamentare di cui al comma 6-bis è assegnata rispettivamente al MEF (sentite Banca d'Italia e Consob) e alla Consob (sentita la Banca d'Italia) per i mercati regolamentati indicati al comma 6-ter.

I commi 8 bis e ter attuano l'art. 38, paragrafo 3, della direttiva, e attribuiscono all'autorità di vigilanza il potere di opporsi ai cambiamenti negli assetti azionari delle società di gestione. Al fine di ricondurre la norma nella cornice costituzionale nazionale, si è ritenuto necessario specificare che il negozio giuridico attraverso il quale si è attuato il trasferimento della partecipazione conserva la propria efficacia, ma in caso di opposizione da parte dell'Autorità di vigilanza, i relativi diritti di voto non possono essere esercitati. Non si è ritenuto invece di riproporre il potere di opposizione della Consob rispetto ai mutamenti negli esponenti aziendali, non ritenendosi ammissibile una sorta di potere di gradimento da parte dell'Autorità di vigilanza. Peraltro nel momento in cui la società di gestione viene autorizzata all'attività ai sensi dell'art. 63 Tuf la Consob si limita a verificare che gli esponenti aziendali siano in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza di cui all'art. 61, comma 3.

La modifica del comma 9 è conseguenza delle modifiche in materia di revisione contabile da ultimo introdotte nel Tuf con legge 28 dicembre 2005 n. 262, con cui è stato introdotto l'art. 165 –

bis.

Modifiche all'articolo 62 del TUF

Si conferma il principio dell'autoregolamentazione da parte della società di gestione del mercato, ma in attuazione della delega (art. 9-bis, comma 1, lett. n) si attribuisce alla Consob il potere di individuare i criteri generali ai quali le società di gestione informano il proprio regolamento.

Viene meglio precisato il perimetro del regolamento delle società di gestione, identificandone le finalità generali e specificandone il contenuto, in coerenza con il dettato dell'art. 39 della Direttiva.

Modifiche all'articolo 63 del TUF

L'articolo è rimasto sostanzialmente invariato: è stato introdotto il comma 1-bis che riproduce il disposto dell'art. 36, comma 1, quarto alinea.

Modifiche all'articolo 64 del TUF

Si conferma il principio di autorganizzazione delle società di gestione del mercato, nel quadro, però del regolamento della Consob che ne stabilisce i requisiti minimi di organizzazione come previsto dalla delega (legge 18 aprile 2005 n.62, art. 9-bis, comma 1, lett. m), n.3). tali requisiti saranno evidentemente ricavati dalla Consob sulla base dei principi stabiliti agli artt. 36, 39 e 43 della Direttiva.

I commi 1-*quater* e 1-*sexies* prevedono una serie di obblighi della Consob in relazione a strumenti finanziari che risultino negoziati in altri mercati regolamentati riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario: infatti da un lato la Consob deve richiedere la sospensione o l'esclusione di uno strumento finanziario dalle negoziazioni qualora questo sia stato oggetto di analogo provvedimento da parte di autorità competenti di altri Paesi membri; dall'altro, al fine di consentire alle autorità degli altri Paesi membri l'esercizio dell'analogo potere, si prevede un obbligo informativo relativo alle ipotesi in cui l'Autorità stessa abbia richiesto alla società di gestione l'esclusione o la sospensione di uno strumento finanziario, nonché dei provvedimenti di sospensione e di esclusione di uno strumento finanziario assunte dalla società di gestione del mercato.

Modifiche all'articolo 65 del TUF

Si conferma il potere regolamentare della Consob in materia di registrazione delle operazioni presso le società di gestione dei mercati regolamentati.

Il potere regolamentare della Consob è stato inoltre esteso a comprendere, come previsto dalla delega (art. 9-bis, comma 1, lett. m) nn. 1 e 2 il contenuto e le modalità di comunicazione alla Consob, da parte degli intermediari, delle operazioni concluse aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, nonché, nei casi in cui ciò sia necessario al fine di assicurare la tutela degli investitori, anche delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati. Con tale modifica si completa il quadro previgente, aggiungendo alla registrazione da parte della società di gestione, quella ad opera degli intermediari, tale che sia possibile ricostruire tutte le fasi di una transazione avente ad oggetto strumenti finanziari.

Introduzione dell'articolo 66-bis del TUF

Il nuovo articolo prevede competenze di vigilanza concomitanti della Consob e dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas per i mercati regolamentati per la negoziazione di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica ed il gas, considerati gli interessi pubblici alla stabilità, economicità e concorrenzialità dei mercati dell'energia elettrica e del gas, nonché di sicurezza e efficiente funzionamento delle reti nazionali di trasporto dell'energia elettrica e del gas.

Modifiche all'articolo 67 del TUF

Per quanto riguarda il riconoscimento dei mercati comunitari ed extracomunitari il sistema è rimasto immutato. Con riferimento ai primi il riconoscimento dei mercati regolamentati autorizzati

ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO
per lo studio del Diritto Commerciale e Bancario

www.associazionegfcampobasso.it

in altri Paesi membri non avviene al termine di un procedimento amministrativo ma, in virtù del principio del mutuo riconoscimento ha effetto dal momento in cui l'autorità di vigilanza riceve la comunicazione ad opera dello Stato membro d'origine. A fini di trasparenza e di tutela degli investitori è previsto in attuazione dell'art. 43, comma 6 della Direttiva, che la Consob possa chiedere all'Autorità del Paese d'origine del mercato di comunicare l'identità dei membri e dei partecipanti al mercato regolamentato.

In conformità alle disposizioni della Direttiva, qualora un mercato regolamentato riconosciuto ritenga di dotarsi nel territorio italiano di dispositivi per facilitare l'accesso e la negoziazione a distanza da parte di membri e partecipanti stabiliti in Italia le relative autorizzazioni sono rilasciate dalla Consob.

Allo stesso modo i mercati regolamentati autorizzati in Italia ai sensi dell'art. 63, sono riconosciuti negli altri Paesi comunitari in virtù della comunicazione effettuata dalla Consob ai sensi del medesimo art. 63, comma 2. Il nuovo comma 5 disciplina l'ipotesi, inversa a quella di cui al comma 5-bis, in cui mercati regolamentati autorizzati in Italia intendano dotarsi nel territorio di altri Paesi comunitari di dispositivi per facilitare l'accesso alle negoziazioni di investitori remoti ivi stabiliti.

La Direttiva attribuisce grande rilevanza alla collaborazione fra le Autorità di vigilanza competenti nei vari Paesi membri dedicando a tale tema un intero Capo, prevedendo anche la possibilità, di cui al nuovo comma 2-bis, di stipulare accordi con l'Autorità dello Stato membro d'origine di un mercato regolamentato che abbia esteso la propria operatività in Italia e abbia assunto un'importanza sostanziale per il funzionamento dei mercati dei valori mobiliari e la tutela degli investitori in Italia.

In conformità del dettato dell'art. 50 che assegna alle autorità competenti tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle loro funzioni, la vigilanza informativa ed ispettiva di cui, rispettivamente agli artt. 8 e 10, Tuf è estesa anche ai partecipanti remoti ai mercati regolamentati italiani.

Modifiche agli articoli 69-70-ter del TUF

La potestà regolamentare della Banca d'Italia e del Ministro dell'economia e delle finanze è disciplinata (in virtù del rinvio all'art. 80 Tuf) specificandone il perimetro, con riferimento ai requisiti minimi economici, di organizzazione, e di funzionamento nel quadro dell'armonizzazione minima ai fini del mutuo riconoscimento sancito dalla Direttiva. E' stato esplicitato il principio per il quale l'accesso ai sistemi di garanzia, compensazione e liquidazione è garantito da criteri non discriminatori, trasparenti e obiettivi (cfr art. 34, comma 1, secondo alinea, Direttiva).

L'innovazione maggiore della disciplina è contenuta all'art. 70-bis che al fine di incrementare l'integrazione del mercato finanziario comunitario ed agevolare la finalizzazione delle operazioni cross-border sancisce il diritto dei soggetti abilitati di accedere ai sistemi di compensazione e liquidazione indipendentemente dal mercato regolamentato sul quale è stata effettuata tale operazione e anche utilizzando strutture di compensazione e regolamento site in uno Stato diverso da quello di origine del mercato regolamentato dove sono state effettuate le operazioni, nel rispetto delle condizioni di cui all'art. 34 della Direttiva, che sono fedelmente riportate nella legge delegata.

A fini di vigilanza, è prescritta la comunicazione alla Consob da parte della società di gestione del mercato della designazione di sistemi di compensazione e liquidazione diversi da quelli designati dal mercato stesso.

Allo stesso modo ciascun mercato regolamentato può stipulare accordi con sistemi di garanzia, compensazione e liquidazione di un altro Stato membro al fine di disporre la garanzia, la compensazione o il regolamento di alcune o tutte le operazioni concluse dai partecipanti al mercato regolamentato.

Modifiche agli articoli 73-77 del TUF

ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO
per lo studio del Diritto Commerciale e Bancario

www.associazionegfcampobasso.it

I poteri di vigilanza assegnati a Consob e Banca d'Italia sono stati rafforzati e sono stati riconosciuti alla Consob i penetranti poteri informativi ed ispettivi previsti dall'art. 187 –*octies*.

Articoli 77-bis – 79-ter

Una delle maggiori innovazioni della Direttiva è data dall'abbandono del principio della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati a favore di quello della concorrenza fra *trading venues* alternative (i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici) imponendo regole di trasparenza più stringenti per gli intermediari.

La disciplina contenuta nel decreto legislativo traspone nell'ordinamento nazionale le disposizioni della direttiva e le coordina con la disciplina in materia di mercati regolamentati, rinviando alla regolamentazione secondaria della Consob la definizione dei requisiti minimi di funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione e i criteri per l'individuazione degli internalizzatori sistematici sulla base della normativa comunitaria di attuazione prevista dalla Direttiva stessa.

Questo quadro di concorrenza fra mercati regolamentati ha effetti sul processo di formazione dei prezzi: a tal fine la Direttiva ha cercato di definire un quadro armonizzato in materia di trasparenza pre e post negoziazione sancendo sostanzialmente la massima trasparenza per tutte le

trading venues, salva la possibilità di prevedere deroghe per i sistemi alternativi. Anche in questo caso, ai sensi della delega (legge 18 aprile 2005n. 62 art. 9-bis, comma 1, lett. l) nn 1 e 2) la disciplina specifica è devoluta alla competenza regolamentare della Consob.

Articoli 80-82

Le modifiche introdotte ripetono il modello già esaminato per quanto riguarda l'organizzazione delle società di gestione dei mercati regolamentati e di gestione di sistemi di garanzia, liquidazione e compensazione: a) l'attribuzione all'autorità di vigilanza competente di una potestà regolamentare volta a identificare i requisiti minimi organizzativi ed economici richiesti per la prestazione del servizio; b) l'affermazione del principio dell'accesso secondo criteri non discriminatori, trasparenti ed obiettivi; c) il riparto delle competenze di vigilanza fra Consob e Banca d'Italia secondo quanto stabilito all'art. 5 Tuf.