



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Atto del Governo n. 413 (Mercati degli strumenti finanziari)

Audizione informale in Ufficio di Presidenza
Commissione Finanze e Tesoro
Senato della Repubblica

Carmine Di Noia
13 giugno 2017

Indice

1. MiFID II e MiFIR: uno sguardo d'insieme
2. Nuove forme d'investimento e nuovi presìdi
3. Consulenza e consulenti finanziari
4. Il nuovo assetto dei mercati
5. In vista della Brexit
6. Uno sguardo al futuro
7. Conclusioni

Legenda: – Tuf: Testo Unico della Finanza versione vigente
– *Tuf*: Testo Unico della Finanza come modificato da d.lgs. (Atto 413)

1.

MiFID II e MiFIR: uno sguardo d'insieme

Obiettivi di MiFID II e MiFIR

Investitori più tutelati e nuovi poteri delle autorità

- *Product governance*
- *Product intervention*
- Regole di interazione tra intermediari e clientela

Armonizzazione delle diverse sedi di negoziazione

- Ampliamento della trasparenza sulle negoziazioni in strumenti finanziari

2.

Nuove forme d'investimento
e nuovi presìdi

Product governance (i)

- Inefficienza della sola “filosofia della trasparenza” a correggere le asimmetrie informative e *mis-selling*
- Interesse del cliente tutelato lungo tutto il ciclo di vita del prodotto di investimento: dalla creazione fino alla vendita (cons. 71 MIFID II)
- Interessa tanto chi “fabbrica” il prodotto quanto chi lo distribuisce
- Si applica a tutti i prodotti e a tutela di qualsiasi investitore (*retail*, professionale, controparti qualificate) → Ripensare le attuali categorie (*retail*, professionale, etc.) (es USA: SEC *Accredited investor* con *opt-out*?)? Gestione individuale può accedere a strumenti PMI?
- Non sostituisce le regole applicabili ai singoli servizi di investimento (test di adeguatezza / appropriatezza)
- **Art. 21/2 bis e ter e art. 6/2 lett. b-bis n. 1 Tuf**



Product governance (ii)

1. Tutela dell'investitore: i prodotti devono essere da subito adeguati al profilo e ai bisogni del cliente
2. Governance dell'intermediario: CdA responsabile per definizione (e monitoraggio) di policy sulla creazione e distribuzione dei prodotti (art. 9 MIFID II)
 - Modelli di business coerenti con l'obiettivo di servire al meglio gli interessi dei clienti e la *risk tolerance* dell'intermediario
 - Monitoraggio nel tempo del prodotto, del *target market*, della strategia di distribuzione (art. 16 MIFID II)
3. Requisiti organizzativi intermediario (art. 16(3) MIFID II)
 - Procedure di approvazione del prodotto e di *product testing*
 - Adeguata competenza e preparazione dello staff

Sistema distributivo centrale in Italia

Product intervention

(Stabilito da art. 17 Reg. PRIIPs per i prodotti finanziario-assicurativi (rinvio): già recepito (art. 4-sexies Tuf))

- Potere direttamente stabilito da MiFIR (Art. 42) per:
 - Divieto o limitazione di vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati
 - Divieto o limitazione di altre pratiche o attività finanziarie
- Da allocare per MIFIR a livello nazionale (*7-bis Tuf*)
 - *Banca d'Italia* per *stabilità* sistema finanziario
 - *Consob* per *protezione investitori* e integrità dei *mercati finanziari*




Product intervention: condizioni

Product intervention attivabile se:



- Timori significativi in merito alla *protezione degli investitori* e
- Norme UE o *migliore vigilanza non consentirebbe* di fronteggiare il problema in modo più efficace

- Strumento *extrema ratio* (confronto con ESMA e altre autorità) ma presuppone monitoraggio continuo Consob e Banca d'Italia art. 39(3) MiFIR
- Non si presta a divieti generalizzati su plurime categorie di prodotti finanziari
- Product governance e disciplina di adeguatezza applicata a *self-placing* possono essere più efficaci

Il «self-placing» (i)

- Il «classamento» di prodotti propri da parte di banche e SIM è un servizio di investimento?
 - Prima della MiFID II, non c'era un risposta univoca in Europa: alcuni Stati ritenevano di no
 - In Italia, la legge risparmio (2005) ha chiarito (ante MiFID): regole sui servizi di investimento si applicano quando i clienti delle banche ne sottoscrivono i prodotti (25-bis Tuf)
 - MiFID II chiarisce che è così per tutta Europa: self-placing è servizio d'investimento (esecuzione ordini)
 - Autorizzazione «automatica» per evitare svantaggi competitivi (*art. 10 schema d.lgs.*) 
 - Serve ancora l'art. 25-bis Tuf?
- Sì! (Per due motivi)

Il «self-placing» (ii)

1. *25-bis Tuf*: introduzione stesse regole anche per *depositi strutturati*; conferma stesse regole per i prodotti finanziari emessi da banche, *diversi* dagli strumenti finanziari (per i quali art. 21) (*Goldplating* o ambito di applicazione diverso?) 
 2. *25-ter Tuf*: conferma stesse regole 25-bis anche in materia di realizzazione, offerta, consulenza relative ad alcuni *prodotti finanziario-assicurativi* 
- Verso il recepimento della IDD → cosa ci attende?

Prodotti finanziario-assicurativi (i)

Al momento, convivono nel Tuf due definizioni:

1. «**Prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione**» (art. 1/1 lett. w-bis Tuf):
 - Ramo vita III (unit linked e index linked)
 - Ramo vita V (operazioni di capitalizzazione)
2. «**Prodotto di investimento assicurativo**» (IBIP) (art. 1/1 lett. w-bis.3 Tuf):
 - Rami vita III e V
 - Ramo vita I di tipologia mista rivalutabile
 - Multiramo (combinano ramo I e III)

PRIIPs (Art. 1/1 w-bis.1)

PRIPs
(Art. 1/1 w-bis.2)

«Prodotti
finanziari emessi
da imprese di
assicurazione»
(Art. 1/1 w-bis)

IBIP
(Art. 1/1 w-bis.3)

Prodotti finanziario-assicurativi (IBIP) (ii)

- Regole di trasparenza (e relativa vigilanza) (4-sexies Tuf)
 - No approvazione preventiva

	Prospetto informativo	KID (da Reg. UE PRIIPs)
<ul style="list-style-type: none">• Ramo vita III• Ramo vita V	<ul style="list-style-type: none">• Consob solo per deposito (vigilanza <i>ex post</i>)	<ul style="list-style-type: none">• Consob per deposito doc• Consob per vigilanza <i>ex post</i> Banche, SIM, Poste, 107, imprese assicurazione• IVASS per vigilanza <i>ex post</i> intermediari assicurativi
<ul style="list-style-type: none">• Ramo vita I misto rivalutabile• Multiramo		

Prodotti finanziario-assicurativi (IBIP) (iii)

- Regole di condotta (e relativa vigilanza): *art. 25-ter Tuf*

	Regole MiFID	Estensione Tuf di regole MiFID (<i>goldplating?</i>)	IDD (e ddl LDE 2016)
<ul style="list-style-type: none"> • Ramo vita III • Ramo vita V 	✘	✓	✓
		<ul style="list-style-type: none"> • Consob per Banche, SIM, Poste, 107 Tub, imprese assicurazione • IVASS per intermediari assicurativi (broker, agenti) 	<ul style="list-style-type: none"> • Consob e IVASS in linea con art. 4-sexies Tuf (art. 4/1 lett. b LDE)
<ul style="list-style-type: none"> • Ramo vita misto rivalutabile • Multiramo 	✘	✘	✓
			<ul style="list-style-type: none"> • Consob e IVASS in linea con art. 4-sexies Tuf (art. 4/1 lett. b LDE)

Prodotti finanziario-assicurativi (IBIP) (iv)

- Product intervention (art. 4-sexies Tuf da Reg. UE PRIIPs)

	Tutela investitori e integrità di mercato	Stabilità sistemica
Banche, SIM, Poste, 107	Consob	IVASS
Imprese di assicurazione	Consob	
Broker, agenti e altri intermediari assicurativi	IVASS	

Considerazioni e proposte su IBIP

- Eliminare art. 1/1 lett. w-bis Tuf
- Nell'*art. 25-ter Tuf* sostituire «prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione» con «prodotti di investimento assicurativi»
- Assegnare a IVASS competenze su distribuzione diretta di IBIP da parte di imprese di assicurazione?
- Utilità prospetto (peraltro già non approvato da alcuna autorità) per prodotti finanziario-assicurativi?
- Medio-lungo termine: riorganizzazione autorità di regolamentazione e vigilanza EU (e nazionale?) (rinvio)

3.

Consulenza e consulenti finanziari

Consulenza finanziaria (i)

- evitare scelte di investimento individuali irrazionali
- colmare il basso livello di conoscenze finanziarie
- contraddizioni nel ricorso alla consulenza (studi Consob)
- MIFID II: possibilità per l'intermediario di prestare diversi tipi di consulenza
 - Novità: consulenza indipendente (cons. 73 e 74 MIFID II, *art. 24-bis Tuf*)
 - Non solo «prodotti della casa» ma ampia gamma di opportunità di investimento
 - Né onorari né commissioni: consulenza remunerata esclusivamente dal cliente

Consulenza finanziaria (ii)

- Miglioramenti sui due lati del servizio:

Lato consulente	Lato investitore
<ul style="list-style-type: none">• Qualifica idonea ed esperienza adeguata (Art. 25 c. 1 MIFID II) (prossima consultazione Consob)• Parametri più stringenti per <i>inducement</i> (art. 11 Dir. 2017/593)	<ul style="list-style-type: none">• Profilatura più ampia (es. tolleranza al rischio, art. 25 c. 2 MIFID II)• Informativa sul servizio reso e sul perché l'investimento è adeguato (art. 24 c. 4 e art. 25 c. 6 MIFID II)

- Enfasi sull'“attendibilità” delle informazioni raccolte (art. 54 c. 7, Reg. 2016/2398)
- *Targeting* cliente ma anche momento educativo (Consob, 2016)
- Necessaria informativa completa da parte del cliente (es. art. 30 c.3 Reg. Eltif)

Offerta fuori sede

Chi può operare direttamente presso il cliente?

1. «consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede»
(ex promotore finanziario, *Art. 1, 5-septies.3* e *art. 31 Tuf*)

- Dipendente, agente, (mono)mandatario di un intermediario, che è responsabile del suo operato e risponde solidalmente dei danni cagionati (art. 31 c. 3 TUF)
- Solo persona fisica
- Non necessariamente consulenza ma anche altri servizi di investimento (*art. 31 c. 2 Tuf*)



Offerta fuori sede: nuovi attori

2. Consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria potranno operare fuori sede (*art. 30-bis Tuf*)
- Operano in regime di esenzione da MiFID II ma con requisiti almeno analoghi a quelli validi per le imprese di investimento; Assicurazione professionale (già oggi prevista)
 - Limiti al tipo di attività esercitabile
 - Solo servizio di consulenza e no detenzione di fondi o titoli appartenenti ai clienti (18-bis Tuf)
 - Circoscritta ai valori mobiliari e alle quote di organismi di investimento collettivo (art. 3/1, lett. b MiFID II, e *art. 18-bis Tuf*)
 - Requisiti di professionalità e onorabilità, già stabiliti da decreto ministeriale sentita Consob, sostanzialmente analoghi a quelli previsti per i consulenti finanziari abilitati

Vigilanza sui consulenti finanziari

- Passaggio di competenze Consob → Organismo Unico di Vigilanza e Tenuta dell'Albo dei consulenti finanziari (OCF, *art. 31 Tuf*, Legge di stabilità 2016)
- Governance e poteri dell'Organismo
 - Coordinamento con d.lgs. anti riciclaggio. Attribuzione poteri
- Consob vigilerà su OCF (*art. 31-bis Tuf*)
- Vigilanza sull'offerta fuori sede: trovare punto di equilibrio tra lo stimolo della libera concorrenza e la tutela dell'investitore



4.

Il nuovo assetto dei mercati

MiFID II e mercati

Mercato regolam.

- Riservato a gestori di mercato
- Incrocio multilaterale non discrezionale

MTF

- Gestori di mercato e imprese di investimento
- Incrocio multilaterale non discrezionale

OTF

- Gestori di mercato e imprese di investimento
- Solo per obbligazioni e derivati
- Incrocio multilaterale anche discrezionale

Internalizz. sistematico

- Riservato a imprese di investimento
- Negoziazione conto proprio su base frequente e sistematica

Quale sarà il nuovo assetto dei mercati?

Il recepimento di MiFID II e l'entrata in vigore di MiFIR intensificheranno due forze:

- Centripeta: spinge ad accentrare ordini e prezzi
 - Obblighi di negoziazione su sedi di negoziazione o internalizzatori
 - Fornitori di servizi di comunicazione di dati (consolidamento)
- Centrifuga: spinge verso frammentazione
 - Intensificazione obblighi di trasparenza per ordini diretti a sedi di negoziazione incentiva OTC

Una disciplina asimmetrica

- L'intensità delle due forze non è però uguale per tutti i mercati
- Obblighi di negoziazione presso sedi di negoziazione o internalizzatori di strumenti negoziati presso sedi:
 - Si applicano ad azioni (23 MiFIR) e derivati (alcuni) (28 e 32 MiFIR)
 - Non si applicano alle obbligazioni
- Obblighi di trasparenza pre-trading (offerte acquisto/vendita) su strumenti finanziari negoziati presso sedi di negoziazione: azioni, obbligazioni, derivati (3, 8, 14 MiFIR)
 - Internalizzatori su obbligazioni: «a richiesta» (18 MiFIR)

Avremo mercati più (il-)liquidi?

- Gli effetti di queste nuove regole sono ancora incerti
- I timori maggiori riguardano i mercati obbligazionari (titoli di stato):
 - Obblighi pre-trade rendono i mercati più trasparenti, ma disincentivano invio di ordini a sedi di negoziazione (rivelano strategia di trading)
 - Manca per gli obbligazionari il bilanciamento dell'obbligo di inviare gli ordini presso sedi di negoziazione



Una questione di prospettiva?



- Perdita di liquidità di un singolo elemento (mercato regolamentato) o di una parte del sistema (più sedi), ma maggiore liquidità del sistema nel suo complesso?
- Concentrazione degli scambi vs concentrazione delle informazioni sugli scambi?

Servizi di comunicazione dati

- ***Servizi di comunicazione dati***: visione globale attività di negoziazione e prezzi di mercato su tutti i mercati finanziari dell'Unione (soggetta ad autorizzazione). Includono:
 1. ***Dispositivo di pubblicazione autorizzato (APA)***: soggetto che, per conto di imprese di investimento, pubblica i report delle operazioni concluse fuori dalle sedi di negoziazione (*otc*) su strumenti finanziari negoziati su sedi
 2. ***Sistema consolidato di pubblicazione (CTP)***: soggetto che raccoglie le informazioni sul trading dalle sedi di negoziazione e dagli APA e le consolida in un flusso elettronico di dati aggiornati in continuo
- APA, CTP (e ARM): creazione ex lege di nuove imprese
- Istituzione di un CTP mediante procedura di aggiudicazione pubblica se la «soluzione commerciale» non porta alla realizzazione di un consolidamento delle informazioni completo ed efficace
- Una scommessa difficile: un UE Market System come NMS in USA?

Uno sguardo a ciò che *non* cambia

Art. 62/3-bis Tuf (*art. 66 bis, co. 2*). La Consob determina con proprio regolamento:

- a) i criteri di trasparenza contabile e di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema dei controlli interni che le società controllate non-UE devono rispettare affinché le azioni della società controllante possano essere quotate in un mercato regol. italiano;
- b) le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate le azioni di società controllate soggette a direzione e coordinamento;
- c) i criteri di trasparenza e i limiti per l'ammissione alla quotazione sul mercato mobiliare italiano delle società finanziarie, il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni

→ *Goldplating?* O dir. 2001/34/CE?

5.

In vista della Brexit

Regime dei paesi terzi: opzioni UE

Sistema MiFID II/MiFIR su prestazione servizi di investimento da paesi terzi:

1. Per clienti professionali ex lege e controparti qualificate:
 - Regime interamente armonizzato (46 MiFIR) se la Commissione UE rilascia giudizio di equivalenza tra regime giuridico e di vigilanza del paese 3° e regime UE
 - Nessuna armonizzazione in assenza di giudizio di equivalenza UE (46(4) MiFIR)
2. Per clienti al dettaglio e professionali su richiesta: regime opzionale (39 MiFID II) → si può imporre succursale (Belgio, Francia, Spagna, Polonia e, *in fieri*, Olanda)

Regime dei paesi terzi: scelte del d.lgs.

Schema d.lgs. impone succursali (branch)

- Per clienti al dettaglio e professionali su richiesta (*art. 28/3*): cfr. casi (frequenti nella prassi) di offerte di servizi di trading (Forex; CfD) da paesi privi di accordi di vigilanza



- Per professionali ex lege e controparti qualificate: in mancanza di giudizio di equivalenza (*art. 28/6*) (delega?)



Trade-off: libera concorrenza (e riduzione di costi per gli investitori) vs. agevole esercizio della vigilanza.

Succursale necessaria per operazioni tra controparti qualificate?

Regime transitorio per chi opera oggi in libera prestazione? ³⁴



Brexit (i)

- Il trattamento di banche e imprese di investimento UK in Italia dipenderà dall'esito delle trattative che fanno seguito all'attivazione dell'Art. 50 TUE
 - Tuttavia, le norme MiFID II e MiFIR sono il regime di default da cui le negoziazioni prenderanno avvio (e che si applicherà in caso di «nessun accordo»)
 - Il giudizio di equivalenza ex art. 46 MiFIR è una variabile determinante per servizi (tipici UK) verso soggetti non retail
 - Anche in caso di giudizio di equivalenza:
 - UK sarebbe tenuto a rimanere allineato a regime UE (contraddizione con le stesse ragioni Brexit)
 - Il giudizio rimarrebbe revocabile da parte della Commissione UE: incertezza poco apprezzata dagli investitori
 - Creazione di una società controllata (subsidiary) in un paese UE e outsourcing in UK delle funzioni essenziali?
 - Mail box companies? Ma ...
- In vista della Brexit

...Brexit (ii)

- Per banche e imprese di investimento
 - Coincidenza sede legale e direzione generale (19/1 lett. c) Tuf)
 - Struttura di gruppo non complessa (19/1 lett. h) Tuf)
- Requisiti simili per gestori (34/1 lett. b) ed f) Tuf)
- Per mercati regolamentati, autorità nazionali devono autorizzare outsourcing di funzioni critiche essenziali (6/6 Reg. 584/2017)
- Presìdi (in)flessibili rimessi a valutazioni delle autorità nazionali ma opinion ESMA (31 maggio 2017) per approccio comune in materia

6.

Uno sguardo al futuro

Piano Strategico Consob

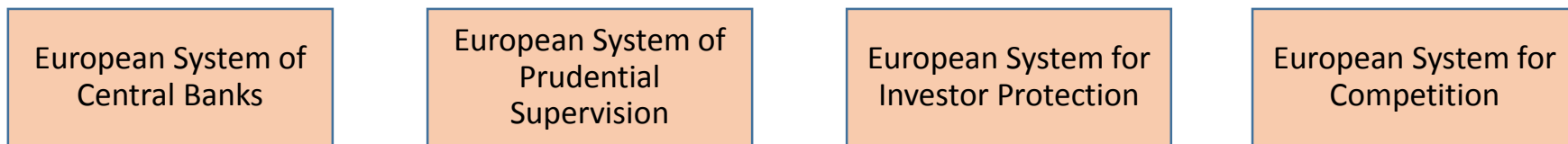
Macro trend:

- Integrazione *cross-border*: la *Capital Markets Union*
- La digitalizzazione del sistema finanziario

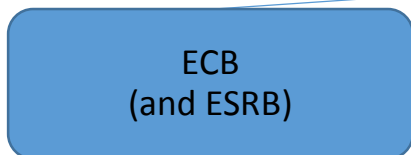
Obiettivi strategici

- Favorire la diversificazione del sistema finanziario nazionale per una crescita sostenibile del mercato dei capitali
- Tutelare gli investitori, promuovendo scelte di investimento consapevoli e riducendo il rischio di pratiche lesive
- Implementare un assetto organizzativo (della Consob) coerente con il mutevole contesto

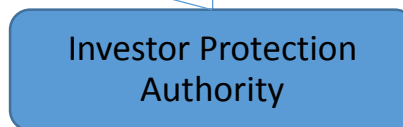
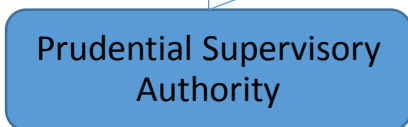
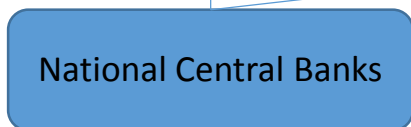
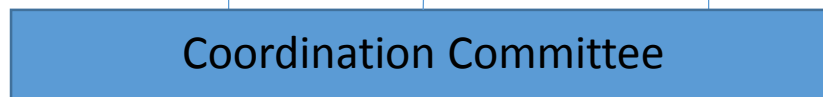
Vigilanza per finalità a due livelli?



Euro(pean) Level



National Level



7.

Conclusioni

Conclusioni

- Il disegno di d.lgs. è largamente condivisibile
 - Confermare allocazione poteri di product intervention tra Consob e Banca d'Italia
 - Confermare applicabilità regole servizi di investimento a classamento diretto
 - Confermare applicabilità regole servizi di investimento a prodotti finanziario-assicurativi, ma valutare estensione a tutti IBIP
 - Coordinamento con d.lgs. anti riciclaggio. Attribuzione poteri
 - Verifica su possibili *goldplating*
 - Confermare requisito succursale per banche e imprese d'investimento di paesi terzi in tutti i casi?