

## Relazione

### ai sensi dell'art. 6, comma 4, della legge n. 234/2012

**Oggetto dell'atto:**

PROPOSTA DI DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica le direttive (UE) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EC, 2014/65/EC e 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione relative alla tutela degli investitori al dettaglio.

**Codice della proposta:** COM (2023) 279 final

**Codice interistituzionale:** 2023/0167 (COD)

**Amministrazione con competenza prevalente:** Ministero dell'Economia e delle Finanze

**Proposta correlata** a COM(2023) 278 final del 25 maggio 2023 2023/0166 (COD)

\*\*\*

#### Premessa: finalità e contesto

**Quadro normativo vigente:**

L'UE dispone di un quadro legislativo che disciplina la protezione degli investitori al dettaglio, sviluppato nel corso di diversi decenni e significativamente rafforzato dopo la crisi finanziaria del 2008. L'attuale quadro legislativo è costituito da cinque atti che disciplinano, per ciascun macro-ambito di strumenti (i.e. prodotti assicurativi e/o finanziari nonché assemblati, fondi di investimento comuni o alternativi), i principi posti a presidio degli investitori al dettaglio nel settore dei servizi di investimento, degli investimenti basati sulle assicurazioni e della gestione patrimoniale. Più specificamente:

- La direttiva MiFID o *Markets in financial instruments directive* (2004/39/EC) che disciplina i mercati finanziari dell'Unione europea. Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore la nuova direttiva MiFID II (2014/65/EU) che, insieme alla MiFIR o *Markets in financial instruments regulation* (regolamento EU n. 600/2014) ha preso il posto delle precedente regolamentazione europea. Obiettivo primario della legislazione Mifid è la creazione di un mercato finanziario comunitario integrato, efficace e competitivo. La MIFID I era orientata al rafforzamento della disciplina comunitaria relativa ai servizi di investimento ed ai mercati regolamentati con due importanti obiettivi, ovvero la tutela degli investitori, salvaguardando l'integrità del mercato e fissando, altresì, requisiti di armonizzazione per l'attività degli intermediari autorizzati e la promozione dell'equità, della trasparenza, dell'efficienza e dell'integrazione dei mercati finanziari stessi. La direttiva MiFID II, che modifica la disciplina preesistente, includendo anche settori non regolamentati in precedenza, concentra le sue aree di intervento in particolare su: la realizzazione della cd. *Capital Market Union* (CMU) per quanto riguarda i servizi finanziari in Europa; l'adeguata profilatura dei

risparmiatori; la valutazione di adeguatezza della clientela; la corretta informazione per gli investitori; la product governance; gli obblighi di comunicazione sui costi; la cd. consulenza “indipendente”; la vigilanza sui prodotti finanziari; i sistemi multilaterali (OTF).

- La IDD (*Insurance Distribution Directive*) Direttiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 gennaio 2016 sulla distribuzione assicurativa si pone quale obiettivo quello di ampliare il novero dei soggetti ai quali la IDD si applica, ovvero tutti coloro che, a vario titolo (agenti, mediatori e operatori di «bancassicurazione», imprese di assicurazione, agenzie di viaggio e autonoleggi), partecipano alla vendita di prodotti per fornire servizi di distribuzione assicurativa o riassicurativa. La IDD raggruppa, integra ed armonizza tutte le precedenti norme vigenti in materia e disciplina l'attività di distribuzione assicurativa, mediante l'istituzione di sistemi più efficienti e semplificati sia di gestione dei registri, sia di vigilanza sulle imprese e sugli intermediari che offrono prodotti assicurativi.

- La direttiva Solvency II 2009/138/EC in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione, si articola secondo i c.d. tre pilastri: il primo, attinente ai requisiti patrimoniali delle imprese di assicurazione, è costituito dalle norme relative al calcolo delle riserve tecniche, all'ammissibilità degli attivi per la copertura delle riserve stesse, ai principi di gestione degli investimenti e, in generale, ai requisiti di solvibilità; il secondo concerne le regole in materia di governance (con particolare riferimento alle funzioni di *risk management* e controllo interno) e quelle relative all'attività di vigilanza delle Autorità competenti; infine, il terzo, dedicato alla trasparenza, riguarda gli obblighi di informazione verso l'autorità di controllo e il mercato.

- La direttiva AIFMD o *Alternative investment funds managers directive* (2011/61/EC) mira a porre in essere un controllo regolamentare più stringente sul rischio sistemico che può derivare dalle attività dei soggetti che operano nel settore dei fondi di investimento cosiddetti “alternativi”, vale a dire di quei fondi di investimento diversi rispetto ai fondi disciplinati dalla Direttiva 2009/65/CE in materia di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM), meglio noti come UCITS. La Direttiva AIFM individua la gamma dei fondi di investimento che indirettamente ricadono sotto il suo impianto normativo, definendo “Fondo di Investimento Alternativo” l'organismo di investimento collettivo che raccoglie “capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento ben definita a beneficio di tali investitori” e che non necessita di un'autorizzazione ai sensi della Direttiva UCITS IV.

- La direttiva UCITSD 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concerne il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), indirizzate alla creazione di un mercato unico per l'istituzione, la gestione, ma anche la distribuzione di OICVM nell'UE, con la previsione di un passaporto del gestore che consente ai fondi comuni autorizzati in uno Stato Membro di essere gestiti anche da una società di gestione insediata in un altro Stato Membro e da questo autorizzata. La direttiva ha operato anche una riforma del contenuto e delle modalità di presentazione relative alle informazioni fornite ai clienti/investitori tramite l'introduzione di un documento denominato Kiid (*key investor informations document*).

La cornice normativa italiana è rappresentata dal Testo Unico delle disposizioni sull'intermediazione finanziaria – D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, dal Codice delle assicurazioni private – D.Lgs. 7 settembre 2005, n. 209 - nonché dalle disposizioni di settore della Commissione Nazionale delle Società e della Borsa (CONSOB), dell'IVASS e della Banca d'Italia.

- **Proposte correlate:**

Le modifiche principali alla disciplina di settore sono contenute nella proposta di direttiva *de qua* e sono integrate dalla proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 1286/2014 per quanto riguarda l'ammodernamento del documento contenente le informazioni chiave - COM(2021) 726 del 25.11.2021 del 25.11.2001 – 2023/0166 (COD).

- **Riferimenti:**

Realizzazione del progetto di Unione dei Mercati dei Capitali (*Capital Market Union*). La proposta di modifica della legislazione relativa alla *retail investment strategy* dell'UE è in linea con il Piano di azione della Commissione per l'Unione dei mercati dei capitali adottato il 24 settembre 2020 e con le azioni prioritarie individuate successivamente dalle Conclusioni del Consiglio ECOFIN del 3 dicembre 2020 in materia.

- **Finalità generali:**

La proposta di direttiva modifica le direttive in precedenza citate (MiFID II, AIFM e UCITS per il settore finanziario, e Insurance Distribution Directive (IDD) e Solvency II, per il settore assicurativo) con l'obiettivo di aumentare la fiducia degli investitori al dettaglio nei mercati dei capitali rafforzando il quadro legislativo esistente e armonizzando le norme applicabili ai prodotti finanziari e assicurativi al dettaglio.

La proposta mira a: i) migliorare ulteriormente la trasparenza, in particolare per quanto riguarda i costi; ii) evitare comunicazioni e pratiche di marketing fuorvianti; iii) garantire una consulenza imparziale e di alta qualità e un uso più giustificato e trasparente degli incentivi (della cui disciplina si forniscono, di seguito, dettagli); e iv) garantire che i prodotti distribuiti agli investitori al dettaglio offrano la prospettiva del rapporto qualità-prezzo.

Correlata alla proposta in oggetto è la modifica al regolamento relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per gli investitori sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati, PRIIP, (Regolamento /UE) n. 1286/2014) che migliora il quadro giuridico dei PRIIP, adattando le informazioni all'ambiente digitale e all'evoluzione delle esigenze degli investitori al dettaglio in materia di sostenibilità e fornendo ulteriore chiarezza sull'ambito di applicazione dei PRIIP. È stata predisposta apposita relazione su tale proposta, indicandola come correlata alla presente.

- **Elementi qualificanti ed innovativi.**

Di seguito si espongono le principali linee direttrici della proposta di riforma.

Nello specifico, la Commissione ha rilevato che i mercati dei capitali non soddisfano

sufficientemente le esigenze di finanziamento a lungo termine dei cittadini dell'UE, individuando una serie di problemi significativi lungo il percorso che conduce all'investimento il cliente al dettaglio, che riducono la capacità di quest'ultimo di trarre pieno vantaggio dai mercati dei capitali: (1) gli investitori al dettaglio hanno difficoltà ad accedere a informazioni pertinenti, comparabili e facilmente comprensibili sui prodotti d'investimento, che li aiutino a fare scelte d'investimento informate;

(2) gli investitori al dettaglio sono esposti a un rischio crescente di essere influenzati in modo inappropriato da informazioni di marketing non realistiche attraverso i canali digitali e da pratiche di marketing fuorvianti;

(3) vi sono carenze nel modo in cui i prodotti sono fabbricati e distribuiti, legate ai conflitti di interesse che possono sorgere a seguito del pagamento di incentivi tra fabbricanti e distributori; e

(4) alcuni prodotti di investimento incorporano livelli di costi ingiustificatamente elevati e di conseguenza non sempre offrono un rapporto qualità-prezzo all'investitore al dettaglio. Questi problemi minano la fiducia degli investitori al dettaglio nei mercati dei capitali.

Pertanto, la proposta di direttiva introduce modifiche mirate a questi strumenti giuridici con il duplice obiettivo di i) allineare le norme applicabili ai prodotti finanziari e assicurativi e ii) rafforzare il quadro esistente per incrementare la partecipazione dei clienti al dettaglio ai mercati dei capitali, garantendo al contempo una maggiore protezione degli investitori al dettaglio. La proposta affronta un'ampia varietà di questioni lungo il percorso dell'investitore al dettaglio e introduce norme volte a semplificare e ottimizzare l'informativa agli investitori al dettaglio, a proteggerli da comunicazioni e pratiche di marketing ingannevoli, a migliorare l'efficacia dei test per valutare l'adeguatezza/appropriatezza dei prodotti, a migliorare la categorizzazione dei clienti (al dettaglio o professionali), a rafforzare l'applicazione della vigilanza e a promuovere misure di educazione finanziaria.

Tra le modifiche proposte si segnalano, in particolare:

a) un divieto, parziale, di pagamento di incentivi, ossia di qualsiasi commissione, pagamento o beneficio non monetario offerto o ricevuto da un intermediario, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento, da parte del soggetto che ha emesso o realizzato lo strumento finanziario oggetto di offerta agli investitori al dettaglio. Attualmente (e la proposta li conferma) i principi inderogabili della disciplina in materia di incentivi consistono:

- nella necessaria sussistenza di un accrescimento della qualità del servizio fornito al cliente<sup>1</sup>, fermo restando il dovere di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente

- nell'obbligo di renderne nota la presenza all'investitore, in modo da metterlo in condizione di giudicare, in condizioni di trasparenza, la qualità del servizio offerto ed il suo costo complessivo, così che possa essere pienamente consapevole delle relazioni commerciali esistenti tra i consulenti/distributori con cui si interfaccia e gli emittenti/realizzatori di strumenti e prodotti

---

<sup>1</sup> Linee guida Consob affermano che gli incentivi apportano un miglioramento alla qualità del servizio "...Se, ad esempio, una società emittente paga un contributo ad un consulente in materia di investimenti e tale contributo è utilizzato per migliorare gli strumenti di analisi si può affermare che accresce la qualità del servizio prestato. Sempreché, ovviamente, il pagamento non possa distorcere le raccomandazioni del consulente al cliente."

finanziari oggetto di offerta.

Gli incentivi, quindi, se ammessi in base alle condizioni indicate devono essere comunicati al cliente in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio. Oltre agli attuali divieti sugli incentivi già previsti dalle disposizioni della MiFID II, la proposta introduce un divieto sugli incentivi pagati dai produttori ai distributori in relazione alla ricezione e alla trasmissione di ordini o all'esecuzione di ordini a o per conto di clienti al dettaglio quando non esiste un rapporto di consulenza tra l'impresa di investimento e il cliente (il cosiddetto "divieto parziale"). Il nuovo divieto mira a eliminare gli incentivi per le imprese e a dare maggiore risalto a determinati prodotti nella loro offerta e avvantaggerebbe gli investitori al dettaglio che investono tramite servizi di sola esecuzione, in quanto eviterebbero qualsiasi spesa dovuta al pagamento di incentivi. La proposta include anche modifiche alla MiFID al fine di migliorare la qualità della consulenza, rafforzando l'obbligo per le imprese di investimento di agire nel migliore interesse dei loro clienti.

b) Nuove disposizioni per garantire che non vengano addebitati costi indebiti ai clienti e agli investitori al dettaglio. Per rafforzare le regole di governance dei prodotti e regolamentare i processi di determinazione dei prezzi, e al fine di limitare l'offerta di prodotti che presentano un "rapporto qualità/prezzo" scarso o nullo per gli investitori al dettaglio, le modifiche proposte integrano i quadri di governance dei prodotti esistenti introducendo nuovi requisiti per la determinazione dei prezzi.

c) Introduzione del concetto di "Value for money": la proposta introduce un processo di determinazione del prezzo dei servizi armonizzato nella fase di creazione del prodotto, finalizzato a garantire che il prodotto risponda agli standard di un determinato mercato di riferimento e proteso ad una armonizzazione dei costi dei prodotti. A tal fine, la proposta prevede la definizione di parametri di riferimento (benchmark) da parte delle Autorità europee di vigilanza sui mercati e le assicurazioni (ESMA ed EIOPA) a cui comparare i prezzi dei prodotti. Per cui, in caso di divergenza del prezzo rispetto al benchmark di riferimento sono richiesti test aggiuntivi per giustificare la proporzionalità del costo del prodotto e, in caso di esito negativo del test, il prodotto non può essere distribuito agli investitori.

d) Norme sull'attività transfrontaliera: la proposta introduce nuove regole per l'attività transfrontaliera - come l'istituzione di piattaforme di collaborazione già previste e funzionanti nell'ambito di Solvency II per le imprese di assicurazione transfrontaliere - migliorando la conoscenza dell'attività transfrontaliera e la cooperazione tra le Autorità competenti, rafforzando anche il ruolo dell'EIOPA.

Nel complesso, la Commissione propone importanti modifiche che rafforzano la protezione dei consumatori, estendendo ai prodotti finanziari non assicurativi alcune regole e principi profondamente radicati nelle disposizioni europee in materia di assicurazioni.

Per quanto concerne la proposta di regolamento per modificare il regolamento PRIIPs, la stessa contiene diverse modifiche al documento recante le informazioni chiave (Key Information Document – KID) dei PRIIPs per renderlo più adatto alle esigenze in evoluzione degli investitori e

all'utilizzo su dispositivi digitali (come smartphone e tablet) e per aumentare la trasparenza e la chiarezza giuridica.

## **A. Rispetto dei principi dell'ordinamento europeo**

### **1. Rispetto del principio di attribuzione, con particolare riguardo alla correttezza della base giuridica**

L'UE dispone di un quadro legislativo che disciplina la protezione degli investitori al dettaglio, sviluppato nel corso di diversi decenni. Il livello di protezione degli investitori al dettaglio è stato notevolmente rafforzato nel corso degli anni, in particolare dopo la crisi finanziaria del 2008. L'attuale quadro legislativo completo è costituito da cinque strumenti giuridici che mirano ad armonizzare, settore per settore, i requisiti di protezione degli investitori al dettaglio nell'ambito dei servizi di investimento, degli investimenti assicurativi e della gestione patrimoniale. Le direttive oggetto di modifica nella presente proposta (le "direttive") prevedono quadri normativi su:

- la prestazione di servizi di investimento ("MiFID"),
- la prestazione di servizi di distribuzione assicurativa o riassicurativa a terzi ("IDD"),
- l'accesso e l'esercizio dell'attività assicurativa all'interno dell'UE ("Solvency II"),
- il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative relative agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("OICVM"),
- i gestori di fondi di investimento alternativi ("AIFMD").

Le basi giuridiche delle direttive sono l'articolo 53 par. 1 e, in particolare nel caso delle direttive (UE) 2009/138/CE e 2016/97, l'articolo 62 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. È necessaria un'azione a livello dell'UE in conformità a questi articoli per continuare ad allineare le norme attuali o per introdurre nuove norme standardizzate.

### **2. Rispetto del principio di sussidiarietà**

Secondo il principio di sussidiarietà, l'azione dell'UE può essere intrapresa solo se gli obiettivi previsti non possono essere raggiunti dai soli Stati membri. La regolamentazione dei servizi d'investimento, la fornitura di prodotti d'investimento basati sulle assicurazioni, le regole per gli OICVM e i fondi d'investimento alternativi e i loro gestori (direttiva sui fondi d'investimento alternativi) sono da tempo stabiliti a livello europeo. Ciò in quanto solo l'azione dell'UE può stabilire un quadro normativo comune che garantisca lo stesso livello di protezione degli investitori al dettaglio in tutti gli Stati membri, indipendentemente dal tipo di prodotti o servizi di investimento offerti e nel pieno rispetto della libertà di stabilimento e della libertà di fornire servizi. A questo proposito, la proposta, come le direttive che intende modificare, risulta conforme al principio di sussidiarietà.

### **3. Rispetto del principio di proporzionalità**

La proposta mira a modificare alcune disposizioni delle direttive, in particolare quelle relative alle informazioni fornite ai clienti al dettaglio prima e dopo aver preso le decisioni di investimento; ai requisiti per la commercializzazione dei prodotti di investimento ai clienti al dettaglio; alla sorveglianza e alla governance dei prodotti; ai requisiti per la fornitura di consulenza e di altri servizi di distribuzione di prodotti di investimento ai clienti al dettaglio; alle qualifiche professionali; alla vigilanza transfrontaliera. Le modifiche sono necessarie e proporzionate per rafforzare la protezione degli investitori al dettaglio, tenendo conto degli interessi dei partecipanti al mercato e dell'efficienza dei costi.

La proposta rispetta il principio di proporzionalità in quanto le norme proposte si limitano a quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dichiarati e riguardanti il problema della tutela degli investitori retail e di conseguenza dello scarso afflusso di investimenti all'economia reale. La proposta è compatibile con il principio di proporzionalità anche in quanto tiene conto del corretto equilibrio tra il pubblico interesse e l'efficienza in termini di costi della misura.

## **B. Valutazione complessiva del progetto e delle sue prospettive negoziali**

### **1. Valutazione del progetto e urgenza**

La proposta di direttiva si inserisce nel contesto di una serie di iniziative legislative della Commissione europea volte ad attuare l'Unione dei mercati dei capitali sulla base del mandato conferitole dal Consiglio Ecofin nel 2020<sup>2</sup>. La valutazione delle finalità generali del progetto è complessivamente positiva. In particolare, l'obiettivo è quello di mettere gli investitori al dettaglio in condizione di prendere decisioni di investimento in linea con le loro esigenze e preferenze, garantendo loro un trattamento equo e la dovuta protezione. È intesa dunque ad incrementare la fiducia degli investitori al dettaglio, che potranno investire in modo sicuro e trarre pieno vantaggio dall'unione dei mercati dei capitali dell'UE.

Il sistema finanziario nel suo complesso potrebbe beneficiare degli effetti della proposta in quanto le ingenti disponibilità finanziarie in possesso dei risparmiatori retail potrebbero essere investite nell'economia reale - attraverso l'acquisto di prodotti finanziari - in progetti di crescita economica e occupazionale delle aziende emittenti e, dunque, dell'economia nel suo complesso.

I tassi di partecipazione ai mercati dei capitali da parte degli investitori al dettaglio rimangono in media bassi nell'UE rispetto ad altre grandi economie come gli Stati Uniti e il Regno Unito. Circa un terzo delle attività finanziarie delle famiglie dell'Unione europea sono detenute in titoli direttamente o tramite fondi comuni di investimento, mentre negli Stati Uniti circa il 54% delle attività finanziarie al dettaglio sono detenute in titoli. Inoltre, negli Stati Uniti circa il 20% delle attività finanziarie di pertinenza dei retail costituiscono investimenti diretti in capitale di rischio a fronte di solo il 4% nell'UE.

Di conseguenza, la quota di attività detenute sotto forma di strumenti liquidi, a ridotto rendimento reale è tanto più alta nella UE (31,4% delle attività finanziarie delle famiglie) che negli Stati Uniti

<sup>2</sup> [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan\\_en](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en)

(circa il 12%).

## 2. Conformità del progetto all'interesse nazionale

Le disposizioni contenute nel progetto complessivo possono ritenersi conformi all'interesse nazionale, da una duplice prospettiva:

- Da un lato potranno generare una migliore tutela degli investitori al dettaglio a vantaggio dello sviluppo del mercato dei capitali e dell'economia europea. Ciò refluisce positivamente in vista di un costante sviluppo dell'Unione dei mercati dei capitali ed appare in grado di accrescere la complessiva competitività dei mercati finanziari;
- Dall'altro, in maniera più specifica, possono essere funzionali a realizzare quella maggiore partecipazione ai mercati dei capitali che costituisce preconditione al rafforzamento per le imprese dei canali di finanziamento alternativi a quello bancario. In tale ottica occorre infatti considerare che sia a livello europeo, tramite il c.d. listing act<sup>3</sup> (i.e. proposte di modifica dei Regolamenti europei in materia di prospetti, abusi di mercato e proposta di direttiva sui meccanismi societari di voto), sia a livello nazionale, tramite il c.d. disegno di legge a sostegno competitività dei mercati dei capitali<sup>4</sup>, si sta perseguendo l'obiettivo di incentivare l'accesso ai mercati da parte delle imprese, in particolare quelle di piccole dimensioni. Pertanto, le citate iniziative vedono nella proposta di direttiva in questione una sorta di corollario, in quanto tra loro complementari e comunemente orientate ad irrobustire i mercati e a favorire l'afflusso di risorse alle imprese e all'economia reale in generale.

È opportuno evidenziare che durante i lavori preparatori della proposta era stato prospettato da parte della Commissione un intervento notevolmente più incisivo, in quanto era ipotizzato un divieto totale di pagamento di incentivi a favore degli intermediari che procedono alla distribuzione di prodotti presso il pubblico. Tale divieto avrebbe, di fatto, comportato la possibilità di prestare la sola "consulenza indipendente", vietando quindi la "consulenza non-indipendente".

I due modelli di consulenza sono contraddistinti e si differenziano per quanto segue:

- la consulenza finanziaria su base indipendente considera i prodotti disponibili sul mercato, emessi o realizzati da operatori (società emittente, banche, assicurazioni) con cui non si hanno legami legali e commerciali. Il servizio di consulenza prestato dall'intermediario/consulente è remunerato direttamente ed esclusivamente dall'investitore;
- la consulenza finanziaria non indipendente (modello largamente diffuso in Italia) considera una più ristretta gamma di prodotti, e viene remunerata solo attraverso le cd. retrocessioni delle commissioni dei prodotti che vengono collocati (c.d. incentivi). Pertanto, il servizio non comporta costi direttamente a carico dell'investitore (salvo commissioni legate ad altri servizi, quali ad

<sup>3</sup> [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Normativa-sulle-quotazioni-rendere-i-mercati-pubblici-dei-capitali-piu-interessanti-per-le-imprese-dellUE-e-facilitare-laccesso-delle-PMI-ai-capitali\\_it](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Normativa-sulle-quotazioni-rendere-i-mercati-pubblici-dei-capitali-piu-interessanti-per-le-imprese-dellUE-e-facilitare-laccesso-delle-PMI-ai-capitali_it)

<sup>4</sup> <https://www.senato.it/leg/19/BGT/Schede/Ddliter/56988.htm>

esempio l'esecuzione di ordini) ma trova la sua remunerazione negli incentivi erogati dai produttori ai distributori/consulenti.

Entrambi i modelli sono accessibili in Italia. La "consulenza non indipendente", potenzialmente, è soggetta a problematiche tipiche dei conflitti di interesse, ma l'ordinamento prevede che l'intermediario possa consigliare la sottoscrizione di prodotti solo ad esito di un test che attesti l'adeguatezza di quanto suggerito alle caratteristiche ed agli obiettivi dell'investitore. Nelle sedi opportune la proposta di vietare la "consulenza non-indipendente" non ha trovato il sostegno italiano – così come quello della maggioranza degli Stati membri, inclusi quelli di più grandi dimensioni – in quanto avrebbe potuto comportare effetti opposti a quelli perseguiti dalla proposta (i.e. maggiore partecipazione al mercato da parte degli investitori al dettaglio): ove infatti è diffuso il modello della consulenza indipendente (il cui costo è a carico totalmente dell'investitore) si osserva, infatti, una riduzione del servizio di consulenza tra i soggetti dotati di risorse modeste da destinare all'investimento. Tale circostanza può comportare effetti negativi in quanto i risparmiatori investirebbero in misura prevalente sotto il c.d. "regime di appropriatezza", in forza del quale l'intermediario/consulente acquisisce solo limitate informazioni circa le loro caratteristiche e obiettivi di rischio/rendimento, non formulando specifiche raccomandazioni, ma esprimendo solo un giudizio (di appropriatezza o meno, appunto), circa le scelte di investimento che l'investitore stesso intende compiere, eseguendo quale servizio ancillare l'esecuzione degli ordini ricevuti.

Per quanto sopra esposto, la proposta è stata favorevolmente accolta in quanto preserva le attuali pratiche commerciali, salvaguardando il modello della "consulenza-non indipendente".

### **3. Prospettive negoziali ed eventuali modifiche ritenute necessarie od opportune**

La Commissione ha pubblicato la proposta il 24 maggio 2023 e il negoziato è stato avviato in Consiglio sotto Presidenza spagnola con il primo meeting, svoltosi il 5 luglio 2023 e dedicato alla presentazione della proposta e della valutazione di impatto della stessa.

Vi è un preliminare e generico orientamento favorevole all'iniziativa e agli obiettivi della proposta. Tale orientamento è condiviso anche dalla delegazione italiana che, tuttavia, ha espresso riserve rispetto alla possibilità, palesata in fase preliminare ma ormai superata, di introdurre un generalizzato divieto di incentivi (di cui alla sezione precedente). Necessitano di essere valutate con attenzione le disposizioni in merito alla realizzazione dei benchmark (in precedenza descritte) così come gli obblighi in materia di governo del prodotto, al fine di assicurare, da un lato, che alla doverosa attenzione al contenimento dei costi si accompagni anche quella sull'effettivo valore insito nella prestazione del servizio di consulenza e, dall'altro, che gli intermediari non risultino gravati da oneri cui non corrisponde un effettivo valore aggiunto in termini di chiarezza a beneficio degli investitori.

## **C. Valutazione d'impatto**

### **1. Impatto finanziario**

<p>Il provvedimento in esame reca norme di natura meramente ordinamentale o che comunque non comportano nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.</p> <p>La copertura finanziaria non è a carico del bilancio nazionale.</p>
<p><b>2. Effetti sull'ordinamento nazionale</b></p> <p>Sono attesi effetti in termini di armonizzazione, in quanto l'allineamento – a livello europeo – di taluni aspetti delle discipline in materia di distribuzione di prodotti assicurativi e finanziari si ripercuoteranno, di conseguenza, sull'ordinamento domestico.</p> <p>Adeguamenti della normativa nazionale saranno necessari per l'attuazione del combinato disposto della direttiva di cui trattasi.</p>
<p><b>3. Effetti sulle competenze regionali e delle autonomie locali</b></p> <p>Le modifiche alla normativa <i>de qua</i> non incidono sulle competenze regionali e delle autonomie locali ai sensi di quanto previsto dalla Costituzione; pertanto, la relazione non dovrebbe essere inviata alle Regioni, per il tramite delle loro Conferenze (art. 24, comma 2 della legge n. 234/2012).</p>
<p><b>4. Effetti sull'organizzazione della pubblica amministrazione</b></p> <p>Nessun costo di adeguamento è prevedibile e quantificabile attualmente sulla base di questa proposta;</p> <p>Le modifiche apportate dalla proposta di revisione potrebbero richiedere limitate modifiche al quadro normativo nazionale, nonché a livello di normativa secondaria e di regolamentazione settoriale rientranti nelle competenze delle autorità di settore (Consob e Banca di Italia).</p>
<p><b>5. Effetti sulle attività dei cittadini e delle imprese</b></p> <p>Le misure proposte nella proposta di direttiva dovrebbero rendere l'UE un luogo ancora più sicuro per gli investitori al dettaglio, contribuire a costruire la loro fiducia e facilitare la loro partecipazione ai mercati dei capitali a condizioni più eque. Le attuali tendenze demografiche richiedono una maggiore pianificazione da parte delle famiglie per garantire un ciclo di vita regolare. A questo proposito, un quadro più sicuro per gli investimenti nei mercati dei capitali dovrebbe contribuire a offrire agli investitori al dettaglio una gamma più ampia di opportunità. Una maggiore partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati dei capitali ha anche il potenziale per contribuire ad aumentare l'afflusso di capitali per il finanziamento delle attività economiche sul mercato e per consentire alle imprese di diversificare meglio le loro fonti di finanziamento.</p>

## Altro

- Altre amministrazioni interessate:

Le altre amministrazioni direttamente interessate sono le autorità di settore nell'ambito dei servizi finanziari, in particolare la Consob, l'Ivass e la Banca di Italia.

- La proposta potrà essere oggetto di modifiche nel corso del negoziato sulla base delle posizioni che saranno avanzate dagli Stati membri in Consiglio e dal Parlamento europeo. Di conseguenza anche la posizione italiana potrà/dovrà modificarsi per tener conto dell'evoluzione del negoziato, nonché delle posizioni che saranno espresse nelle consultazioni continue con le amministrazioni e le parti interessate, incluse quelle del settore privato.



**Tabella di corrispondenza**  
**ai sensi dell'art. 6, comma 5, della legge n. 234/2012**

(D.P.C.M. 17marzo 2015)

**Oggetto dell'atto:**

PROPOSTA DI DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica le direttive (UE) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EC, 2014/65/EC e 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione relative alla tutela degli investitori al dettaglio.

**Codice della proposta:** COM (2023) 279 final

**Codice interistituzionale:** 2023/0167 (COD)

**Amministrazione con competenza prevalente:** Ministero dell'Economia e delle Finanze

<b>Disposizione del progetto di atto legislativo dell'Unione europea</b> (articolo e paragrafo)	<b>Norma nazionale vigente</b> (norma primaria e secondaria)	<b>Commento</b> (natura primaria o secondaria della norma, competenza ai sensi dell'art. 117 della Costituzione, eventuali oneri finanziari, impatto sull'ordinamento nazionale, oneri amministrativi aggiuntivi, amministrazioni coinvolte, eventuale necessità di intervento normativo di natura primaria o secondaria)
Art. 1 <b>Emendamenti alla direttiva 2014/65/EU</b> Comma 1	Art. 18 Art. 25 bis Art. 63 Art. 79- novesdecies.1 TUF	Norme primarie
Comma 2	Art. 18 bis Art. 18-ter Art. 50 quinquies TUF	
Comma 3	Art. 1. Art. 61 TUF	
Comma 4		Introduce nuove disposizioni in tema di procedura contro attività non autorizzate offerte mediante mezzi digitali
Comma 5	Art. 19 TUF	
Comma 6	Art. 19, commi 3 e ss. Art. 20bis TUF	
Comma 7	Art. 13 TUF Art. 6 comma 1, lett. c-bis) numero1 TUF Art. 6 comma 2bis TUF	
Comma 8	Art. 6, comma 02 e comma 1 lett. c-bis) numero 8 e comma 2-bis art. 6 comma 2 lett. b-bis) numero 1 punto a) art. 6 comma 2 lett. b-bis) numero 5 art. 6 comma 2 lett. b-bis) numero 7 art. 19 comma 1 lett. h-bis) art. 21 comma 1-bis) lett. b art. 21 comma 1-ter art. 22 comma 3 e comma 4bis	

	<p>art. 65bis  art. 65ter  art. 65quater  TUF</p>	
Comma 9		Introduce nuove disposizioni relative alla governance del prodotto
Comma 10	Art. 16 bis direttiva 2014/65/EU	
Comma 11	Art. 19 TUF	
Comma 12	<p>Art. 6 co. 02, co. 2  Art. 6 comma 2, lett. a) nn. 1- 2  Art. 6 comma 2 lett. b-bis) n.1 punto a  Art. 6 comma 2 lett. b) n.5  Art. 6 comma 2 lett. b-bis) n.6  Art. 6 comma 2-bis  Art. 21, commi 1 bis lettere a) b) c) e 1 ter  TUF</p>	
Comma 13		Introduce nuove disposizioni relative alla disciplina degli incentivi, dell'informativa sui costi, delle comunicazioni commerciali e dei requisiti di professionalità
Comma 14	<p>Art. 6 comma 2 lett. b-bis n. 8  Art. 6 comma 2 lett. b n. 1  Art. 6 comma 2 lett. a) n. 1  Art. 23 TUF comma 1</p>	
Comma 15	<p>Art. 1 comma 1. W-quinquies)  Art. 6 comma 2 quarter lett. d)  TUF</p>	
Comma 16		Introduce una nuova disposizione in materia di reporting di attività cross-border
Comma 17	<p>Art. 6 bis  Art 6 ter  Art. 7 – 7 decies</p>	

	<p>Art. 12  Art. 62 comma 3  Art. 62 ter comma 3  Art 62 octies – 62 decies  Art. 66 quarter  Art. 68 quinquies  Art. 73  Art. 79 comma 2  Art 79- novies  Art. 90 septies  TUF</p>	
Comma 18	<p>Art. 166  Art. 169  Art. 187quinquiesdecies TUF</p>	
Comma 19	<p>Art. 4 undecies  Art. 4 duodecies  Art. 193 sexies TUF</p>	
Comma 20	<p>Art. 86 4 comma 2 bis  Art. 7 quarter  Art. 7 septies  Art. 62 decies comma 1 lett. d  TUF</p>	
Comma 21		<p>Introduce una nuova disposizione in materia di piattaforme di collaborazione tra Autorità</p>
Comma 22		<p>Introduce una nuova disposizione in materia di educazione finanziaria</p>
Comma 23		<p>L'articolo disciplina l'esercizio del potere di adottare atti delegati da parte della Commissione Ue.  Non richiede attuazione</p>
Comma 24	<p>Art. 1 comma 1 lett m-undecies  Art. 6 commi 2- quinquies e 2 – sexies  allegato II TUF</p>	<p>Disposizioni relative alle definizioni di client professionali</p>
Comma 25		<p>Introduce l'allegato V</p>

<p align="center"><b>Art. 2</b> <b>Modifiche della direttiva (UE) 2016/97</b></p> <p align="center">Comma 25</p>	<p>Art. 1, comma 1, cc-septies CAP Art. 1, comma 1, n. 1) CAP</p>	<p>La lett. c introduce nuove disposizioni in materia di definizioni</p>
<p align="center">Comma 26</p>	<p>Art. 109, comma 4-quater. Art. 108, 108-bis, 109, 109-bis, 110, 111, 112, 113 (Cancellazione), 114 (Reiscrizione) CAP</p>	
<p align="center">Comma 27</p>	<p>Art. 116-septies CAP</p>	
<p align="center">Comma 28</p>		<p align="center">Introduce una nuova disposizione in materia di comunicazione delle attività transfrontaliere</p>
<p align="center">Comma 29</p>	<p>Artt. 108, 108-bis, 109, 109-bis, 110, 111, 112, 113 e 114 CAP</p>	
<p align="center">Comma 30</p>		<p align="center">Introduce nuove disposizioni in materia di poteri dell'Autorità competente</p>
<p align="center">Comma 31</p>		<p align="center">Introduce nuove disposizioni in materia di cooperazione e scambio di informazioni con l'EIOPA e di piattaforme di collaborazione</p>
<p align="center">Comma 32</p>	<p>Art- 7 CAP</p>	
<p align="center">Comma 33</p>		<p align="center">Introduce due nuove disposizioni in materia di educazione finanziaria</p>
<p align="center">Comma 34</p>	<p>Art. 119-bis, commi 2 e 3 CAP</p>	
<p align="center">Comma 35</p>	<p>Art. 120 CAP</p>	
<p align="center">Comma 36</p>	<p>Art. Art. 120-ter Art. 120-bis, comma 1 Art. 185, commi 1 e 2 CAP</p>	
<p align="center">Comma 37</p>	<p>Art. 119-ter e art. 183 Art. 185, commi 1, 2 e 3 Art. 185-bis, comma 2</p>	<p align="center">La lett. (d) del comma 37 introduce una nuova disposizione relativa al contenuto del</p>

	CAP	documento informativo per i prodotti assicurativi vita diversi dai prodotti di investimento assicurativi.
Comma 38	Art. 120, comma 5	
Comma 39	Art. 120-quater Art. 121	
Comma 40	Art. 30-decies Art. 121-bis Art. 121-ter, comma 1.	
Comma 41	Art. 121-quater	
Comma 42		Introduce una nuova disposizione in tema di comunicazioni e pratiche di marketing
Comma 43	Art. 121-quinquies, comma 1	
Comma 44	Art. 121-sexies, commi 1, 2 e 3 Art. 121-sexies, comma 4 Art. 121-quater, comma 2 Art. 119-ter,– comma 3, 4 e 5	
Comma 45		Introduce due nuove disposizioni in tema di incentivi e migliore interesse del cliente
Comma 46	Art. 121-septies	
Comma 47	Art. 10-quater e 10-quinquies	
Comma 48		Introduce nuove disposizioni in tema di distribuzione assicurativa senza autorizzazione o registrazione
Comma 49		Disposizione concernente poteri della EC di emanare atti delegati (non necessita di implementazione)
Comma 50		Disposizione concernente poteri della EC di esercizio della delega

		(non necessita di implementazione)
Comma 51	Allegato I	