



REGOLAMENTO INTERMEDIARI

IL NUOVO REGOLAMENTO INTERMEDIARI TRA DISCIPLINA COMUNITARIA E SCELTE NAZIONALI

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

20 luglio 2007

INDICE DEI DOCUMENTI IN CONSULTAZIONE

PREMESSA	3
1. IL CONTESTO NORMATIVO	4
2. LE REGOLE COMUNITARIE: ARMONIZZAZIONE AMPIA E LIMITI ALL'INTRODUZIONE DI "OBBLIGHI AGGIUNTIVI" NAZIONALI.	5
3. LA TRASPOSIZIONE DELLA MiFID IN ITALIA E LE LINEE DIRETTRICI DEL NUOVO REGOLAMENTO INTERMEDIARI.	9
4. LA STRUTTURA DEL NUOVO REGOLAMENTO INTERMEDIARI	12
5. IL PROCESSO DI CONSULTAZIONE	14

SCHEDE DI APPROFONDIMENTO

I SERVIZI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO. ALCUNE NOZIONI.

1. LA NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO E QUELLA PER CONTO TERZI. CONTINUITÀ E NOVITÀ RISPETTO AL REGIME VIGENTE.

1.1 IL QUADRO NORMATIVO NAZIONALE

1.2. LA DISCIPLINA DELLA MiFID

2. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI.

2.1. IL QUADRO NORMATIVO NAZIONALE

2.2. LA DISCIPLINA DELLA MiFID

IL NUOVO REGOLAMENTO INTERMEDIARI

TESTO NORMATIVO PROPOSTO

PREMESSA

Il presente documento avvia il processo di consultazione connesso con la trasposizione, nelle aree rimesse alla regolamentazione secondaria della CONSOB, della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MiFID) e delle connesse misure di esecuzione (c.d. "livello 2").

I documenti sottoposti alla consultazione – che propongono l'integrale sostituzione del vigente Regolamento Intermediari – riguardano le regole volte a garantire la protezione degli investitori nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento nonché la disciplina, pur non direttamente derivante dalla MiFID, della sottoscrizione e del collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione e della gestione collettiva del risparmio.

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 15 settembre 2007 al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Intermediari

Via Broletto, n. 7

20121 MILANO

oppure all'indirizzo di posta elettronica: consob@consob.it

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

1. IL CONTESTO NORMATIVO

Il panorama normativo riguardante l'intermediazione dei prodotti finanziari in Italia è stato interessato nell'ultimo biennio da interventi legislativi importanti sia dal lato della disciplina del prodotto sia, per quanto di rilievo nel presente documento, da quello del rapporto tra gli intermediari e i singoli investitori.

Questi interventi si intrecciano ora con la conclusione del processo di produzione normativa di fonte comunitaria riguardante la disciplina dei servizi e della attività di investimento (e dei mercati), processo che ha trovato un primo esito nella direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID) e una compiuta definizione con l'emanazione, da parte della Commissione Europea, delle connesse misure di esecuzione, contenute nella direttiva 2006/73/CE e nel regolamento CE 1287/2006.

Le disposizioni europee citate dovranno trovare applicazione nello spazio economico europeo a partire dal **1° novembre 2007**.

La proposta di regolamentazione secondaria sottoposta alla consultazione del mercato sviluppa, attraverso l'esercizio dei poteri regolamentari della CONSOB, i principi fissati dalle fonti normative primarie e cerca di dare coerenza complessiva, nell'interesse degli investitori e degli operatori, agli orientamenti di fondo sottesi alle scelte operate nei diversi ambiti dai "legislatori" nazionale e comunitario.

Con riferimento al legislatore nazionale, i percorsi intrapresi dalla disciplina legislativa sono indirizzati verso un "**livellamento del campo di gioco**" attraverso l'omogeneizzazione delle regole di trasparenza informativa e di quelle che presiedono alla commercializzazione nei confronti degli investitori di prodotti finanziari succedanei. L'integrazione dei mercati dei diversi prodotti, anche per effetto della convergenza delle strategie distributive dei diversi intermediari, non consentiva infatti, anche in ottica di tutela dell'investitore, il mantenimento di assetti regolamentari difformi.

Il superamento di distinzioni talvolta formali è stato operato con la riconduzione dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni e da banche nell'alveo comune delle regole di trasparenza e correttezza del Testo Unico della Finanza, anche attraverso il prevalente radicamento in capo ad un'unica Autorità, la CONSOB, dei relativi poteri di vigilanza (regolamentare, informativa e ispettiva).

In parallelo agli sviluppi della normativa nazionale, la disciplina comunitaria, riguardante la prestazione dei servizi di investimento in strumenti finanziari nei confronti degli investitori, si è definita con l'emanazione, da parte della Commissione Europea, delle misure di esecuzione della MiFID (c.d. "livello 2"). Si tratta di un intervento ampio e dettagliato, realizzato nel quadro della c.d. procedura Lamfalussy, nel quale si colgono opzioni di fondo destinate a impattare in modo significativo sulla disciplina nazionale di settore.

In via generale, è possibile registrare in sede comunitaria una chiara **differenziazione e graduazione delle regole di condotta** per gli intermediari, in relazione ai differenti servizi prestati e alla tipologia di clienti coinvolti.

Da un lato si pongono infatti i servizi di “gestione di portafogli” e di “consulenza in materia di investimenti” – quest’ultimo classificato ora tra i servizi sottoposti a regime di autorizzazione – e dall’altro i servizi più tipicamente esecutivi di ordini dei clienti. Il diverso ruolo giocato dall’intermediario giustifica, nell’ottica del legislatore comunitario, una tutela ampia dei clienti nella prestazione del primo gruppo di servizi e una tutela progressivamente affievolita nello svolgimento degli altri. Un riflesso particolarmente rilevante dell’approccio adottato si manifesta negli obblighi di valutazione della coerenza degli investimenti rispetto al profilo dell’investitore: sul punto, si passa infatti da una valutazione piena (adeguatezza) nello svolgimento dei servizi di consulenza e gestione, ad una valutazione basata solo su alcuni parametri soggettivi dell’investitore (appropriatezza) nel caso dei servizi più propriamente esecutivi, all’assenza di qualsiasi valutazione nei servizi costituiti dalla “mera esecuzione” degli ordini (*execution only*). Anche la classificazione dei clienti – in prospettiva ripartiti in tre categorie (al dettaglio; professionali; controparti qualificate) – modifica gli assetti delle tutele assicurate dalla disciplina di matrice europea.

Il modello comunitario consente pertanto la modulazione dei “costi di *compliance*” rispetto alla tipologia di servizio prestato e alle diverse esigenze di tutela dei clienti e introduce, per questa via, ulteriori elementi di differenziazione in ottica di competizione tra i prestatori dei servizi.

Elementi di novità contenuti nella regolamentazione comunitaria in via di trasposizione sono inoltre rilevabili in diverse altre aree: trattamento dei c.d. incentivi ricevuti o corrisposti dagli intermediari in connessione con i servizi prestati; obblighi informativi nei confronti degli investitori; obblighi di *best execution*; rendicontazioni; assetti organizzativi e procedurali; prestazione transfrontaliera dei servizi e delle attività di investimento.

Preliminarmente all’illustrazione delle direttrici lungo cui si sviluppa la trasposizione della MiFID nel Regolamento Intermediari e dell’iter della consultazione è peraltro opportuno soffermarsi su un tema necessariamente preliminare, concernente la possibilità per gli Stati membri, nel contesto della disciplina comunitaria, di elaborare disposizioni nazionali aggiuntive rispetto a quelle europee.

2. LE REGOLE COMUNITARIE: ARMONIZZAZIONE AMPIA E LIMITI ALL’INTRODUZIONE DI “OBBLIGHI AGGIUNTIVI” NAZIONALI.

L’evoluzione comunitaria della disciplina dei servizi di investimento (e, più in generale, dei servizi finanziari e della tutela dei consumatori) si è sviluppata negli anni più recenti

lungo una direzione caratterizzata dall'ampliamento dell'area del diritto di fonte europea e del maggior dettaglio dei testi normativi elaborati in sede comunitaria. La prima direttiva organica di settore, la 93/22/CEE (c.d. ISD), si ispirava ai principi dell'armonizzazione minima e del mutuo riconoscimento, dai quali discendeva la possibilità per gli intermediari autorizzati in uno Stato membro di esercitare la propria attività in ambito comunitario (libertà di stabilimento e libertà di prestazione dei servizi). Tali principi avrebbero dovuto assicurare, nelle intenzioni del legislatore comunitario, il perseguimento dell'obiettivo della formazione e dello sviluppo di un mercato finanziario unico a livello europeo.

Il recepimento e l'applicazione concreta della normativa comunitaria hanno tuttavia mostrato limiti e lacune che hanno impedito, di fatto, il raggiungimento dell'obiettivo desiderato.

Nel febbraio 2001 il "Comitato dei saggi" istituito per l'analisi della regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari evidenziava, in un proprio rapporto (c.d. rapporto Lamfalussy) i principali problemi rilevati a livello europeo nei diversi ambiti (disciplina dei mercati, della prestazione dei servizi, dei principi contabili, delle offerte pubbliche, ecc.)¹, proponendo l'adozione di un processo di produzione normativa per livelli "progressivi" che agevolasse la formazione più rapida ed analitica delle regole in ambito finanziario.

In conseguenza dei problemi e dei limiti rilevati, è stata pertanto impressa all'attività del legislatore comunitario una particolare intensità, al fine di avviare o concludere processi di regolamentazione in importanti ambiti: abusi di mercato, prospetto, vendite a distanza, intermediari assicurativi, disciplina bancaria, mercati e strumenti finanziari. La Commissione Europea ha inoltre esplicitamente annunciato e avviato una politica di "*piena armonizzazione*" come strumento per realizzare il reale ravvicinamento delle legislazioni in materie connesse alla protezione e alla tutela dei consumatori². Nell'ambito della programmazione della politica dei servizi finanziari per il 2005/2010, la Commissione ha fatto presente che essa "*coopererà intensivamente con gli Stati membri nel seguire i progressi, assicurare un'accurata attuazione ed evitare aggiunte normative, il cosiddetto 'goldplating'*"³.

¹ Per quanto qui di rilievo, il Comitato segnalava, tra l'altro, l'assenza di regole realmente comuni per la prestazione dei servizi: l'art. 11 della direttiva 93/22/CEE, riguardante le regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento, veniva specificamente indicato quale esempio di disposizione generica e ambigua, incapace di generare un'effettiva uniformità di disciplina negli Stati membri. A fronte infatti dei principi comuni dettati dall'art. 11 della direttiva, si erano registrati criteri e disposizioni di attuazione nei singoli Stati membri fortemente differenziati.

² Cfr. il "Libro verde sulla protezione dei consumatori nell'Unione europea" del 2001 e la successiva comunicazione della Commissione sulla "*strategia della politica dei consumatori per il 2002-2006*".

³ La sottolineatura è aggiunta; "Libro Bianco - La politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010" (dicembre 2005).

La ricostruzione che precede risulta utile al fine di esaminare la disciplina della MiFID e, in particolare, delle misure di esecuzione di “livello 2” adottate dalla Commissione Europea⁴ e concretizzatesi in:

1. un *regolamento* (n. 1287/2006), concernente, per quanto attiene alla disciplina degli intermediari, essenzialmente, le registrazioni degli ordini e delle operazioni cui sono tenute le imprese di investimento (gli altri aspetti trattati nel regolamento sono in larga parte riconducibili all’area della “disciplina dei mercati”);
2. una *direttiva* (n. 2006/73/CE), che detta le disposizioni di dettaglio nell’area delle regole di condotta (informazione; adeguatezza/appropriatezza; *best execution*; conflitti di interesse; incentivi...) e di organizzazione dell’intermediario.

Il contesto normativo così determinato non menziona in modo esplicito il principio dell’“armonizzazione massima” e riconosce in astratto la possibile (per quanto eccezionale) esistenza di specificità nazionali. Ragioni di diritto e di fatto limitano tuttavia per gli Stati membri l’effettivo esercizio di un potere di “integrazione” delle fonti comunitarie.

La direttiva di livello 2 enuncia infatti esplicitamente, fin dal 6° considerando, che *“la forma della direttiva è necessaria per consentire che le norme di esecuzione vengano adeguate alle specificità del mercato e dell’ordinamento giuridico di ciascuno Stato membro”*. Ciò posto, viene subito precisato che per l’applicazione uniforme della MiFID e dei *“requisiti armonizzati”* stabiliti a livello europeo, *“gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all’atto del recepimento e dell’applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva, salvo qualora quest’ultima lo preveda espressamente”* (7° considerando).

E’ quindi l’art. 4 della direttiva di “livello 2” a dare concretezza all’approccio restrittivo adottato e alle condizioni che rendono possibile agli Stati membri integrare la disciplina comunitaria. In particolare, l’elemento centrale di tale eccezionale possibilità è individuato nell’esistenza di rischi nazionali specifici – i quali devono essere di particolare importanza per la struttura del mercato dello Stato in questione, e possono comprendere il comportamento delle imprese e dei consumatori in tale mercato (10° considerando) - non adeguatamente trattati dalla disciplina europea e tali da rendere necessario il mantenimento o l’introduzione di obblighi nazionali aggiuntivi giustificati e proporzionati rispetto a tali rischi. Gli eventuali obblighi aggiuntivi, debitamente motivati al fine di consentire la valutazione della coerenza con le condizioni previste, sono notificati dagli Stati membri alla Commissione europea, che ne cura la pubblicazione.

Ai sensi dello stesso art. 4 della direttiva di L2 - e in coerenza con il modello comunitario secondo cui le imprese in libera prestazione dovrebbero attenersi alle regole del Paese di origine - gli eventuali obblighi nazionali aggiuntivi troverebbero applicazione nei confronti

⁴ Pubblicate in Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea del 2 settembre 2006.

degli intermediari nazionali e al più, quanto alle imprese comunitarie, a quelle operanti mediante succursale, nei limiti in cui esse sono sottoposte alla vigilanza del Paese ospitante⁵. Le regole nazionali “aggiuntive” non troverebbero invece applicazione con riguardo alle imprese comunitarie, pur operanti entro i confini dell’ordinamento che ha ritenuto di integrare la fonte comunitaria, in regime di libera prestazione di servizi.

L’effetto determinato da significative “regole aggiuntive” potrebbe allora essere quello di porre gli intermediari nazionali in una posizione di sfavore concorrenziale, senza peraltro essere in condizione di garantire effettivamente un più elevato livello di protezione degli investitori o di buon funzionamento del mercato, posto che nello stesso concorrerebbero imprese (comunitarie senza succursale in Italia) alle quali quelle regole aggiuntive comunque non potrebbero applicarsi.

Tale effetto è presente in modo chiaro al legislatore nazionale, anche delegato. La legge n. 62/2005 (Legge comunitaria 2004) - che a seguito delle modifiche apportate dalla l. n. 13/2007 contiene disposizioni di dettaglio al Governo per l’esercizio della delega legislativa di recepimento della MiFID – prevede infatti tra i principi e i criteri direttivi generali la necessità che *“i decreti legislativi assicur[ino] che sia garantita una effettiva parità di trattamento dei cittadini italiani rispetto a quelli degli altri Stati membri dell’Unione europea, facendo in modo di assicurare il massimo livello di armonizzazione possibile tra le legislazioni interne dei vari Stati membri ed evitando l’insorgere di situazioni discriminatorie a danno dei cittadini italiani nel momento in cui gli stessi sono tenuti a rispettare, con particolare riferimento ai requisiti richiesti per l’esercizio di attività commerciali e professionali, una disciplina più restrittiva di quella applicata ai cittadini degli altri Stati membri”* (art. 2).

La relazione illustrativa per la consultazione sullo schema di decreto legislativo di attuazione della MiFID (marzo 2007) fa presente che *“l’armonizzazione delle regole di condotta degli intermediari ... diviene generale e non lascia al legislatore e ai regolamentatori nazionali spazi per soluzioni diverse o più stringenti. La trasposizione delle norme comunitarie nel testo che si sottopone a consultazione è stata quindi rispettosa di questo vincolo. ... E’ infine necessario sottolineare il rilievo del costo della regolamentazione per la concorrenzialità dell’industria italiana dei servizi finanziari nel mercato europeo e globale. Ogni eventuale appesantimento della regolamentazione nazionale deve essere valutato anche rispetto all’obiettivo di garantire un level playing field a livello comunitario”*. Ulteriormente, con riferimento ai poteri di vigilanza regolamentare della CONSOB e della Banca d’Italia, si evidenzia che le Autorità sono tenute a osservare *“i seguenti principi ...: ... 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”*.

⁵ Per quanto qui di interesse, si fa riferimento all’articolo 19, in materia di regole di condotta, all’art. 21, in materia di *best execution* e all’art. 22, in tema di gestione degli ordini

L'art. 6, comma 02, del Testo Unico così come risultante dall'approvazione da parte del Consiglio dei Ministri in data 6 luglio, richiama infine il contenuto del citato art. 4 della direttiva di livello 2, ribadendo le condizioni eccezionali che rendono possibile alla CONSOB (e alla Banca d'Italia) l'introduzione nei propri regolamenti di obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla stessa direttiva.

3. LA TRASPOSIZIONE DELLA MiFID IN ITALIA E LE LINEE DIRETTRICI DEL NUOVO REGOLAMENTO INTERMEDIARI.

La trasposizione della MiFID (e delle relative misure di esecuzione) implica la necessità di significative modifiche alla normativa primaria e secondaria.

Con particolare riferimento alla disciplina primaria, l'art. 10 della legge 6 febbraio 2007, n. 13, modificando la legge 18 aprile 2005, n. 62, ha specificato principi e criteri direttivi per l'esercizio della delega di recepimento della MiFID, conferita al Governo; il termine per l'esercizio della delega, fissato al 31 gennaio 2007, è peraltro risultato superato già all'atto dell'entrata in vigore della legge n. 13/2007. Tale circostanza ha reso necessaria una modifica del menzionato termine, ora fissato al 30 settembre (legge 20 giugno 2007, n. 77).

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in pendenza dell'iter parlamentare di proroga del termine per l'esercizio della delega, ha sottoposto alla consultazione uno schema di decreto legislativo di recepimento della MiFID. Nel corrente mese, come anticipato, il Consiglio dei Ministri ha approvato il testo del decreto legislativo in questione, modificativo del Testo Unico della Finanza, che deve ora passare all'esame delle competenti sedi parlamentari prima della definitiva emanazione.

Il testo in questione, nel confermare l'approccio di delegificazione già fatto proprio fin dal 1998 dal Testo Unico, innova tuttavia le modalità di esercizio dei poteri regolamentari delle due Autorità di settore (CONSOB e Banca d'Italia) con riguardo alla disciplina degli intermediari.

Fermo restando il principio della ripartizione delle competenze di vigilanza tra le due Autorità sulla base delle "finalità" perseguite, infatti, lo schema di decreto legislativo prevede ora che i poteri di vigilanza regolamentare debbano essere esercitati attraverso l'emanazione di regolamenti da parte di ciascuna Autorità (come già in passato) nonché, per talune materie, attraverso un regolamento congiuntamente emanato.

Sebbene, come anticipato, il processo di modifica del Testo Unico connesso con il recepimento della MiFID non sia tuttora concluso, la CONSOB, che ha prestato la massima collaborazione alle Istituzioni coinvolte nel processo di trasposizione, ritiene che il quadro possa considerarsi ora sufficientemente definito. Conseguentemente si ritiene opportuno, nell'interesse primario del sistema finanziario, offrire alla consultazione il presente documento nel quale si concretizza l'esercizio dei poteri di

vigilanza regolamentare conferiti alla CONSOB in relazione alle materie che, alla luce dello schema di decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri, dovrebbero rientrare nell'area dei poteri da esercitare con regolamenti dell'Istituto, sentita la Banca d'Italia.

Il documento si propone di tracciare il percorso di trasposizione di significative parti della normativa comunitaria, dall'autorizzazione delle società di intermediazione mobiliare alla prestazione di servizi e attività di investimento, alle norme contenute nel Titolo II – Capo II – Sezione 2 della MiFID (*“Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori”*) e alle misure, di queste ultime esecutive, di cui alla direttiva di “livello 2”.

Restano pertanto estranee alla presente consultazione le aree, di grande rilievo nello stesso impianto della MiFID e per gli intermediari, destinate a confluire nella regolamentazione congiunta CONSOB/Banca d'Italia, sulle quali sarà avviata apposita, separata consultazione: si menzionano tra queste, i requisiti organizzativi e procedurali, i conflitti di interesse, l'esternalizzazione di funzioni, il trattamento dei reclami.

In un approccio organico alla materia oggetto della presente consultazione, vengono inoltre proposte integrazioni e aggiornamenti alla disciplina vigente al fine di tenere conto dei poteri di vigilanza regolamentare assegnati alla CONSOB dalla legge n. 262/2005 (nella parte relativa alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni) nonché della necessità di valutare l'interazione delle disposizioni con le norme in tema di vendite a distanza di servizi finanziari ai consumatori e di commercio elettronico.

Un importante profilo interessato dall'intervento regolamentare, in continuità con le scelte di coerenza normativa operate, riguarda l'attività delle società di gestione del risparmio.

Infatti, i servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti eventualmente prestati da tali società sono soggetti alle regole dettate dalla MiFID e dalle connesse misure di esecuzione. La disciplina regolamentare è quindi conformata di conseguenza.

L'intervento regolamentare riguarda anche lo stesso servizio di gestione collettiva e si concretizza nella definizione di regole coerenti con quelle relative al servizio di gestione di portafogli. Sebbene non interessato dalla nuova disciplina comunitaria, il servizio di gestione collettiva presenta infatti numerose analogie con quello di gestione di portafogli; si pongono, quindi, esigenze simili in termini di tutela degli investitori, pur nella considerazione della diversa connotazione dei due servizi, ovverosia della centralità dell'autonomia negoziale che caratterizza il servizio di gestione di portafogli. L'impatto di tale scelta regolamentare sugli assetti organizzativi degli intermediari gestori può essere comunque valutato positivamente, ove si consideri, per un verso, che tali intermediari dovranno già conformarsi alle nuove regole laddove prestino il servizio

di gestione di portafogli e, sotto un profilo più generale, la tendenza del legislatore ad ampliare il novero delle attività esercitabili da parte delle società di gestione del risparmio, ricomprendendovi anche servizi identici, o comunque assimilabili, a quelli riservati alle imprese di investimento. In tal senso, in linea con le novità introdotte dal legislatore nazionale, che consentono alle società di gestione del risparmio e alle SICAV di commercializzare quote o azioni di OICR, viene dettata un'apposita disciplina che tiene conto delle analoghe regole in tema di servizi e attività di investimento. Infine, sempre in tema di gestione collettiva, sono meglio dettagliate le regole che sovrintendono alla prestazione del servizio in generale e specificate quelle relative alla gestione dei fondi chiusi. Tali interventi recepiscono le migliori prassi in essere presso le società di gestione del risparmio.

Il complesso degli interventi proposti, sopra sinteticamente richiamati, dà forma al nuovo "Regolamento Intermediari" sottoposto alla consultazione, che si sviluppa lungo due linee direttrici:

- 1) enfaticizzazione della **centralità dell'interesse del cliente** quale destinatario del servizio prestato dall'intermediario, anche nel caso di servizi connessi con la "distribuzione" di strumenti finanziari al pubblico. Da tale centralità discende, tra l'altro, la necessaria contrattualizzazione del rapporto "di servizio" intercorrente tra l'intermediario e il cliente (specie *retail*), al fine di porre lo stesso cliente nelle condizioni di assumere piena consapevolezza del quadro dei diritti e degli obblighi derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento nei suoi riguardi;
- 2) elaborazione di una **regolamentazione unitaria e organica**, ossia di un quadro normativo che, pur partendo dalla diversità delle fonti primarie di riferimento, riconduca ad unità il regime della vendita agli investitori delle diverse tipologie di prodotti finanziari, indipendentemente - nei limiti consentiti dall'ordinamento - dal canale o dalla fase (mercato primario o secondario) o dai soggetti attraverso cui l'attività si manifesta (*level playing field*). L'obiettivo enunciato risulta pienamente coerente con il disegno che emerge dai recenti interventi del legislatore italiano e consente di rendere, si auspica, un contributo di certezza e di coerenza agli operatori e agli investitori, nella loro quotidiana interazione. Da tale obiettivo discende l'estensione dei principi stabiliti per la prestazione dei servizi di investimento (salvo ovviamente l'adattamento alle specifiche circostanze) ai prodotti finanziari assicurativi e bancari nonché alla commercializzazione, comunque effettuata, di quote di OICVM.

L'impegno regolamentare non esaurisce lo spazio dell'agire della CONSOB per una concreta ed efficace implementazione dei precetti normativi comunitari e nazionali. Un ulteriore passaggio sarà infatti costituito dall'impegno di formazione su diversi attori coinvolti (intermediari e investitori), che implicherà anche il primario coinvolgimento delle Associazioni rappresentative degli stessi, al fine di consentire una transizione consapevole al nuovo regime.

4. LA STRUTTURA DEL NUOVO REGOLAMENTO INTERMEDIARI

L'ampiezza degli interventi regolamentari proposti ha indotto la CONSOB, come anticipato, all'elaborazione di un nuovo Regolamento Intermediari, destinato ad abrogare quello vigente, oggi contenuto nella delibera n. 11522/1998 (come successivamente modificata e integrata).

Il Regolamento proposto è strutturato secondo uno schema che da un lato valorizza distintamente, in modo più netto rispetto alla vigente disciplina, le aree alle quali esso si riferisce e dall'altro, sul piano sostanziale, persegue l'obiettivo di uniforme trattamento delle diverse attività svolte dagli intermediari, pur nelle specificità di ciascuna di esse.

Nella disciplina sottoposta alla consultazione confluiscono pertanto disposizioni rivenienti dall'esercizio dei poteri regolamentari connessi con:

- la trasposizione della MiFID e delle relative misure di esecuzione (in particolare, direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE). Tali regole, pur originate nella disciplina dei servizi e delle attività di investimento, costituiscono il punto di riferimento per la regolamentazione di ogni altra attività disciplinata nel Regolamento. Non formano peraltro oggetto di trattazione le aree, in precedenza contenute nello stesso Regolamento Intermediari e ora rimesse alla disciplina congiunta della CONSOB e della Banca d'Italia (procedure, anche di controllo interno; conflitti di interesse; trattamento dei reclami; conservazione delle registrazioni);
- le previsioni della legge sul risparmio in materia di distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione (tenuto anche conto delle disposizioni comunitarie in materia di intermediazione assicurativa e di quelle nazionali contenute nel "Codice delle assicurazioni private") e di finanza etica;
- la gestione collettiva del risparmio, la prestazione dei servizi di investimento consentiti alle SGR, la commercializzazione, da parte di tali intermediari, di quote di OICR;
- l'offerta fuori sede e la promozione e collocamento a distanza (tenuto anche conto della specifica disciplina nazionale in materia di commercio elettronico e di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori);
- l'albo e l'attività dei promotori finanziari.

La struttura regolamentare che risulta all'esito della complessiva attività di razionalizzazione operata, si sviluppa in otto libri e quattro allegati.

Il primo e il secondo libro, in continuità con la delibera n. 11522/1998, presentano le fonti normative di riferimento e disciplinano la fase dell'ingresso sul mercato delle imprese di investimento nazionali (SIM), comunitarie ed extracomunitarie.

Il terzo libro disciplina le regole per la prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori. Diversamente dalla delibera n. 11522/1998, il nuovo libro III non disciplina aree quali la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, l'offerta fuori sede e la distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e di prodotti finanziari assicurativi che, per la loro specificità e rilevanza, sono ora trattate in distinti libri. Sul modello della MiFID e della direttiva di "livello 2", inoltre, il libro III non reca specifiche sezioni dedicate a singoli servizi (o attività) di investimento, preferendo una ripartizione basata sulle regole di condotta applicabili (obblighi informativi; valutazione dell'adeguatezza/appropriatezza; *best execution*; incentivi; ...).

I libri quarto, quinto e sesto sono quindi rispettivamente dedicati:

- alla gestione collettiva del risparmio. Il libro IV include anche la disciplina della commercializzazione di OICR da parte delle SGR;
- all'offerta fuori sede e alla promozione e collocamento a distanza. Il libro V unifica pertanto i due argomenti, tra loro contigui, i quali erano invece trattati in separati libri nella delibera n. 11522/1998;
- alla distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione. Si ritrova quindi nel libro VI l'esercizio della potestà regolamentare conferita alla CONSOB dall'art. 25-*bis* del TUF, come introdotto dalla legge sul risparmio.

In linea con l'obiettivo perseguito del "livellamento del campo di gioco", peraltro, i tre libri contengono ampi rinvii alle regole previste per la prestazione dei servizi di investimento di cui al precedente libro terzo.

Il libro settimo contiene le disposizioni in materia di finanza etica o socialmente responsabile (ai sensi dell'articolo 117-*ter* del Testo Unico, introdotto dalla legge sul risparmio).

Il libro ottavo disciplina l'albo e l'attività dei promotori finanziari.

I quattro allegati proposti sostituiscono anch'essi integralmente gli allegati al vigente Regolamento Intermediari.

5. IL PROCESSO DI CONSULTAZIONE

Un elemento centrale di riflessione sollecitato dal documento in consultazione è quello degli effetti che l'attuazione della procedura disegnata dal Rapporto Lamfalussy ha prodotto, in pochi anni, sull'equilibrio tra le fonti di produzione normativa, con un marcato spostamento verso le sedi comunitarie delle scelte di fondo sottese alla disciplina di settore e della disciplina a quelle scelte collegata.

Tale spostamento risulta ulteriormente enfatizzato, nel “sistema MiFID”, dal grado di dettaglio delle misure adottate in sede comunitaria e, soprattutto, dalla circostanza che anche ove le misure in questione abbiano assunto la forma della direttiva – strumento tradizionalmente più flessibile – esse siano state presidiate dalla previsione dei limiti normativi richiamati al precedente par. 2 all'introduzione, a livello nazionale, di requisiti “aggiuntivi” rispetto a quelli comunitari.

Le osservazioni da ultimo esposte dovranno essere considerate nella formulazione di commenti al documento sottoposto alla consultazione. Nei casi in cui le disposizioni proposte discendono dalla MiFID e dalle relative misure di esecuzione, esse tengono doverosamente conto dei vincoli, formali e sostanziali, della disciplina europea; conseguentemente, il processo di consultazione fornirà risultati utili nella misura in cui potrà offrire un contributo positivo e propositivo, ma compatibile con i limiti dettati dall'ordinamento comunitario.

In quest'ottica, al fine di promuovere la massima efficacia del processo di consultazione, la CONSOB si rende inoltre disponibile, quale parte integrante dello stesso iter di consultazione e in linea con la collaborazione usualmente offerta al sistema, a momenti di confronto con le Associazioni rappresentative degli interessi coinvolti dalle nuove disposizioni, anche attraverso la promozione di appositi incontri sui temi di interesse.

In coerenza con quanto precede, le eventuali questioni di maggior dettaglio concernenti la pratica applicazione di alcune disposizioni potrebbero non trovare spazio nell'ambito dell'attuale processo di consultazione. Da un lato, infatti, ogni nuova norma richiede di essere “messa alla prova” nell'applicazione quotidiana, e solo l'esito di tale applicazione è in grado di fare emergere eventuali profili suscettibili di modifica o miglioramento; sotto altro profilo, poi, non può trascurarsi il ruolo che le Istituzioni a livello europeo (in particolare, Commissione Europea e CESR) tendono ad acquisire nella prospettiva dell'uniformità dell'applicazione (e non solo della trasposizione) del diritto comunitario, come già testimoniato dall'emanazione di “raccomandazioni” e “pareri” in ordine all'interpretazione e all'applicazione di alcune, anche rilevanti, disposizioni⁶.

⁶ Sul punto, è peraltro opportuno richiamare la centralità, nell'interpretazione delle norme, del ruolo istituzionale degli Organi giurisdizionali, nazionali e comunitari.

CONSOB

Conseguentemente, anche alla luce della rilevanza dell'intervento normativo qui prospettato, occorre evidenziare fin d'ora che alcuni, più specifici, profili applicativi potranno trovare trattazione da parte della CONSOB in tempi successivi all'emanazione delle nuove disposizioni e saranno riconducibili a quello che, in termini descrittivi, può definirsi come “*livello 3*”, nazionale e comunitario.

Tale successiva attività interpretativa (che dovrà essere fin da subito programmata con l'ausilio delle Associazioni degli operatori e dei consumatori) si ritiene peraltro fisiologicamente connessa all'entrata in vigore di qualsiasi nuova disposizione e non inficia in alcun modo la precettività delle disposizioni in via di emanazione, le quali danno forma a un corpo normativo ampio e organico, avente un dettaglio certamente maggiore rispetto a quello nazionale (pre)vigente.

* * *

L'articolato delle disposizioni sottoposte a consultazione è preceduto da una nota esplicativa finalizzata a guidare nella lettura delle tabelle che compongono i diversi libri del nuovo Regolamento Intermediari.

Si è pure ritenuto utile premettere alle nuove disposizioni una breve scheda di approfondimento concernente le nozioni di due importanti servizi di investimento - la negoziazione per conto proprio e la consulenza in materia di investimenti - nell'accezione che essi assumeranno dopo la trasposizione della MiFID. La focalizzazione sulle “nozioni” dei due servizi si giustifica in ragione della loro valenza innovativa rispetto alla disciplina nazionale (pre)vigente e costituisce il presupposto necessariamente preliminare rispetto all'analisi delle regole di dettaglio applicabili alla prestazione di quei servizi.