

SCHEMA DI DECRETO LEGISLATIVO RECANTE ATTUAZIONE DELLA DIRETTIVA (UE) 2021/338 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO DEL 16 FEBBRAIO 2021 CHE MODIFICA LA DIRETTIVA 2014/65/UE PER QUANTO RIGUARDA GLI OBBLIGHI DI INFORMAZIONE, LA GOVERNANCE DEL PRODOTTO E I LIMITI DI POSIZIONE E LE DIRETTIVE 2013/36/UE E (UE) 2019/878 PER QUANTO RIGUARDA LA LORO APPLICAZIONE ALLE IMPRESE DI INVESTIMENTO, PER SOSTENERE LA RIPRESA DALLA CRISI COVID-19

RELAZIONE ILLUSTRATIVA

Contesto e finalità della direttiva (UE) 2021/338

La direttiva (UE) 2021/338 fa parte del “*Pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali*”, un insieme di misure approvato a livello europeo per facilitare la ricapitalizzazione delle imprese dell'UE sui mercati finanziari a seguito della crisi COVID-19, il cui obiettivo generale è quello di rimuovere gli oneri burocratici non necessari, introducendo misure calibrate ritenute efficaci al fine di mitigare le difficoltà economiche degli intermediari.

In linea generale, talune modifiche introdotte dalla Direttiva in esame impattano su tutte le categorie di investitori (ad esempio l'eliminazione graduale delle informazioni cartacee), mentre la maggior parte delle novelle si concentra sulle attenuazioni a favore dei clienti professionali e delle controparti qualificate.

Nel dettaglio, la direttiva introduce le seguenti principali modifiche:

(i) prevede l'esenzione dai requisiti in materia di governance del prodotto, quando il servizio di investimento prestato riguarda obbligazioni che non hanno derivati incorporati diversi da una clausola *make-whole* o quando gli strumenti finanziari sono commercializzati o distribuiti esclusivamente a controparti qualificate;

(ii) semplifica notevolmente gli obblighi informativi prevedendo che: *a)* tutte le informazioni alla clientela siano fornite in formato elettronico, fatta salva espressa richiesta del cliente; *b)* per le transazioni in strumenti finanziari effettuate con mezzi di comunicazione a distanza, le informazioni su costi e oneri possano essere fornite dopo la conclusione dell'operazione (sempreché il cliente vi abbia acconsentito e gli sia stata data la possibilità di ritardare la chiusura dell'operazione al fine di ricevere preventivamente tali informazioni); *c)* per i clienti professionali: 1) le informazioni su costi e oneri siano dovute soltanto per la consulenza in materia di investimenti e gestione del portafoglio, 2) non sia dovuta l'informativa relativa ai costi e benefici degli *switch* di portafoglio, salva esplicita richiesta del cliente e 3) non siano dovute, salvo che il cliente ne faccia espressa richiesta, la relazione periodica sui servizi prestati e la relazione di adeguatezza; *d)* nelle operazioni di ricezione, trasmissione ed esecuzione ordini con controparti qualificate, le imprese di investimento hanno la possibilità di non sottostare agli obblighi di natura informativa, a quelli di valutazione di adeguatezza, a quelli di *best execution* e a quelli relativi alla gestione degli ordini;

(iii) sospende fino al 28 febbraio 2023 l'obbligo della comunicazione periodica al pubblico in relazione alla qualità dei servizi di esecuzione (*best execution*) forniti da sedi di negoziazione europee e altri sedi di esecuzione;

(iv) introduce misure volte a sostenere i derivati su merci.

Con riferimento agli articoli 2 e 3 e 4, paragrafo 3, della direttiva (UE) 2021/338 l'attuazione degli stessi non è più necessaria a seguito dell'adozione del decreto legislativo 8 novembre 2021, n. 182 (con cui si è data attuazione alla direttiva (UE) 2019/878 - c.d. CRD5) e del decreto legislativo 5 novembre 2021, n. 201 (con cui si è data attuazione alla direttiva (UE) 2019/2034 - c.d. IFD).



In particolare, si precisa che:

- nel 2019, il legislatore europeo aveva previsto una riforma della normativa prudenziale per banche e imprese di investimento (con la direttiva (UE) 2019/878 - CRD5) che avrebbe dovuto entrare in vigore prima dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (in modo da poter applicare la riforma anche in quella giurisdizione), quindi da recepire entro dicembre 2020;
- sempre nel 2019, tuttavia, il legislatore europeo aveva previsto, per le sole imprese di investimento, un trattamento più proporzionale e meno oneroso ai sensi della direttiva (UE) 2019/2034 - IFD, da recepire entro giugno 2021;
- ciò premesso, gli articoli 2, 3 e 4, paragrafo 3, della direttiva (UE) 2021/338 si limitano a rinviare di sei mesi il termine di recepimento della disciplina introdotta dalla CRD5 per quanto riguarda le sole imprese di investimento e segnatamente, un rinvio dal mese di dicembre 2020 (termine in cui avrebbe dovuto essere recepita la CRD5) al mese di giugno 2021 (termine in cui avrebbe dovuto essere recepita la IFD);
- gli articoli 2 e 3 della direttiva (UE) 2021/338 trovano, dunque, la loro ratio nella volontà di "evitare (per sei mesi, da dicembre 2020 a giugno 2021), un inutile onere amministrativo per gli Stati membri" (considerando 21 della direttiva (UE) 2021/338), nonché di dover applicare la normativa più onerosa prevista dalla CRD5 alle imprese di investimento, le quali da giugno 2021 avrebbero beneficiato di una normativa più proporzionale. Per tale motivo, la soluzione normativa europea aveva carattere retroattivo (articolo 4, paragrafo 3, della direttiva (UE) 2021/338, ai sensi del quale le modifiche previste si applicano retroattivamente dal dicembre 2020).

Termini per l'applicazione delle disposizioni contenute nella direttiva europea.

Il termine di recepimento della Direttiva in esame è decorso il 28 novembre 2021. La Commissione Europea, con nota n. 2022/0109 del 14 febbraio u.s., ha avviato una procedura di infrazione per mancato recepimento della direttiva, attualmente allo stadio di messa in mora *ex* articolo 258 TFUE.

Altresì, in data 15 febbraio u.s., è stata ricevuta una lettera del sottosegretario per gli Affari europei indirizzata al Sig. Ministro con la quale si richiede, ai fini di una completa informazione al Parlamento, la trasmissione alle Camere della relazione *ex* articolo 15, comma 2 della legge n. 234/2012 in cui siano illustrate le ragioni che hanno determinato l'inadempimento contestato con la suddetta procedura di infrazione

L'articolo 1, comma 1 della legge 4 agosto 2022, n. 127 (Legge di delegazione europea 2021) conferisce al Governo la delega per l'attuazione delle direttive di cui all'ALLEGATO A della legge citata, tra le quali è ricompresa, al numero 9), la direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021. Ai sensi del combinato disposto di cui all'articolo 1, comma 1, della legge n. 127/2022 e dell'articolo 31 della legge n. 234/2012, **entro il 10 dicembre 2022, il Governo è tenuto ad adottare il decreto legislativo attuativo della Direttiva in esame.**

Consultazioni svolte

Lo schema di decreto legislativo, contenente le modifiche da apportare al TUF in attuazione della direttiva in questione, è stato elaborato previo confronto a livello tecnico con i competenti uffici di Consob e sulla base di consultazioni informali con gli operatori del settore.

Si illustra, di seguito, il contenuto del presente schema di decreto legislativo.

Articolo 1: Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.



L'articolo 1, comma 1, apporta modifiche alla disciplina contenuta nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF).

Segnatamente, la **lettera a) del comma 1** modifica l'articolo 1 del TUF al fine di allineare l'impianto definitorio alle modifiche apportate all'articolo 4, paragrafo 1, di MiFID II dalla recepita direttiva.

Nello specifico, sono state introdotte le nuove definizioni di "*clausola make-whole*" [cfr. articolo 4, paragrafo 1, punto 44-*bis*), di MiFID II], "*gruppo prevalentemente commerciale*" [cfr. articolo 4, paragrafo 1, punto 65), di MiFID II] e "*formato elettronico*" [cfr. articolo 4, paragrafo 1, punto 62-*bis*), di MiFID II] ed è stata aggiornata la nozione di "*derivati su merci agricole*" in linea con l'articolo 4, paragrafo 1, punto 59), di MiFID II.

La **lettera b) del comma 1** apporta modifiche all'articolo 4-*terdecies*, comma 1, lettera l) del TUF. Tali novelle sono funzionali a recepire le modifiche apportate all'articolo 2, paragrafo 1, lettera j), di MiFID II, concernenti l'esenzione dall'applicazione della normativa europea per i soggetti che prestano attività di negoziazione avente ad oggetto derivati su *commodities* o quote di emissione o derivati sulle stesse in via accessoria rispetto alla principale.

In particolare, è stato eliminato l'obbligo per i predetti operatori di notificare formalmente all'Autorità competente (*id est*, la Consob), con cadenza annuale, se intendono accedere alla menzionata esenzione. La comunicazione dovrà essere effettuata solo a fronte di una specifica richiesta avanzata dall'Autorità, nell'ambito della quale andranno indicati i criteri a fondamento della valutazione circa la natura *ancillary* dell'attività negoziale in derivati su merci o quote di emissione o derivati sulle stesse, avuto riguardo ai criteri a tal fine definiti negli atti delegati della Commissione europea.

La **lettera c) del comma 1** modifica l'articolo 21 del TUF.

In particolare, con l'introduzione del nuovo comma 1-*quater*, in attuazione di quanto previsto dall'articolo 24, paragrafo 5-*bis* di MiFID II, viene sancito l'obbligo per gli intermediari di avvalersi di strumenti digitali ai fini delle interlocuzioni con la clientela, attraverso la sostituzione della documentazione cartacea con quella in formato elettronico. In linea con quanto previsto dalla normativa europea, resta ferma la possibilità per gli investitori al dettaglio di continuare a ricevere la prescritta informativa su supporto cartaceo previa richiesta in tal senso (c.d. *opt-in*). Sul punto, si rinvia anche a quanto previsto nell'ambito delle disposizioni transitorie e finali ove sono declinati gli adempimenti funzionali al passaggio all'informativa *paperless*.

Il nuovo comma 2-*quater* dell'articolo 21 del TUF, in considerazione della rimodulazione del perimetro applicativo delle regole di *product governance* sancita dall'articolo 16-*bis* di MiFID II, prevede la disapplicazione degli obblighi gravanti in capo a *manufacturer* e *distributor* qualora gli strumenti finanziari siano rivolti esclusivamente a controparti qualificate, nonché nei casi in cui i servizi di investimento abbiano ad oggetto *bond* con clausola *make-whole* privi di altri derivati incorporati.

Il nuovo comma 2-*quinqüies* dell'articolo 21 del TUF, in attuazione dell'articolo 24, paragrafo 9-*bis*, di MiFID II, introduce un regime *ad hoc* per le attività di ricerca riguardanti gli emittenti a bassa e media capitalizzazione, intervenendo sulle modalità di pagamento dei costi della ricerca (c.d. "*unbundling*"). Nel dettaglio, qualora la ricerca abbia ad oggetto emittenti la cui soglia di capitalizzazione non eccede 1 miliardo di euro in un periodo di 36 mesi antecedenti la fornitura della ricerca stessa, viene riconosciuta agli intermediari la possibilità di pagare congiuntamente il servizio di esecuzione reso dal *broker* e la ricerca finanziaria dal medesimo fornita, a condizione che: (i) il cliente sia stato informato di tale circostanza; (ii) tra l'intermediario e il *research provider* sia intervenuto un accordo da cui risulti identificabile la parte di costo imputabile alla ricerca.

Il nuovo comma 2-*sexies* dell'articolo 21 del TUF definisce la nozione di "*ricerca*", così come intesa ai fini del comma precedente.

In considerazione di quanto previsto dall'articolo 25-*bis* del TUF - che attraverso il richiamo, tra gli altri, all'articolo 21 del TUF estende le regole MiFID all'offerta e alla consulenza aventi ad oggetto depositi strutturati e prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari, emessi da banche - gli



interventi apportati alla disposizione in esame sono da considerarsi riferiti anche ai prodotti della specie.

Le **lettere d), e) ed f) del comma 1** apportano modifiche alla Parte III, Titolo I-bis, Capo II, Sezione V del TUF, in attuazione dei riformati articoli 57 e 58 di MIFID II.

In particolare, **la lettera d)** modifica l'articolo 68 del TUF intervenendo sul regime dei *position limits*, al fine di escludere dallo scope i mercati nascenti di derivati su *commodities*.

L'applicazione dei limiti di posizione viene pertanto limitata ai derivati su merci agricole e ai mercati ove sono negoziati i contratti critici o significativi, ossia i mercati con almeno 300.000 posizioni in media aperte nel corso di un anno (nuovo comma 1 dell'articolo 68 del TUF).

In ordine alle modifiche di cui al comma 2 dell'articolo 68 del TUF, esse sono funzionali a ridisegnare il perimetro applicativo della disciplina sui limiti di posizione. In particolare, in aggiunta all'attuale esenzione per l'attività di *hedging* per le controparti non finanziarie [cfr. la lettera a), comma 1, dell'articolo in esame] viene introdotta una specifica esenzione per l'attività di copertura svolta da controparti finanziarie, al fine di ricomprendere le ipotesi in cui, all'interno di un gruppo principalmente commerciale, un'entità è registrata come impresa di investimento e opera sul mercato finanziario per conto del gruppo [cfr. la lettera b), comma 1, dell'articolo in esame].

Inoltre, le controparti finanziarie e non finanziarie che operano per mantenere adeguati livelli di liquidità sul mercato (*market makers*) beneficeranno di una specifica esenzione rispetto alle posizioni risultanti da operazioni effettuate per ottemperare all'obbligo di sostegno alla liquidità (cfr. la lettera c), comma 1, dell'articolo in esame).

Una specifica esclusione dal regime dei *position limits* viene introdotta alla lettera d), comma 1 dell'articolo 68 del TUF con riferimento ai derivati cartolarizzati, come indicato anche al considerando 16 della direttiva (UE) 2021/338, ove si precisa che “*Directive 2014/65/EU is not applicable to securitised derivatives. Securitised derivatives should therefore be excluded from the application of position limits and reporting requirements*”.

In ragione dell'esclusione *ope legis* per i derivati cartolarizzati, il nuovo comma 2-bis dell'articolo 68 del TUF circoscrive la competenza della Consob a decidere sulle richieste presentate ai fini dell'esenzione per le attività di *hedging* e di sostegno alla liquidità.

In linea con le modifiche apportate a MIFID II, nei commi 4, 5 e 6 dell'articolo in esame il riferimento “*al medesimo strumento derivato su merci*” negoziato presso *trading venues* di diversi Stati membri è stato sostituito con il richiamo ai derivati su merci aventi “*lo stesso sottostante e le stesse caratteristiche*”.

Analoghi interventi sono stati apportati all'articolo 68-bis del TUF ad opera delle disposizioni di cui alla **lettera e), comma 1, articolo 1** del presente schema di decreto legislativo.

La **lettera f), comma 1**, modifica l'articolo 68-quater del TUF.

Segnatamente, il comma 2 dell'articolo in commento è stato emendato in linea con le modifiche apportate all'articolo 58, paragrafo 2, MiFID II. Al riguardo, si rileva che il testo inglese prevede che “*Member States shall ensure that investment firms trading in commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof outside a trading venue provide, on at least a daily basis, the central competent authority referred to in Article 57(6) or – where there is no central competent authority – the competent authority of the trading venue where the commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof are traded, with a complete breakdown of their positions taken in economically equivalent OTC contracts and, when relevant, in commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof traded on a trading venue, as well as of those of their clients and the clients of those clients until the end client is reached, in accordance with Article 26 of Regulation (EU) No 600/2014 and, where applicable, of Article 8 of Regulation (EU) No 1227/2011*”.

Rispetto alla traduzione italiana della direttiva, che non contiene l'esplicito riferimento alla circostanza che gli obblighi di *reporting* delle imprese di investimento riguardano i contratti negoziati su *trading venues* solo “*se rilevanti*”, la formulazione del comma 2 della disposizione in esame è stata



allineata al testo inglese. La menzionata specificazione consente, infatti, di evitare duplicazioni nell'invio dei dati inerenti ai contratti negoziati su *venues*, tenuto conto che questi ultimi formano già oggetto di reporting alle competenti Autorità da parte delle sedi di negoziazione in virtù di quanto previsto dall'articolo 68-*quater*, comma 1, TUF, in attuazione dell'articolo 58, paragrafo 1, di MiFID II.

In linea con quanto prescritto dalla direttiva (UE) 2021/338 che esclude i derivati cartolarizzati dagli obblighi di *position reporting*, il nuovo comma 2-*bis* dell'articolo 68-*quater* del TUF sancisce la non applicabilità dei commi 1 e 2 (concernenti, rispettivamente, il *reporting* dei contratti delle sedi di negoziazione e il *reporting* EEOTC) agli strumenti della specie.

I commi da 2 a 5 dell'articolo in commento contengono le disposizioni transitorie e finali.

In particolare, **i commi 2 e 4**, in attuazione di quanto previsto dall'articolo 24, paragrafo 5-*bis*, di MIFID II, introdotto dalla recepita direttiva, disciplinano gli adempimenti funzionali al passaggio all'informativa *paperless* che deve essere resa ai clienti al dettaglio in relazione alla prestazione dei servizi di investimento, salva la possibilità per questi ultimi di continuare ad usufruire del supporto cartaceo (c.d. *opt-in*). Segnatamente, nell'ottica di assicurare agli operatori maggiore certezza, anche sotto il profilo temporale, circa il quadro dei propri doveri e al contempo garantire uniformità di approccio a beneficio degli interessi degli investitori, si precisa che gli intermediari devono effettuare le prescritte comunicazioni a favore dei clienti *retail* in essere alla data di entrata in vigore della nuova disciplina alla prima occasione utile e comunque non oltre il termine di centoventi giorni dall'entrata in vigore del decreto.

Il comma 3 dell'articolo in commento precisa che gli operatori devono fornire ai clienti o potenziali clienti le informazioni di cui al comma 1-*quater*) dell'articolo 21 del TUF, di nuova introduzione, alla prima occasione utile e comunque non oltre il termine di centoventi giorni dall'entrata in vigore del decreto, per consentire agli operatori di effettuare le dovute implementazioni della contrattualistica con riferimento ai nuovi clienti.

Il comma 4 dell'articolo in commento prevede che il comma 2 non si applica con riferimento ai clienti al dettaglio in essere alla data dell'entrata in vigore delle disposizioni del presente articolo che già ricevono le informazioni richieste ai sensi della direttiva 2014/65/UE in formato elettronico.

Il comma 5 dell'articolo in commento, conformemente a quanto previsto dall'articolo 27, paragrafo 3, di MIFID II, prevede la sospensione temporanea (sino al 28 febbraio 2023) degli obblighi di *reporting* in materia di *best execution* e, in particolare, dell'obbligo per i gestori delle sedi di negoziazione e per gli internalizzatori sistematici di mettere a disposizione del pubblico, con frequenza almeno annuale e senza oneri, i dati relativi alla qualità dell'esecuzione delle operazioni, ivi inclusi i dati sul prezzo, i costi, la velocità e la probabilità dell'esecuzione per singoli strumenti finanziari.

Articolo 2: clausola di invarianza finanziaria

L'**articolo 2** reca la clausola di invarianza finanziaria, secondo la quale dall'attuazione della legge in esame non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica e le amministrazioni provvedono agli adempimenti previsti dalla presente legge con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente.



TAVOLA DELLE MODIFICHE ALLA MIFID II INTRODOTTE DALLA DIRETTIVA (UE) 2021/338 (*Capital Markets Recovery Package*)

TABELLA DI CONCORDANZA AI SENSI DELL'ART. 31, COMMA 2, DELLA L. 234/2012

DISPOSIZIONI DELLA MIFID II MODIFICATE DALL'ART. 1 DELLA DIRETTIVA (UE) 2021/338	TESTO DELLA MODIFICA	NORME DEL TUF (DLGS 58/1998) DA MODIFICARE O INSERIRE EX NOVO
<p>Art. 2 (Esenzioni)</p>	<p>a) al paragrafo 1, la lettera j) è sostituita dalla seguente: «j) alle persone: i) compresi i market maker, che negoziano per conto proprio derivati su merci o quote di emissioni o derivati dalle stesse, escluse quelle che negoziano per conto proprio eseguendo ordini di clienti; o ii) che prestano servizi di investimento diversi dalla negoziazione per conto proprio in derivati su merci o quote di emissioni o derivati dalle stesse ai clienti o ai fornitori della loro attività principale; purché: — per ciascuno di tali casi, considerati sia singolarmente che in forma aggregata, si tratti di un'attività accessoria alla loro attività principale considerata a livello di gruppo; — tali persone non siano parte di un gruppo la cui attività principale sia la prestazione di servizi di investimento ai sensi della presente direttiva, l'esercizio di qualsiasi attività di cui all'allegato I della direttiva 2013/36/UE o l'attività di market making in relazione ai derivati su merci; — tali persone non applichino una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza; e — tali persone comunichino, su richiesta, all'autorità competente i criteri in base ai quali hanno valutato che la loro attività di cui ai punti i) e ii) è accessoria alla loro attività principale.»;</p>	<p>L'articolo 1, comma 1, lettera b) dello schema di decreto apporta modifiche all'articolo 4-terdecies, comma 1, lettera l) del TUF.</p> <p>Tali emendamenti sono funzionali a recepire le modifiche apportate all'articolo 2, paragrafo 1, lettera j) di MiFID II, concernenti l'esenzione dall'applicazione della normativa europea per i soggetti che prestano attività di negoziazione avente ad oggetto derivati su commodities o quote di emissione o derivati sulle stesse in via accessoria rispetto alla principale.</p>

	<p>b) il paragrafo 4 è sostituito dal seguente:</p> <p>«4. Entro il 31 luglio 2021 la Commissione adotta un atto delegato conformemente all'articolo 89 per integrare la presente direttiva specificando, ai fini del paragrafo 1, lettera j), del presente articolo, i criteri per stabilire quando un'attività debba essere considerata accessoria all'attività principale a livello di gruppo.</p> <p>Tali criteri tengono conto degli elementi seguenti:</p> <p>a) se l'esposizione nozionale netta in essere in derivati su merci o quote di emissione o relativi derivati per il regolamento in contanti negoziati nell'Unione, esclusi i derivati su merci o quote di emissione o relativi derivati negoziati in una sede di negoziazione, sia inferiore a una soglia annuale di 3 miliardi di EUR;</p> <p>o b) se il capitale impiegato dal gruppo a cui la persona appartiene sia prevalentemente destinato all'attività principale del gruppo;</p> <p>o c) se la dimensione delle attività di cui al paragrafo 1, lettera j), superi o meno la dimensione totale delle altre attività di negoziazione a livello di gruppo.</p> <p>Le attività di cui al presente paragrafo sono considerate a livello di gruppo.</p> <p>Gli elementi di cui al secondo comma del presente paragrafo escludono:</p> <p>a) le operazioni infragruppo di cui all'articolo 3 del regolamento (UE) n. 648/2012 volte alla creazione di liquidità a livello di gruppo o alla gestione dei rischi;</p> <p>b) le operazioni in derivati su merci, quote di emissioni o relativi derivati di cui è oggettivamente possibile misurare la capacità di ridurre i rischi direttamente connessi all'attività commerciale o all'attività di finanziamento di tesoreria;</p> <p>c) le operazioni in derivati su merci, quote di emissione o relativi derivati realizzate per ottemperare all'obbligo di fornire liquidità a una sede di negoziazione, quando tale obbligo sia prescritto dalle autorità di regolamentazione in conformità del diritto dell'Unione o delle disposizioni</p>	<p>Il par. 4 non necessita di recepimento in quanto le disposizioni sono indirizzate alla Commissione europea.</p>
--	--	---

	legislative, regolamentari e amministrative nazionali o dalle sedi negoziazione.»	
Art. 4, par. 1, (Definizioni)	<p>a) è inserito il punto seguente: «8 bis) “cambiamento di strumenti finanziari”: vendita di uno strumento finanziario e acquisto di un altro strumento finanziario o esercizio del diritto di modificare uno strumento finanziario esistente;»;</p> <p>b) è inserito il punto seguente: «44 bis) “clausola make-whole”: una clausola intesa a tutelare l’investitore garantendo che, in caso di rimborso anticipato di un’obbligazione, l’emittente sia tenuto a versare all’investitore che detiene l’obbligazione un importo pari alla somma del valore attuale netto delle cedole residue fino alla scadenza e del valore nominale dell’obbligazione da rimborsare;»;</p> <p>c) il punto 59) è sostituito dal seguente: «59) “derivati su merci agricole”: i contratti derivati connessi a prodotti di cui all’articolo 1 e all’allegato I, parti da I a XX e XXIV/1 del regolamento (UE) n. 1308/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio (*), come pure ai prodotti di cui all’allegato I del regolamento (UE) n. 1379/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio.</p> <p>d) è inserito il punto seguente: «62 bis) “formato elettronico”: qualsiasi supporto durevole diverso dalla carta;»;</p> <p>e) è aggiunto il punto seguente: «65) “gruppo prevalentemente commerciale”: qualsiasi gruppo la cui attività principale non consista nella prestazione di servizi di investimento ai sensi della presente direttiva o nell’esercizio di una qualsiasi attività di cui</p>	<p>La definizione di cui al punto 8-bis troverà collocazione nell’ambito del Regolamento Intermediari della Consob in attuazione della delega regolamentare di cui all’art. 6, comma 2, lett. b), numero 1, del TUF.</p> <p>L’articolo 1, comma 1, lettera a) dello schema di decreto modifica l’articolo 1 del TUF al fine di allineare l’impianto definitorio alle modifiche apportate all’articolo 4, paragrafo 1, di MiFID II dalla recepita direttiva.</p> <p>Nello specifico, sono state introdotte le nuove definizioni di “<i>clausola make-whole</i>” [cfr. articolo 4, paragrafo 1, punto 44-bis), di MiFID II], “<i>gruppo prevalentemente commerciale</i>” [cfr. articolo 4, paragrafo 1, punto 65), di MiFID II] e “<i>formato elettronico</i>” [cfr. articolo 4, paragrafo 1, punto 62-bis), di MiFID II] ed è stata aggiornata la nozione di “<i>derivati su merci agricole</i>” in linea con l’articolo 4, paragrafo 1, punto 59), di MiFID II.</p>

	all'allegato I della direttiva 2013/36/EU o in attività di market making in relazione agli strumenti derivati su merci.»;	
Nuovo art. 16-bis (Esenzioni dai requisiti in materia di governance del prodotto)	<p>è inserito l'articolo seguente:</p> <p>«<i>Articolo 16 bis</i></p> <p><i>Esenzioni dai requisiti in materia di governance del prodotto</i></p> <p>Un'impresa di investimento è esentata dai requisiti di cui all'articolo 16, paragrafo 3, commi da secondo a quinto, e all'articolo 24, paragrafo 2, quando il servizio di investimento prestato riguarda obbligazioni che non hanno derivati incorporati diversi da una clausola make-whole o quando gli strumenti finanziari sono commercializzati o distribuiti esclusivamente a controparti qualificate.»;</p>	L'articolo 1, comma 1, lettera c), n. 2) dello schema di decreto modifica l'articolo 21 del TUF introducendo il nuovo comma 2- <i>quater</i> .
Art. 24 (Principi di carattere generale e informazione del cliente)	<p>a) al paragrafo 4 sono aggiunti i commi seguenti:</p> <p>«Se l'accordo di acquisto o vendita di uno strumento finanziario è concluso utilizzando un mezzo di comunicazione a distanza che impedisce la previa comunicazione delle informazioni sui costi e sugli oneri, l'impresa di investimento può fornire le informazioni sui costi e sugli oneri in formato elettronico o su carta, se richiesto da un cliente al dettaglio, senza ritardi ingiustificati, dopo la conclusione dell'operazione, a condizione che siano soddisfatte entrambe le condizioni seguenti:</p> <p>i) il cliente ha accettato di ricevere le informazioni senza indebito ritardo poco dopo la conclusione dell'operazione;</p> <p>ii) l'impresa di investimento ha concesso al cliente la possibilità di ritardare la conclusione dell'operazione fino a quando il cliente non abbia ricevuto le informazioni.</p> <p>Oltre ai requisiti di cui al terzo comma, l'impresa di investimento è tenuta a offrire al cliente la possibilità di ricevere le informazioni sui costi e sugli oneri per telefono prima della conclusione dell'operazione.»;</p> <p>b) è inserito il paragrafo seguente:</p>	Con riferimento al nuovo paragrafo 4, l'adeguamento della normativa nazionale avverrà in via secondaria con normativa regolamentare della Consob.

	<p>«5 bis. Le imprese di investimento forniscono tutte le informazioni richieste dalla presente direttiva ai clienti o potenziali clienti in formato elettronico, tranne nel caso in cui il cliente o potenziale cliente sia un cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio che ha chiesto di ricevere le informazioni su carta, nel qual caso tali informazioni sono fornite su carta, a titolo gratuito.</p> <p>Le imprese di investimento informano i clienti al dettaglio o i potenziali clienti al dettaglio che essi hanno la possibilità di ricevere le informazioni su carta.</p> <p>Le imprese di investimento informano i clienti al dettaglio esistenti che ricevono le informazioni richieste dalla presente direttiva su carta in merito al fatto che riceveranno tali informazioni in formato elettronico almeno otto settimane prima di inviare tali informazioni in formato elettronico. Le imprese di investimento informano tali clienti al dettaglio che essi hanno la possibilità di continuare a ricevere le informazioni su carta o di passare a ricevere le informazioni in formato elettronico. Le imprese di investimento informano inoltre i clienti al dettaglio esistenti che il passaggio al formato elettronico avverrà automaticamente se non chiedono il proseguimento della fornitura delle informazioni su carta entro il suddetto periodo di otto settimane. I clienti al dettaglio esistenti che ricevono già le informazioni richieste dalla presente direttiva in formato elettronico non devono essere informati.»;</p> <p>c) è inserito il paragrafo seguente:</p> <p>«9 bis. Gli Stati membri assicurano che la prestazione di servizi di ricerca da parte di terzi alle imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio o altri servizi di investimento o accessori ai clienti sia considerata adempiente in relazione agli obblighi di cui al paragrafo 1 qualora:</p> <p>a) prima della fornitura dei servizi di esecuzione o dei servizi di ricerca, l'impresa di investimento e il prestatore dei servizi di ricerca abbiano concluso un accordo che identifica la quota all'interno degli oneri combinati o dei pagamenti congiunti per servizi di esecuzione e di ricerca che è imputabile alla ricerca;</p>	<p>Con riferimento al nuovo paragrafo 5-bis cfr. l'articolo 1, comma 1, lettera c), n. 1) dello schema di decreto che modifica l'articolo 21 del TUF introducendo il nuovo comma 1-<i>quater</i> del TUF e le disposizioni transitorie e finali di cui all'articolo 1, commi 2, 3 e 4 dello schema di decreto.</p> <p>Con riferimento al nuovo paragrafo 9-bis cfr. l'articolo 1, comma 1, lettera c), n. 2) dello schema di decreto che modifica l'articolo 21 del TUF introducendo il nuovo comma 2-<i>quinqies</i> del TUF.</p>
--	--	---

	<p>b) l'impresa di investimento informa i propri clienti dei pagamenti congiunti per i servizi di esecuzione e i servizi di ricerca versati al soggetto terzo prestatore dei servizi di ricerca;</p> <p>e c) i servizi di ricerca per i quali sono effettuati gli oneri combinati o il pagamento congiunto riguardano emittenti la cui capitalizzazione di mercato non abbia superato 1 miliardo di EUR come espressa dalle quotazioni di fine anno per i 36 mesi precedenti la fornitura dei servizi di ricerca o dal capitale proprio per gli esercizi in cui non sono o non erano quotati.</p> <p>Ai fini del presente articolo, la ricerca è intesa come i servizi o i materiali di ricerca riguardanti uno o più strumenti finanziari o altri attivi, oppure gli emittenti o i potenziali emittenti di strumenti finanziari, o come i servizi o i materiali di ricerca strettamente correlati a un settore o a un mercato specifico in modo tale da delineare una base di valutazione degli strumenti, degli attivi o degli emittenti finanziari all'interno del settore o del mercato in questione.</p> <p>La ricerca comprende altresì i materiali o i servizi che raccomandano o propongono, esplicitamente o implicitamente, una strategia di investimento e formulano un parere motivato sul valore attuale o futuro o sul prezzo di attivi o strumenti finanziari, o altrimenti contengono analisi e informazioni originali e traggono conclusioni sulla base di informazioni nuove o esistenti che potrebbero essere impiegate per elaborare una strategia di investimento ed essere pertinenti e in grado di apportare valore aggiunto alle decisioni dell'impresa di investimento per conto dei clienti a cui tale ricerca è addebitata.»;</p>	
<p>Art. 25, par. 2, (Valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza e comunicazione ai clienti)</p>	<p>È aggiunto il comma seguente:</p> <p>«Quando prestano consulenza in materia di investimenti o gestione del portafoglio che comporta cambiamenti di strumenti finanziari, le imprese di investimento ottengono le informazioni necessarie in merito all'investimento del cliente e analizzano i costi e i benefici di tali cambiamenti di strumenti finanziari. Quando prestano servizi di consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimento comunicano al cliente se i benefici derivanti dai cambiamenti di strumenti finanziari sono superiori o inferiori ai relativi costi.»;</p>	<p>Normativa regolamentare della Consob.</p>

<p>Art. 27 (Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente)</p>	<p>Al par. 3, è aggiunto il comma seguente: «L'obbligo di comunicazione periodica al pubblico stabilito dal presente paragrafo non si applica fino al 28 febbraio 2023. La Commissione europea provvede al riesame globale dell'adeguatezza degli obblighi di comunicazione stabiliti dal presente paragrafo e presenta una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio entro il 28 febbraio 2022.»;</p> <p>Al par. 6, è aggiunto il seguente comma: «La Commissione europea provvede al riesame globale dell'adeguatezza degli obblighi di informazione periodica stabiliti dal presente paragrafo e presenta una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio entro il 28 febbraio 2022.»;</p>	<p>Con riferimento al paragrafo 3 cfr. le Disposizioni transitorie e finali di cui all'articolo 1, comma 5 dello schema di decreto.</p> <p>Il par. 6 non necessita di recepimento in quanto indirizzato alla Commissione europea</p>
<p>Nuovo art. 29-bis (Servizi forniti a clienti professionali)</p>	<p>è inserito l'articolo seguente: <i>«Articolo 29 bis</i> <i>Servizi forniti a clienti professionali</i></p> <p>1.I requisiti di cui all'articolo 24, paragrafo 4, lettera c), non si applicano ad altri servizi prestati a clienti professionali che non siano la consulenza in materia di investimenti e la gestione del portafoglio.</p> <p>2.I requisiti di cui all'articolo 25, paragrafo 2, terzo comma, e all'articolo 25, paragrafo 6, non si applicano ai servizi prestati a clienti professionali, a meno che tali clienti non comunichino all'impresa di investimento, in formato elettronico o su carta, che intendono beneficiare dei diritti previsti da tali disposizioni.</p> <p>3.Gli Stati membri garantiscono che le imprese di investimento tengano un registro delle comunicazioni dei clienti di cui al paragrafo 2.»;</p>	<p>Normativa regolamentare adottata dalla Consob.</p>
<p>Art. 30, par. 1, (Operazioni con controparti qualificate)</p>	<p>il primo comma è sostituito dal seguente: «1.Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento autorizzate ad eseguire ordini per conto dei clienti, e/o a negoziare per conto proprio e/o a ricevere e trasmettere ordini abbiano la possibilità di determinare o concludere operazioni con controparti qualificate senza essere obbligate a conformarsi all'articolo 24, ad eccezione del suo paragrafo 5 bis, all'articolo 25,</p>	<p>Normativa regolamentare adottata dalla Consob.</p>

	all'articolo 27 e all'articolo 28, paragrafo 1, per quanto riguarda tali operazioni o qualsiasi servizio accessorio ad esse direttamente connesso.»;	
Art. 57 (Limiti di posizione e controlli sulla gestione delle posizioni in strumenti derivati su merci)	<p>a) il paragrafo 1 è sostituito dal seguente:</p> <p>«1. Gli Stati membri si assicurano che le autorità competenti, conformemente alla metodologia di calcolo determinata dall'ESMA nelle norme tecniche di regolamentazione adottate a norma del paragrafo 3, stabiliscano e applichino limiti sull'entità di una posizione netta che può essere detenuta da una persona in qualsiasi momento in derivati su merci agricole e derivati critici o significativi su merci negoziati in sedi di negoziazione e in OTC economicamente equivalenti (EEOTC). I derivati su merci sono considerati critici o significativi quando la somma di tutte le posizioni nette dei detentori di posizioni finali costituisce le dimensioni delle loro posizioni aperte ed è pari a un minimo di 300 000 lotti in media su un periodo di un anno. I limiti sono stabiliti sulla base di tutte le posizioni detenute da una persona e di quelle detenute per suo conto a livello di gruppo aggregato allo scopo di:</p> <p>a) prevenire gli abusi di mercato;</p> <p>b) favorire condizioni ordinate di formazione dei prezzi e regolamento, anche prevenendo posizioni che producono distorsioni di mercato e garantendo, in particolare, la convergenza tra i prezzi degli strumenti derivati nel mese di consegna e i prezzi a pronti delle merci sottostanti, fatta salva la determinazione del prezzo sul mercato delle merci sottostanti.</p> <p>I limiti di posizione di cui al paragrafo 1 non si applicano:</p> <p>a) alle posizioni detenute da un'entità non finanziaria, o per conto della stessa, di cui è oggettivamente possibile misurare la capacità di ridurre i rischi direttamente legati all'attività commerciale di tale entità non finanziaria;</p> <p>b) alle posizioni detenute da un'entità finanziaria, o per conto della stessa, appartenente ad un gruppo prevalentemente commerciale che agisce per conto di un'entità non finanziaria del gruppo prevalentemente commerciale, quando è oggettivamente possibile misurare la capacità di tali posizioni di ridurre i rischi direttamente legati all'attività commerciale di tale entità non finanziaria;</p> <p>c) alle posizioni detenute da controparti finanziarie e non finanziarie che sono oggettivamente misurabili come derivanti da operazioni concluse per</p>	Articolo 1, comma 1, lettere d) ed e) dello schema di decreto che modificano gli articoli 68 e 68-bis del TUF, nonché attuazione in via secondaria tramite la normativa regolamentare adottata dalla Consob.

	<p>ottemperare all'obbligo di fornire liquidità a una sede di negoziazione ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 4, quarto comma, lettera c);</p> <p>d) altri valori mobiliari di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 44, lettera c), che si riferiscono ad una merce o a un sottostante di cui all'allegato I, sezione C., punto 10.</p> <p>L'ESMA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per stabilire una procedura in base alla quale le entità finanziarie che appartengono ad un gruppo prevalentemente commerciale possono chiedere un'esenzione per copertura delle posizioni da loro detenute di cui è oggettivamente possibile misurare la capacità di ridurre i rischi direttamente legati alle attività commerciali delle entità non finanziarie del gruppo.</p> <p>L'ESMA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per stabilire una procedura per la richiesta di un'esenzione per le posizioni risultanti da operazioni effettuate per ottemperare all'obbligo di fornire liquidità a una sede di negoziazione.</p> <p>L'ESMA presenta i progetti di norme tecniche di regolamentazione di cui al terzo e quarto comma alla Commissione entro il 28 novembre 2021.</p> <p>Alla Commissione è delegato il potere di integrare la presente direttiva adottando le norme tecniche di regolamentazione di cui al terzo e quarto comma del presente paragrafo conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1095/2010.»;</p> <p>b) i paragrafi 3 e 4 sono sostituiti dai seguenti:</p> <p>«3. L'ESMA elabora un elenco di derivati su merci critici o significativi di cui al paragrafo 1 ed elabora un progetto di norma tecnica di regolamentazione per determinare la metodologia di calcolo che le autorità competenti devono applicare nello stabilire i limiti di posizione nel mese di scadenza e i limiti di posizione negli altri mesi per i derivati su merci regolati fisicamente e in contanti, basandosi sulle caratteristiche del pertinente derivato in questione.</p> <p>Quando redige l'elenco dei derivati su merci critici o significativi di cui al paragrafo 1, l'ESMA tiene conto dei fattori seguenti:</p>	
--	---	--

	<p>a) il numero dei partecipanti al mercato;</p> <p>b) la merce sottostante al derivato in questione.</p> <p>Quando determina la metodologia di calcolo di cui al primo comma, l'ESMA tiene conto dei fattori seguenti:</p> <p>a) l'offerta consegnabile della merce sottostante;</p> <p>b) le posizioni aperte complessive nel derivato in oggetto e le posizioni aperte complessive in altri strumenti finanziari con la stessa merce sottostante;</p> <p>c) il numero e le dimensioni dei partecipanti al mercato;</p> <p>d) le caratteristiche del mercato della merce sottostante, inclusi gli schemi di produzione, consumo e trasporto verso il mercato;</p> <p>e) lo sviluppo di nuovi derivati su merci;</p> <p>f) l'esperienza acquisita relativa ai limiti di posizione dalle imprese di investimento o dai gestori del mercato che gestiscono una sede di negoziazione e da altre giurisdizioni.</p> <p>L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma entro il 28 novembre 2021.</p> <p>Alla Commissione è delegato il potere di integrare la presente direttiva adottando le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma del presente paragrafo conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1095/2010.</p> <p>4. Le autorità competenti fissano limiti di posizione per i derivati critici o significativi su merci e per derivati su merci agricole negoziati in sedi di negoziazione, sulla base della metodologia di calcolo stabilita nelle norme tecniche di regolamentazione adottate dalla Commissione conformemente al paragrafo 3. Tali limiti di posizione includono contratti EEOTC.</p> <p>Un'autorità competente riesamina i limiti di posizione di cui al primo comma ogni volta che interviene un cambiamento rilevante sul mercato, anche per quanto riguarda l'offerta consegnabile o le posizioni aperte, in base alla propria determinazione dell'offerta consegnabile e delle posizioni aperte, e ridefinisce tali limiti di posizione conformemente alla metodologia di calcolo</p>	
--	---	--

stabilita nelle norme tecniche di regolamentazione adottate dalla Commissione conformemente al paragrafo 3.»;

c) i paragrafi 6, 7 e 8 sono sostituiti dai seguenti:

«6. Qualora presso sedi di negoziazione di più di una giurisdizione siano negoziati quantitativi rilevanti di derivati su merci agricole aventi lo stesso sottostante e le stesse caratteristiche o qualora presso sedi di negoziazione di più di una giurisdizione derivati su merci critici o significativi aventi lo stesso sottostante e le stesse caratteristiche, l'autorità competente della sede in cui è negoziato il quantitativo più elevato (autorità competente centrale) stabilisce il limite di posizione unico da applicare a tutte le negoziazioni relative a tale derivato. L'autorità competente centrale consulta le autorità competenti di altre sedi di negoziazione in cui tali derivati su merci agricole sono negoziati in un ingente quantitativo o in cui sono negoziati derivati su merci critici o significativi, in merito al limite di posizione unico da applicare e all'eventuale riesame di tale limite.

Le autorità competenti che non sono d'accordo con la fissazione del limite di posizione unico da parte dell'autorità competente centrale espongono per iscritto le ragioni complete e dettagliate per le quali considerano non rispettati gli obblighi enunciati al paragrafo 1. L'ESMA dirime ogni eventuale controversia derivante da un disaccordo tra le autorità competenti in conformità dei propri poteri a norma dell'articolo 19 del regolamento (UE) n. 1095/2010.

Le autorità competenti delle sedi di negoziazione in cui sono negoziati derivati su merci agricole aventi lo stesso sottostante e le stesse caratteristiche in un ingente quantitativo, derivati su merci critici o significativi aventi lo stesso sottostante e le stesse caratteristiche e le autorità competenti dei possessori di posizioni in tali derivati predispongono accordi di cooperazione che prevedano anche lo scambio di dati pertinenti, al fine di verificare e far rispettare il limite di posizione unico.

	<p>7.L'ESMA verifica almeno una volta all'anno il modo in cui le autorità competenti hanno dato attuazione ai limiti di posizione stabiliti in base alla metodologia di calcolo determinata dall'ESMA in conformità del paragrafo 3. In tale contesto l'ESMA garantisce che ai derivati su merci agricole e ai contratti critici o significativi aventi lo stesso sottostante e le stesse caratteristiche si applichi effettivamente un limite di posizione unico, a prescindere dalla sede in cui sono negoziati, in conformità del paragrafo 6.</p> <p>8.Gli Stati membri si assicurano che un'impresa di investimento o un gestore del mercato che gestisce una sede di negoziazione che negozia derivati su merci applichi controlli sulla gestione delle posizioni, in particolare che la sede di negoziazione abbia la facoltà di:</p> <ul style="list-style-type: none">a) controllare le posizioni aperte delle persone;b) ottenere dalle persone informazioni, compresa tutta la documentazione pertinente, circa l'entità e la finalità di una posizione o esposizione assunta, informazioni sui titolari effettivi o sottostanti, eventuali misure concertate ed eventuali attività o passività collegate nel mercato sottostante, comprese, se del caso, le posizioni detenute in derivati su merci aventi lo stesso sottostante e le stesse caratteristiche in altre sedi di negoziazione e in contratti EEOTC tramite i membri e i partecipanti;c) imporre a una persona di chiudere o ridurre una posizione, in via temporanea o permanente, e di adottare unilateralmente misure per assicurare la chiusura o la riduzione della posizione nel caso in cui la persona non ottemperi;e d) esigere che una persona reimmetta temporaneamente liquidità nel mercato a un prezzo e un volume convenuti, con l'esplicito intento di lenire gli effetti di una posizione elevata o dominante. <p>L'ESMA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare il contenuto dei controlli sulla gestione delle posizioni, tenendo conto delle caratteristiche delle sedi di negoziazione interessate.</p> <p>L'ESMA presenta detti progetti di norme tecniche di regolamentazione alla Commissione entro il 28 novembre 2021.</p>	
--	--	--

	<p>Alla Commissione è delegato il potere di integrare la presente direttiva adottando le norme tecniche di regolamentazione di cui al secondo comma del presente paragrafo a norma degli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1093/2010.»;</p> <p>d) al paragrafo 12, la lettera d) è sostituita dalla seguente: «d) la definizione di ciò che costituisce un volume significativo ai sensi del paragrafo 6 del presente articolo;»;</p>	
<p>Art. 58 (Notifica dei titolari di posizioni in base alle categorie)</p>	<p>a) al paragrafo 1, è aggiunto il comma seguente: «La segnalazione della posizione non si applica agli altri valori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 44, lettera c), che si riferiscono ad una merce o a un sottostante di cui all'allegato I, sezione C.10.»;</p> <p>b) il paragrafo 2 è sostituito dal seguente: «2.Gli Stati membri garantiscono che le imprese di investimento che negoziano derivati su merci o quote di emissioni o relativi derivati al di fuori di una sede di negoziazione forniscano all'autorità competente centrale di cui all'articolo 57, paragrafo 6, o – qualora non esista un'autorità competente centrale – all'autorità competente della sede in cui i derivati su merci o quote di emissioni o relativi derivati sono negoziati, almeno su base giornaliera, una scomposizione completa delle loro posizioni assunte in contratti EEOTC, derivati su merci o quote di emissioni o relativi derivati negoziati in una sede di negoziazione, nonché di quelle dei loro clienti, e dei clienti di detti clienti, fino a raggiungere il cliente finale, ai sensi dell'articolo 26 del regolamento</p>	<p>Articolo 1, comma 1, lettera f) dello schema di decreto che modifica l'articolo 68-<i>quater</i> del TUF, nonché attuazione in via secondaria tramite la normativa regolamentare della Consob¹.</p>

¹ Relativamente al par. 2 dell'art. 58 di MiFID si osserva che il testo inglese sancisce che “*Member States shall ensure that investment firms trading in commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof outside a trading venue provide, on at least a daily basis, the central competent authority referred to in Article 57(6) or – where there is no central competent authority – the competent authority of the trading venue where the commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof are traded, with a complete breakdown of their positions taken in economically equivalent OTC contracts and, **when relevant**, in commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof traded on a trading venue, as well as of those of their clients and the clients of those clients until the end client is reached, in accordance with Article 26 of Regulation (EU) No 600/2014 and, where applicable, of Article 8 of Regulation (EU) No 1227/2011*”. Rispetto alla traduzione italiana della direttiva che non contiene l'esplicito riferimento alla circostanza che gli obblighi di *reporting* delle imprese di investimento riguardano i contratti negoziati su *trading venues* solo “se rilevanti”, la formulazione del comma 2 dell'art. 68-*quater* TUF è stata allineata al testo inglese.

	(UE) n. 600/2014 e, se del caso, dell'articolo 8 del regolamento (UE) n. 1227/2011.»;	
Art. 73	<p>il paragrafo 2 è sostituito dal seguente:</p> <p>«2. Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento, ai gestori del mercato, ai dispositivi di pubblicazione autorizzati e ai meccanismi di segnalazione autorizzati a norma del regolamento (UE) n. 600/2014 che beneficiano di una deroga a norma dell'articolo 2, paragrafo 3, di tale regolamento, agli enti creditizi in relazione ai servizi o alle attività di investimento e ai servizi accessori e alle succursali di imprese di paesi terzi, di disporre di procedure adeguate affinché i loro dipendenti possano segnalare le violazioni potenziali o effettive al loro interno attraverso un canale specifico, indipendente e autonomo.»;</p>	Le relative disposizioni sono contenute negli articoli 4-undecies e 4-duodecies del TUF che risultano essere già conformi
Art. 89	<p>i paragrafi da 2 a 5 sono sostituiti dai seguenti:</p> <p>«2. Il potere di adottare atti delegati di cui all'articolo 2, paragrafo 3, all'articolo 2, paragrafo 4, all'articolo 4, paragrafo 1, punto 2, secondo comma, all'articolo 4, paragrafo 2, all'articolo 13, paragrafo 1, all'articolo 16, paragrafo 12, all'articolo 23, paragrafo 4, all'articolo 24, paragrafo 13, all'articolo 25, paragrafo 8, all'articolo 27, paragrafo 9, all'articolo 28, paragrafo 3, all'articolo 30, paragrafo 5, all'articolo 31, paragrafo 4, all'articolo 32, paragrafo 4, all'articolo 33, paragrafo 8, all'articolo 52, paragrafo 4, all'articolo 54, paragrafo 4, all'articolo 58, paragrafo 6, all'articolo 64, paragrafo 7, all'articolo 65, paragrafo 7, e all'articolo 79, paragrafo 8, è conferito alla Commissione per un periodo indeterminato a decorrere dal 2 luglio 2014.</p> <p>3. La delega di potere di cui all'articolo 2, paragrafo 3, all'articolo 2, paragrafo 4, all'articolo 4, paragrafo 1, punto 2, secondo comma, all'articolo 4, paragrafo 2, all'articolo 13, paragrafo 1, all'articolo 16, paragrafo 12, all'articolo 23, paragrafo 4, all'articolo 24, paragrafo 13, all'articolo 25, paragrafo 8, all'articolo 27, paragrafo 9, all'articolo 28, paragrafo 3, all'articolo 30, paragrafo 5, all'articolo 31, paragrafo 4, all'articolo 32, paragrafo 4, all'articolo 33, paragrafo 8, all'articolo 52, paragrafo 4, all'articolo 54, paragrafo 4, all'articolo 58, paragrafo 6, all'articolo 64,</p>	La disposizione non necessita di recepimento in quanto indirizzata alla Commissione europea

	<p>paragrafo 7, all'articolo 65, paragrafo 7, e all'articolo 79, paragrafo 8 può essere revocata in qualsiasi momento dal Parlamento europeo o dal Consiglio. La decisione di revoca pone fine alla delega di potere ivi specificata. Gli effetti della decisione decorrono dal giorno successivo alla pubblicazione della decisione nella <i>Gazzetta ufficiale dell'Unione europea</i> o da una data successiva ivi specificata. Essa non pregiudica la validità degli atti delegati già in vigore.</p> <p>4. Non appena adotta un atto delegato, la Commissione ne dà contestualmente notifica al Parlamento europeo e al Consiglio.</p> <p>5. L'atto delegato adottato ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 3, dell'articolo 2, paragrafo 4, dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 2, secondo comma, dell'articolo 4, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 1, dell'articolo 16, paragrafo 12, dell'articolo 23, paragrafo 4, dell'articolo 24, paragrafo 13, dell'articolo 25, paragrafo 8, dell'articolo 27, paragrafo 9, dell'articolo 28, paragrafo 3, dell'articolo 30, paragrafo 5, dell'articolo 31, paragrafo 4, dell'articolo 32, paragrafo 4, dell'articolo 33, paragrafo 8, dell'articolo 52, paragrafo 4, dell'articolo 54, paragrafo 4, dell'articolo 58, paragrafo 6, dell'articolo 64, paragrafo 7, dell'articolo 65, paragrafo 7, o dell'articolo 79, paragrafo 8, entra in vigore solo se né il Parlamento europeo né il Consiglio hanno sollevato obiezioni entro il termine di tre mesi dalla data in cui esso è stato loro notificato, o se, prima della scadenza di tale termine, sia il Parlamento europeo che il Consiglio hanno informato la Commissione che non intendono sollevare obiezioni. Tale termine è prorogato di tre mesi su iniziativa del Parlamento europeo o del Consiglio.»;</p>	
<p>Art. 90</p>	<p>è inserito il paragrafo seguente:</p> <p>«1 <i>bis</i>. Entro il 31 dicembre 2021 la Commissione riesamina l'impatto dell'esenzione di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera j), per quanto riguarda le quote di emissioni o i relativi derivati e, se del caso, corredata tale riesame di una proposta legislativa volta a modificare tale esenzione. In tale contesto la Commissione valuta le negoziazioni di quote di emissioni e dei relativi derivati nell'Unione e nei paesi terzi, l'impatto dell'esenzione di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera j), sulla tutela degli investitori, l'integrità e la trasparenza dei mercati delle quote di emissioni e dei relativi derivati e</p>	<p>La disposizione non necessita di recepimento in quanto indirizzata alla Commissione europea</p>

	l'opportunità di adottare misure in relazione alla negoziazione che si svolge nelle sedi di paesi terzi.».	
Art. 5 (Riesame)	Entro il 31 luglio 2021, sulla base di una consultazione pubblica che deve essere condotta dalla Commissione, la Commissione riesamina, tra l'altro: a) il funzionamento della struttura dei mercati dei valori mobiliari, rispecchiando la nuova realtà economica dopo il 2020, le questioni relative ai dati e alla qualità dei dati connesse alla struttura del mercato e le norme in materia di trasparenza, incluse le questioni relative ai paesi terzi; b) le norme sulla ricerca; c) le norme su tutte le forme di pagamento ai consulenti e il loro livello di qualifica professionale; d) la governance del prodotto; e) la comunicazione delle perdite e f) la classificazione dei clienti. Se del caso, la Commissione presenta una proposta legislativa al Parlamento europeo e al Consiglio.	La disposizione non necessita di recepimento in quanto indirizzata alla Commissione europea

SCHEMA DI DECRETO LEGISLATIVO RECANTE ATTUAZIONE DELLA DIRETTIVA (UE) 2021/338 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO DEL 16 FEBBRAIO 2021 CHE MODIFICA LA DIRETTIVA 2014/65/UE PER QUANTO RIGUARDA GLI OBBLIGHI DI INFORMAZIONE, LA GOVERNANCE DEL PRODOTTO E I LIMITI DI POSIZIONE E LE DIRETTIVE 2013/36/UE E (UE) 2019/878 PER QUANTO RIGUARDA LA LORO APPLICAZIONE ALLE IMPRESE DI INVESTIMENTO, PER SOSTENERE LA RIPRESA DALLA CRISI COVID-19

RELAZIONE TECNICA

(Articolo 17, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196, e successive modificazioni)

Lo schema di decreto legislativo in esame consiste in un intervento necessario a garantire la corretta e completa attuazione della direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021 che modifica la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la governance del prodotto e i limiti di posizione e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/878 per quanto riguarda la loro applicazione alle imprese di investimento, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19.

L'articolo 1, comma 1, della legge 4 agosto 2022, n. 127 (Legge di delegazione europea 2021) conferisce al Governo la delega per l'attuazione delle direttive di cui all'ALLEGATO A della legge citata, tra le quali è ricompresa, al numero 9), la direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021. **Ai sensi del combinato disposto di cui all'articolo 1, comma 1, della legge n. 127/2022 e dell'articolo 31 della legge n. 234/2012**, entro il 10 dicembre 2022, il Governo è tenuto ad adottare il decreto legislativo attuativo della Direttiva in esame.

Il presente schema di decreto legislativo apporta le necessarie modifiche al Testo Unico in materia di intermediazione Finanziaria di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998 (TUF), derivanti dalle modifiche apportate alla disciplina vigente dal citato intervento normativo europeo. L'articolato è conforme ai principi e criteri direttivi generali che il Governo è tenuto a osservare secondo il disposto di cui agli articoli 31 e 32 della legge n. 234 del 2012.

Le disposizioni hanno natura ordinamentale e si rendono necessarie al fine di realizzare l'attuazione, l'adeguamento e il coordinamento della normativa nazionale alle disposizioni di cui alla direttiva (UE) 2021/338.

L'Autorità nazionale (*id est* la Consob) che, per effetto dei provvedimenti attuativi della delega, svolgerà le funzioni previste dal regolamento in esame procederà ad effettuare tali attività, nei confronti di soggetti già sottoposti alla loro vigilanza, tramite le dotazioni di cui dispone per l'assolvimento dei propri compiti istituzionali.

Pertanto, dalle disposizioni dell'articolato non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

Alla presente relazione tecnica non è pertanto allegato il prospetto riepilogativo degli effetti finanziari ai fini del saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato, del saldo di cassa delle amministrazioni pubbliche e dell'indebitamento netto del conto consolidato delle pubbliche amministrazioni.

Per le stesse motivazioni, non è indicato l'effetto che le disposizioni producono su precedenti autorizzazioni di spesa.



Si illustra, di seguito, il contenuto delle norme introdotte o modificate nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

Articolo 1: modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

L'**articolo 1, comma 1**, apporta modifiche alla disciplina contenuta nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF).

Segnatamente, la **lettera a) del comma 1** modifica l'articolo 1 del TUF al fine di allineare l'impianto definitorio alle modifiche apportate all'articolo 4, paragrafo 1, di MiFID II dalla recepita direttiva.

Nello specifico, sono state introdotte le nuove definizioni di "*clausola make-whole*" [cfr. articolo 4, paragrafo 1, punto 44-bis), di MiFID II], "*gruppo prevalentemente commerciale*" [cfr. articolo 4, paragrafo 1, punto 65), di MiFID II] e "*formato elettronico*" [cfr. articolo 4, paragrafo 1, punto 62-bis), di MiFID II] ed è stata aggiornata la nozione di "*derivati su merci agricole*" in linea con l'articolo 4, paragrafo 1, punto 59), di MiFID II.

La **lettera b) del comma 1** apporta modifiche all'articolo 4-*terdecies*, comma 1, lettera l) del TUF. Tali novelle sono funzionali a recepire le modifiche apportate all'articolo 2, paragrafo 1, lettera j), di MiFID II, concernenti l'esenzione dall'applicazione della normativa europea per i soggetti che prestano attività di negoziazione avente ad oggetto derivati su *commodities* o quote di emissione o derivati sulle stesse in via accessoria rispetto alla principale.

In particolare, è stato eliminato l'obbligo per i predetti operatori di notificare formalmente all'Autorità competente (id est, la Consob), con cadenza annuale, se intendono accedere alla menzionata esenzione. La comunicazione dovrà essere effettuata solo a fronte di una specifica richiesta avanzata dall'Autorità, nell'ambito della quale andranno indicati i criteri a fondamento della valutazione circa la natura *ancillary* dell'attività negoziale in derivati su merci o quote di emissione o derivati sulle stesse, avuto riguardo ai criteri a tal fine definiti negli atti delegati della Commissione europea.

La **lettera c) del comma 1** modifica l'articolo 21 del TUF.

In particolare, con l'introduzione del nuovo comma 1-*quater*, in attuazione di quanto previsto dall'articolo 24, paragrafo 5-*bis* di MiFID II, viene sancito l'obbligo per gli intermediari di avvalersi di strumenti digitali ai fini delle interlocuzioni con la clientela, attraverso la sostituzione della documentazione cartacea con quella in formato elettronico. In linea con quanto previsto dalla normativa europea, resta ferma la possibilità per gli investitori al dettaglio di continuare a ricevere la prescritta informativa su supporto cartaceo previa richiesta in tal senso (c.d. *opt-in*). Sul punto, si rinvia anche a quanto previsto nell'ambito delle disposizioni transitorie e finali ove sono declinati gli adempimenti funzionali al passaggio all'informativa *paperless*.

Il nuovo comma 2-*quater* dell'articolo 21 del TUF, in considerazione della rimodulazione del perimetro applicativo delle regole di *product governance* sancita dall'articolo 16-bis di MiFID II, prevede la disapplicazione degli obblighi gravanti in capo a *manufacturer* e *distributor* qualora gli strumenti finanziari siano rivolti esclusivamente a controparti qualificate, nonché nei casi in cui i servizi di investimento abbiano ad oggetto *bond* con clausola *make-whole* privi di altri derivati incorporati.

Il nuovo comma 2-*quinqüies* dell'articolo 21 del TUF, in attuazione dell'articolo 24, paragrafo 9-*bis*, di MiFID II, introduce un regime *ad hoc* per le attività di ricerca riguardanti gli emittenti a bassa e media capitalizzazione, intervenendo sulle modalità di pagamento dei costi della ricerca (cd. "*unbundling*"). Nel dettaglio, qualora la ricerca abbia ad oggetto emittenti la cui soglia di capitalizzazione non eccede 1 miliardo di euro in un periodo di 36 mesi antecedenti la fornitura della ricerca stessa, viene riconosciuta agli intermediari la possibilità di pagare congiuntamente il servizio di esecuzione reso dal *broker* e la ricerca finanziaria dal medesimo fornita, a condizione che: (i) il cliente sia stato informato di tale circostanza; (ii) tra l'intermediario e il *research provider* sia intervenuto un accordo da cui risulti identificabile la parte di costo imputabile alla ricerca.



Il nuovo comma 2-*sexies* dell'articolo 21 del TUF definisce la nozione di “ricerca”, così come intesa ai fini del comma precedente.

In considerazione di quanto previsto dall'articolo 25-*bis* del TUF - che attraverso il richiamo, tra gli altri, all'articolo 21 del TUF estende le regole MiFID all'offerta e alla consulenza aventi ad oggetto depositi strutturati e prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari, emessi da banche - gli interventi apportati alla disposizione in esame sono da considerarsi riferiti anche ai prodotti della specie.

Le **lettere d), e) ed f) del comma 1** apportano modifiche alla Parte III, Titolo I-*bis*, Capo II, Sezione V del TUF, in attuazione dei riformati articoli 57 e 58 di MIFID II.

In particolare, la **lettera d)** modifica l'articolo 68 del TUF intervenendo sul regime dei *position limits*, al fine di escludere dallo scope i mercati nascenti di derivati su *commodities*.

L'applicazione dei limiti di posizione viene pertanto limitata ai derivati su merci agricole e ai mercati ove sono negoziati i contratti critici o significativi, ossia i mercati con almeno 300.000 posizioni in media aperte nel corso di un anno (nuovo comma 1 dell'articolo 68 del TUF).

In ordine alle modifiche di cui al comma 2 dell'articolo 68 del TUF, esse sono funzionali a ridisegnare il perimetro applicativo della disciplina sui limiti di posizione. In particolare, in aggiunta all'attuale esenzione per l'attività di *hedging* per le controparti non finanziarie [cfr. la lettera a), comma 1, dell'articolo in esame] viene introdotta una specifica esenzione per l'attività di copertura svolta da controparti finanziarie, al fine di ricomprendere le ipotesi in cui, all'interno di un gruppo principalmente commerciale, un'entità è registrata come impresa di investimento e opera sul mercato finanziario per conto del gruppo [cfr. la lettera b), comma 1, dell'articolo in esame].

Inoltre, le controparti finanziarie e non finanziarie che operano per mantenere adeguati livelli di liquidità sul mercato (*market makers*) beneficeranno di una specifica esenzione rispetto alle posizioni risultanti da operazioni effettuate per ottemperare all'obbligo di sostegno alla liquidità [cfr. la lettera c), comma 1, dell'articolo in esame].

Una specifica esclusione dal regime dei *position limits* viene introdotta alla lettera d), comma 1 dell'articolo 68 del TUF con riferimento ai derivati cartolarizzati, come indicato anche al considerando 16 della direttiva (UE) 2021/338, ove si precisa che “*Directive 2014/65/EU is not applicable to securitised derivatives. Securitised derivatives should therefore be excluded from the application of position limits and reporting requirements*”.

In ragione dell'esclusione *ope legis* per i derivati cartolarizzati, il nuovo comma 2-*bis* dell'articolo 68 del TUF circoscrive la competenza della Consob a decidere sulle richieste presentate ai fini dell'esenzione per le attività di *hedging* e di sostegno alla liquidità.

In linea con le modifiche apportate a MIFID II, nei commi 4, 5 e 6 dell'articolo in esame il riferimento “*al medesimo strumento derivato su merci*” negoziato presso *trading venues* di diversi Stati membri è stato sostituito con il richiamo ai derivati su merci aventi “*lo stesso sottostante e le stesse caratteristiche*”.

Analoghi interventi sono stati apportati all'articolo 68-*bis* del TUF ad opera delle disposizioni di cui alla **lettera e), comma 1, articolo 1** del presente schema di decreto legislativo.

La **lettera f), comma 1**, modifica l'articolo 68-*quater* del TUF.

Segnatamente, il comma 2 dell'articolo in commento è stato emendato in linea con le modifiche apportate all'articolo 58, paragrafo 2, MiFID II. Al riguardo, si rileva che il testo inglese prevede che “*Member States shall ensure that investment firms trading in commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof outside a trading venue provide, on at least a daily basis, the central competent authority referred to in Article 57(6) or – where there is no central competent authority – the competent authority of the trading venue where the commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof are traded, with a complete breakdown of their positions taken in economically equivalent OTC contracts and, when relevant, in commodity derivatives or emission allowances or*



derivatives thereof traded on a trading venue, as well as of those of their clients and the clients of those clients until the end client is reached, in accordance with Article 26 of Regulation (EU) No 600/2014 and, where applicable, of Article 8 of Regulation (EU) No 1227/2011”.

Rispetto alla traduzione italiana della direttiva, che non contiene l'esplicito riferimento alla circostanza che gli obblighi di reporting delle imprese di investimento riguardano i contratti negoziati su *trading venues* solo “*se rilevanti*”, la formulazione del comma 2 della disposizione in esame è stata allineata al testo inglese. La menzionata specificazione consente, infatti, di evitare duplicazioni nell'invio dei dati inerenti ai contratti negoziati su *venues*, tenuto conto che questi ultimi formano già oggetto di reporting alle competenti Autorità da parte delle sedi di negoziazione in virtù di quanto previsto dall'articolo 68-*quater*, comma 1, TUF, in attuazione dell'articolo 58, paragrafo 1, di MiFID II.

In linea con quanto prescritto dalla direttiva (UE) 2021/338 che esclude i derivati cartolarizzati dagli obblighi di *position reporting*, il nuovo comma 2-bis dell'articolo 68-*quater* del TUF sancisce la non applicabilità dei commi 1 e 2 (concernenti, rispettivamente, il *reporting* dei contratti delle sedi di negoziazione e il *reporting* EEOTC) agli strumenti della specie.

I commi da 2 a 5 dell'articolo in commento contengono le disposizioni transitorie e finali.

In particolare, i **commi 2 e 4**, in attuazione di quanto previsto dall'articolo 24, paragrafo 5-bis, di MIFID II, introdotto dalla recepita direttiva, disciplinano gli adempimenti funzionali al passaggio all'informativa *paperless* che deve essere resa ai clienti al dettaglio in relazione alla prestazione dei servizi di investimento, salva la possibilità per questi ultimi di continuare ad usufruire del supporto cartaceo (c.d. *opt-in*). Segnatamente, nell'ottica di assicurare agli operatori maggiore certezza, anche sotto il profilo temporale, circa il quadro dei propri doveri e al contempo garantire uniformità di approccio a beneficio degli interessi degli investitori, si precisa che gli intermediari devono effettuare le prescritte comunicazioni a favore dei clienti *retail* in essere alla data di entrata in vigore della nuova disciplina alla prima occasione utile e comunque non oltre il termine di centoventi giorni dall'entrata in vigore del decreto.

Il **comma 3 dell'articolo in commento** precisa che gli operatori devono fornire ai clienti o potenziali clienti le informazioni di cui al comma 1-*quater*) dell'articolo 21 del TUF, di nuova introduzione, alla prima occasione utile e comunque non oltre il termine di centoventi giorni dall'entrata in vigore del decreto, per consentire agli operatori di effettuare le dovute implementazioni della contrattualistica con riferimento ai nuovi clienti.

Il **comma 4 dell'articolo in commento** prevede che il comma 2 non si applica con riferimento ai clienti al dettaglio in essere alla data dell'entrata in vigore delle disposizioni del presente articolo che già ricevono le informazioni richieste ai sensi della direttiva 2014/65/UE in formato elettronico.

Il **comma 5 dell'articolo in commento**, conformemente a quanto previsto dall'articolo 27, paragrafo 3, di MIFID II, prevede la sospensione temporanea (sino al 28 febbraio 2023) degli obblighi di *reporting* in materia di *best execution* e, in particolare, dell'obbligo per i gestori delle sedi di negoziazione e per gli internalizzatori sistematici di mettere a disposizione del pubblico, con frequenza almeno annuale e senza oneri, i dati relativi alla qualità dell'esecuzione delle operazioni, ivi inclusi i dati sul prezzo, i costi, la velocità e la probabilità dell'esecuzione per singoli strumenti finanziari.

Le disposizioni si rendono necessarie al fine di realizzare l'adeguamento ed il coordinamento della normativa nazionale alle disposizioni di cui al regolamento (UE) 2020/1503. Da esse non derivano nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. L'Autorità nazionale (id est la Consob) che, per effetto dei provvedimenti attuativi della delega, svolgerà le funzioni previste dal regolamento in esame procederà ad effettuare tali attività, nei confronti di soggetti già sottoposti alla loro vigilanza, tramite le dotazioni di cui dispone per l'assolvimento dei propri compiti istituzionali.



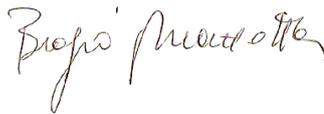
Articolo 2: clausola di invarianza finanziaria

L'articolo 2, in attuazione del criterio di delega di cui all'articolo 5, comma 2, delle legge di delegazione, reca la clausola di invarianza finanziaria, secondo la quale dall'attuazione della legge in esame non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. Le Autorità di vigilanza interessata (la Consob) già svolge, a legislazione vigente, funzioni di vigilanza, di indagine e sanzionatorie nei confronti dei soggetti rientranti nell'ambito di applicazione del regolamento in esame.

Le disposizioni si rendono necessarie al fine di realizzare l'attuazione della direttiva (UE) 2021/338. Da esse non derivano nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. L'Autorità nazionale (id est la Consob) che, per effetto dei provvedimenti attuativi della delega, svolgerà le funzioni previste dal regolamento in esame procederà ad effettuare tali attività, nei confronti di soggetti già sottoposti alla loro vigilanza, tramite le dotazioni di cui dispone per l'assolvimento dei propri compiti istituzionali.

La verifica della presente relazione tecnica, effettuata ai sensi dell'art. 17 comma 3, della Legge 31 dicembre 2009, n. 196 ha avuto esito **positivo** negativo

09/12/2022 Il Ragioniere Generale dello Stato
Firmato digitalmente *Biagio Mazzotta*



ANALISI TECNICO-NORMATIVA

Titolo: Schema di decreto legislativo, recante “Attuazione della direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021 che modifica la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la *governance* del prodotto e i limiti di posizione e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/878 per quanto riguarda la loro applicazione alle imprese di investimento, per sostenere la ripresa dalla crisi covid-19”.

Amministrazione competente: Ministero dell’economia e delle finanze.

Referente: Ufficio legislativo economia.

PARTE I. ASPETTI TECNICO-NORMATIVI DI DIRITTO INTERNO

1) *Obiettivi e necessità dell’intervento normativo. Coerenza con il programma di governo.*

Il presente schema di decreto legislativo è volto all’attuazione della direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021 che modifica la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la *governance* del prodotto e i limiti di posizione.

La direttiva (UE) 2021/338 fa parte del “*Pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali*”, un insieme di misure approvato a livello europeo per facilitare la ricapitalizzazione delle imprese dell’UE sui mercati finanziari a seguito della crisi COVID-19, il cui obiettivo generale è quello di rimuovere gli oneri burocratici non necessari, introducendo misure calibrate ritenute efficaci al fine di mitigare le difficoltà economiche degli intermediari. Dunque, le disposizioni comunitarie recano delle semplificazioni di cui gli operatori nazionali non possono attualmente fruire, con conseguente svantaggi competitivi rispetto a quelli di altri Stati ove la direttiva risulta già essere stata recepita. Di qui l’urgenza di procedere quanto prima all’attuazione delle Direttiva in questione.

Le suddette finalità sono pienamente coerenti con il programma di Governo finalizzato a rilanciare l’economia dopo la pandemia di COVID-19.

2) *Analisi del quadro normativo nazionale.*

Nell’ordinamento interno, la disciplina in materia è contenuta, in normativa primaria, nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e, in normativa secondaria, nel Regolamento n. 20307 del 15 febbraio 2018, concernente la disciplina degli intermediari (“Regolamento Intermediari”).

3) *Incidenza delle norme proposte sulle leggi e i regolamenti vigenti.*

Al fine di adeguare l’ordinamento nazionale a quanto previsto dalla direttiva (UE) 2021/338, con il presente intervento normativo vengono modificati gli articoli 1, 4-*terdecies*, comma 1, lettera l), 21, 68, 68-*bis*, 68-*quater* del TUF.

Ulteriori interventi saranno possibili in normativa secondaria da parte delle Autorità di vigilanza competenti per aggiornare o abrogare quelle norme regolamentari ora attratte dalla disciplina europea.

4) *Analisi della compatibilità dell’intervento con i principi costituzionali.*

Non si rilevano profili di incompatibilità con i principi costituzionali.

5) *Analisi delle compatibilità dell’intervento con le competenze e le funzioni delle regioni ordinarie e a statuto speciale nonché degli enti locali.*

Non si rilevano profili di incompatibilità con le competenze e le funzioni delle regioni ordinarie e a statuto speciale nonché degli enti locali in quanto, ai sensi dell'articolo 117, secondo comma, lettera e), della Costituzione, lo Stato ha legislazione esclusiva in materia di tutela del risparmio e mercati finanziari, e tutela della concorrenza.

6) *Verifica della compatibilità con i principi di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza sanciti dall'articolo 118, primo comma, della Costituzione.*

Non si rilevano profili di incompatibilità con i principi di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza sanciti dall'articolo 118, primo comma, della Costituzione.

7) *Verifica dell'assenza di rilegificazioni e della piena utilizzazione delle possibilità di delegificazione e degli strumenti di semplificazione normativa.*

Non sono previste rilegificazioni di norme delegificate con il presente intervento normativo.

8) *Verifica dell'esistenza di progetti di legge vertenti su materia analoga all'esame del Parlamento e relativo stato dell'iter.*

Non sussistono progetti di legge vertenti su materia analoga all'esame del Parlamento.

9) *Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi di costituzionalità sul medesimo o analogo oggetto.*

Non risultano indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza e non sono pendenti giudizi di costituzionalità sul medesimo o analogo oggetto.

PARTE II. CONTESTO NORMATIVO COMUNITARIO E INTERNAZIONALE

10) *Analisi della compatibilità dell'intervento con l'ordinamento comunitario.*

La direttiva (UE) 2021/338 fa parte del “*Pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali*”, un insieme di misure approvato a livello europeo per facilitare la ricapitalizzazione delle imprese dell'UE sui mercati finanziari a seguito della crisi COVID-19, il cui obiettivo generale è quello di rimuovere gli oneri burocratici non necessari, introducendo misure calibrate ritenute efficaci al fine di mitigare le difficoltà economiche degli intermediari.

Altresì, il fine ultimo della normativa comunitaria è quello di integrare gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali per diversificare le fonti di finanziamento basate sul mercato per le imprese europee e ad agevolare gli investimenti transfrontalieri. Tale finalità coincide dunque con gli obiettivi prioritari del progetto sulla *Capital Market Union* ed è coerente con il programma di Governo, la cui azione è tesa a favorire ed incrementare forme di finanziamento di mercato e di canalizzazione degli investimenti a favore dell'economia reale e delle imprese.

Ne consegue che il presente intervento normativo risulta pienamente compatibile con l'ordinamento comunitario, in quanto volto a dare attuazione alla predetta Direttiva.

11) *Verifica dell'esistenza di procedure di infrazione da parte della Commissione Europea sul medesimo o analogo oggetto.*

In relazione alla Direttiva in questione è stata avviata una procedura d'infrazione da parte della Commissione europea, con nota n. 2022/0109 del 14 febbraio u.s.. Altresì, in data 15 febbraio u.s., è

stata ricevuta una lettera del sottosegretario per gli Affari europei indirizzata al Sig. Ministro in cui viene richiesta, ai fini di una completa informazione al Parlamento, la trasmissione alle Camere della relazione *ex* articolo 15, comma 2 della legge n. 234/2012 in cui vengono illustrate le ragioni che hanno determinato l'inadempimento contestato con la suddetta procedura di infrazione.

12) *Analisi della compatibilità dell'intervento con gli obblighi internazionali.*

Il provvedimento legislativo in esame non presenta profili di incompatibilità con gli obblighi internazionali.

13) *Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte di Giustizia delle Comunità Europee sul medesimo o analogo oggetto.*

Non risultano indicazioni sulle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte di Giustizia delle Comunità Europee sul medesimo o analogo oggetto.

14) *Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte Europea dei Diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto.*

Non risultano pendenti giudizi dinanzi alla Corte europea dei diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto.

15) *Eventuali indicazioni sulle linee prevalenti della regolamentazione sul medesimo oggetto da parte di altri Stati membri dell'Unione Europea.*

Non risultano indicazioni sulle linee prevalenti della regolamentazione sul medesimo oggetto da parte di altri Stati membri dell'Unione Europea.

PARTE III. ELEMENTI DI QUALITA' SISTEMATICA E REDAZIONALE DEL TESTO

1) *Individuazione delle nuove definizioni normative introdotte dal testo, della loro necessità, della coerenza con quelle già in uso.*

Con il presente decreto legislativo vengono introdotte nuove definizioni normative, in particolare all'articolo 1, comma *1-bis.1.* (definizione di "*clausola make-whole*"), comma *6-quinquiesdecies* (definizione di "*derivati su merci agricole*"), comma *6-quinquiesdecies.1.* (definizione di "*gruppo prevalentemente commerciale*"), comma *6-noviesdecies.* (definizione di "*formato elettronico*") del TUF.

2) *Verifica della correttezza dei riferimenti normativi contenuti nel progetto, con particolare riguardo alle successive modificazioni ed integrazioni subite dai medesimi.*

I riferimenti normativi contenuti nel provvedimento in esame sono corretti.

3) *Ricorso alla tecnica della novella legislativa per introdurre modificazioni ed integrazioni a disposizioni vigenti.*

Le norme richiamate sono state modificate facendo ricorso alla tecnica della novella legislativa.

4) *Individuazione di effetti abrogativi impliciti di disposizioni dell'atto normativo e loro traduzione in norme abrogative espresse nel testo normativo.*

L'articolato in esame non contiene disposizioni abrogative.

5) *Individuazione di disposizioni dell'atto normativo aventi effetto retroattivo o di reviviscenza di norme precedentemente abrogate o di interpretazione autentica o derogatorie rispetto alla normativa vigente.*

Il provvedimento in esame non contiene disposizioni aventi effetto di reviviscenza di norme precedentemente abrogate o di interpretazione autentica o derogatorie rispetto alla normativa vigente.

6) *Verifica della presenza di deleghe aperte sul medesimo oggetto, anche a carattere integrativo o correttivo.*

L'unica delega aperta è quella contenuta nell'articolo 1, comma 1, ALLEGATO A, della legge 4 agosto 2022, n. 127 - Legge di delegazione europea 2021 – contenente l'elenco di quegli atti dell'Unione europea per il cui recepimento non occorrono criteri di delega specifici ed ulteriori rispetto a quelli previsti dall'articolo 32 della legge 24 dicembre 2012, n. 234.

Non vi sono ulteriori deleghe aperte sul medesimo oggetto.

7) *Indicazione degli eventuali atti successivi attuativi; verifica della congruenza dei termini previsti per la loro adozione.*

Successivamente alla revisione della normativa primaria contenuta nel TUF, saranno possibili interventi in normativa secondaria da parte delle Autorità di vigilanza.

8) *Verifica della piena utilizzazione e dell'aggiornamento di dati e di riferimenti statistici attinenti alla materia oggetto del provvedimento, ovvero indicazione della necessità di commissionare all'Istituto nazionale di statistica apposite elaborazioni statistiche con correlata indicazione nella relazione economico-finanziaria della sostenibilità dei relativi costi.*

Sono stati utilizzati dati informativi raccolti ed elaborati dalle Autorità di vigilanza.

RELAZIONE AIR

(Ai sensi dell'Allegato 2 della direttiva del PCM del 16 febbraio 2018)

Provvedimento: schema di decreto legislativo recante “Attuazione della direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021, che modifica la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la *governance* del prodotto e i limiti di posizione, e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/878 per quanto riguarda la loro applicazione alle imprese di investimento, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19”.

Amministrazione competente: Ministero dell'economia e delle finanze

Ufficio competente: Dipartimento del Tesoro – Direzione V – Ufficio III

Referente AIR: Ufficio legislativo economia.

SINTESI DELL'AIR E PRINCIPALI CONCLUSIONI

Il presente schema di decreto legislativo è volto all'adeguamento della normativa nazionale alla direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021 che modifica la direttiva 2014/65/UE (di seguito anche MiFID II) per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la *governance* del prodotto e i limiti di posizione.

L'articolo 1, comma 1 della legge 4 agosto 2022, n. 127 (Legge di delegazione europea 2021) conferisce al Governo la delega per l'attuazione delle direttive di cui all'ALLEGATO A della legge citata, tra le quali la direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021 di cui al numero 9) del predetto ALLEGATO A. Entro il 10 dicembre 2022 Governo è tenuto ad adottare il decreto legislativo attuativo della Direttiva in esame.

La direttiva (UE) 2021/338 fa parte del “*Pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali*”, un insieme di misure approvato a livello europeo per facilitare la ricapitalizzazione delle imprese dell'UE sui mercati finanziari a seguito della crisi COVID-19, il cui obiettivo generale è quello di rimuovere gli oneri burocratici non necessari, introducendo misure calibrate ritenute efficaci al fine di mitigare le difficoltà economiche degli intermediari.

Dunque, le disposizioni comunitarie recano delle semplificazioni di cui gli operatori nazionali non possono attualmente fruire, con conseguente svantaggi competitivi rispetto a quelli di altri Stati ove la direttiva risulta già essere stata recepita. Di qui l'urgenza di provvedere quanto prima all'attuazione della direttiva in esame.

1. CONTESTO E PROBLEMI DA AFFRONTARE

Come premesso, l'intervento comunitario in esame va inquadrato nel più ampio contesto del piano d'azione europeo volto al superamento degli effetti negativi verificatisi sui mercati finanziari a seguito della crisi COVID-19, noto come il “*Pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali*”, quale insieme di misure adottate per facilitare la ricapitalizzazione delle imprese dell'UE.

Invero, gli Stati membri dell'UE sono stati gravemente colpiti dalla crisi economica provocata dalla pandemia di COVID-19. Ciò ha richiesto, e continua a richiedere, una reazione rapida per sostenere i partecipanti ai mercati dei capitali. Nella comunicazione della Commissione del 13 marzo 2020, intitolata “*Risposta economica coordinata all'emergenza COVID-19*”, la Commissione ha sottolineato l'importanza di garantire la liquidità del settore finanziario e di contrastare i pericoli di una recessione mediante interventi ad ogni livello.

In tale contesto, l'intervento normativo comunitario, concernente la modifica della MiFID II applicabile agli investimenti in strumenti finanziari e a cui il nostro ordinamento è tenuto ad adeguarsi, mira a fornire alle economie europee le migliori condizioni possibili per uscire dalla crisi causata dalla pandemia di COVID-19. Destinatari della direttiva sono le imprese di investimento, come definite dalla direttiva 2014/65/UE come modificata dalla direttiva 2021/338/UE. Dai registri ESMA risultano autorizzate in Italia come imprese di investimento 578 entità.

Le norme sui servizi di investimento possono infatti svolgere un ruolo essenziale nel promuovere la ricapitalizzazione delle imprese europee in seguito alla crisi. Il regime delle merci modificato consentirà così alle imprese dell'economia reale di reagire alla volatilità del mercato, consentendo al contempo anche nuovi contratti su merci, il che è importante anche per promuovere il ruolo internazionale dell'euro.

Per garantire che gli enti e gli intermediari finanziari possano svolgere la propria funzione essenziale di finanziamento dell'economia reale, sono opportuni adeguamenti mirati di alcuni obblighi della direttiva 2014/65/UE. Già nel 2019, le parti interessate avevano avvertito la Commissione che diversi aspetti delle norme di distribuzione della MiFID II erano superflui o percepiti come eccessivamente onerosi. Segnatamente, trattasi:

(i) dell'obbligo, introdotto in attuazione della MiFID II, che impone che tutte le relazioni e le informazioni agli investitori siano fornite su un "*supporto durevole*", in ossequio al quale la carta viene intesa quale il metodo *standard* per la comunicazione;

(ii) dell'obbligo, *ex* articolo 24 della MiFID II, di informare sistematicamente i clienti sui costi *ex ante* in materia di informazione. In particolare, è stato rilevato come la fornitura di informazioni *ex ante* sui costi si traduce in ritardi e nel rischio di oscillazioni sfavorevoli dei prezzi tra il ricevimento e l'esecuzione di un ordine;

(iii) dell'obbligo per le imprese di fornire ai clienti relazioni sui servizi post-transazione *ex* articolo 25 paragrafo 6 della MiFID II;

(iv) dei requisiti in materia di *governance* dei prodotti si applicano attualmente a tutti gli strumenti finanziari e a prescindere dal cliente. Sul punto, è stato osservato come le norme in materia di *governance* dei prodotti per determinati strumenti, quali le obbligazioni societarie semplici con clausole "*make-whole*" (che sono caratteristiche protettive per gli investitori), hanno impedito una distribuzione ottimale del capitale per mezzo di mercati secondari dinamici.

Per quanto riguarda, in particolare, gli obblighi volti a proteggere gli investitori, la direttiva 2014/65/UE non ha pienamente raggiunto l'obiettivo di adottare misure che tengano sufficientemente conto delle peculiarità di ciascuna categoria di investitori, ossia clienti al dettaglio, clienti professionali e controparti qualificate. Alcuni di tali obblighi non sempre hanno migliorato la tutela degli investitori, ma talvolta hanno ostacolato la regolare esecuzione delle decisioni di investimento.

Altresì, l'obbligo gravante sulle imprese d'investimento di effettuare un'analisi costi-benefici di alcune attività di portafoglio è risultato eccessivamente oneroso per quanto riguarda i clienti professionali. Pertanto, è stata sottolineata l'opportunità che i servizi loro forniti siano esonerati da tale obbligo. Opportunità che, invece, non è stata rilevata in ordine ai clienti al dettaglio, i quali necessitano di un elevato livello di tutela.

Ancora, in ordine all'obbligo sub i), è stato osservato come non solo alcune imprese hanno incontrato difficoltà in relazione alla fornitura di informazioni su supporto cartaceo ai clienti durante la pandemia di COVID-19, ma questa opzione *standard* per la comunicazione non è neppure in linea con gli obiettivi del *Green Deal* della Commissione e dell'Agenda per la finanza digitale.

Di qui l'opportunità di modificare taluni obblighi stabiliti dalla MiFID II per facilitare la prestazione di servizi di investimento e l'esecuzione di attività di investimento.

Ciò premesso, la pandemia di COVID-19 ha reso impellente la necessità di rimuovere tali oneri formali quando non strettamente necessari, al fine di riequilibrare la tutela degli investitori, l'efficienza dei mercati e i costi per l'industria. Per superare il grave *shock* economico causato dalla pandemia di COVID-19 è quindi fondamentale sostenere la ripresa attraverso l'introduzione di modifiche mirate e limitate alla normativa in vigore sui servizi finanziari.

In tale contesto, si inserisce dunque l'intervento normativo in esame, nell'ottica di ricalibrare tali settori al fine di trovare il giusto equilibrio tra un livello sufficiente di trasparenza nei confronti del cliente, i più elevati livelli di protezione e i costi di conformità accettabili per le imprese.

In definitiva, la proposta mira principalmente a fornire, per motivi eccezionali nel contesto della pandemia di COVID-19, un'applicazione semplificata dei requisiti normativi, a mantenere elevate garanzie per i clienti al dettaglio, consentendo nel contempo una maggiore flessibilità per i clienti professionali, e a garantire che i mercati delle merci pienamente funzionanti possano svolgere il loro importante ruolo nella ripresa delle economie dell'UE.

Come verrà analiticamente illustrato nella successiva sezione 4.1., destinatari delle misure di semplificazione sono sia i soggetti che forniscono i servizi d'investimento che gli investitori.

2. OBIETTIVI DELL'INTERVENTO E RELATIVI INDICATORI

2.1 Obiettivi generali e specifici

Gli obiettivi dell'intervento normativo proposto riguardano la soluzione delle problematiche elencate al punto 1. che sono sorte in sede di applicazione della direttiva MiFID II (dal 1° gennaio 2018) e che hanno evidenziato alcune lacune nella normativa, il cui superamento è divenuto impellente a seguito della crisi causata dalla pandemia di COVID-19.

Ciò premesso, l'obiettivo generale perseguito dalla direttiva (UE) n. 2021/338 è quello di fornire alle economie europee le migliori condizioni possibili per uscire dall'attuale crisi causata dalla pandemia di COVID-19, consentendo una rapida ricapitalizzazione delle imprese europee ed agevolando gli investimenti nell'economia reale.

Dunque, il fine ultimo dell'intervento normativo in esame è quello di integrare gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali per diversificare le fonti di finanziamento basate sul mercato per le imprese europee e ad agevolare gli investimenti transfrontalieri. Tale finalità coincide dunque con gli obiettivi prioritari del progetto sulla *Capital Market Union* ed è coerente con il programma di Governo, la cui azione è tesa a favorire ed incrementare forme di finanziamento di mercato e di canalizzazione degli investimenti a favore dell'economia reale e delle imprese.

Gli obiettivi specifici sono: (a) semplificare gli obblighi informativi; (b) ricalibrare il limite di posizione e il corrispondente regime di esenzione per copertura per favorire i nascenti mercati in euro; (c) fornire un'applicazione semplificata dei requisiti normativi, in particolare una semplificazione dell'obbligo per le imprese d'investimento di inviare *ex post* una relazione ai clienti sui servizi resi; (d) introdurre misure volte a sostenere i derivati su merci.

Pur prevedendo misure straordinarie per attenuare l'impatto della pandemia di COVID-19 e contribuire alla ripresa economica, la Direttiva in discorso e di conseguenza il presente schema di decreto legislativo, restano in linea con gli obiettivi generali della MiFID II, volti a favorire la trasparenza e l'integrità del mercato e a promuovere la tutela degli investitori.

2.2 Indicatori e valori di riferimento

La finalità della direttiva è quella di rimuovere oneri ed adempimenti che rappresentano aggravii burocratici che non portano alcun valore aggiunto. Non si tratta quindi di “obiettivi” intesi come risultati da raggiungere ma, invece, conseguiti, immediatamente, tramite le stesse misure di recepimento a livello nazionale¹. Non venendosi quindi a configurare un obiettivo futuro, raggiungibile a mezzo di passaggi intermedi, la costruzione di un set di indicatori di natura quantitativa non appare né realizzabile né appropriato. Alla luce dei dati che l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) continuerà a raccogliere per monitorare gli effetti della pandemia di COVID-19 sulle imprese e sulle attività di investimento in Europa (e conseguentemente anche in Italia), verrà effettuata la valutazione delle nuove misure introdotte.

Per quanto riguarda la valutazione dei risultati e degli impatti, l'analisi si baserà principalmente sulla fonte introdotta dalla riforma stessa: la banca dati dell'ESMA sui requisiti nazionali di commercializzazione e sulle commissioni e gli oneri di regolamentazione.

Altre fonti di informazione che potrebbero essere utilizzate durante la valutazione, sono i siti *web* delle autorità competenti riguardanti i requisiti nazionali di commercializzazione e le commissioni e gli oneri regolamentari.

3. OPZIONI DI INTERVENTO E VALUTAZIONE PRELIMINARE

Non sono state prese in considerazione opzioni alternative all'intervento normativo in esame atteso che opzioni diverse causerebbero svantaggi rilevanti all'Italia sia in quanto si renderebbe inadempiente a livello comunitario, poiché gli Stati membri sono obbligati a recepire le disposizioni contenute nella direttiva e ad adottare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie, sia in quanto non potrebbe beneficiare delle previsioni introdotte dall'intervento in esame.

Inoltre, coerentemente con quanto riportato nella sezione precedente, occorre considerare che le misure contenute nella direttiva non si prestano alla realizzazione di interventi diversi/alternativi rispetto a quelli che la stessa prescrive, consistendo pertanto in scelte di policy ibbligate da parte degli Stati membri.

L'Amministrazione ha valutato che l'attuazione della direttiva non presenta svantaggi a livello nazionale; al contrario, introducendo un'applicazione semplificata dei requisiti normativi, può contribuire ad una maggiore flessibilità nella prestazione dei servizi d'investimento stimolando il mercato dei capitali e rendendoli, in tal modo, pienamente funzionanti affinché possano svolgere un ruolo centrale nella ripresa delle economie dell'Unione Europea in generale, e del nostro Paese in particolare.

4. VALUTAZIONE DELL'INTERVENTO NORMATIVO

4.1 Impatti economici, sociali ed ambientali per categoria di destinatari

I destinatari diretti delle misure, come premesso, sono i soggetti che forniscono i servizi d'investimento e gli investitori.

Con particolare riferimento ai soggetti che forniscono i servizi d'investimento si pensi, a titolo esemplificativo, alla misura di esenzione temporanea circa l'obbligo di presentare relazioni di cui all'articolo 1, comma 5 dello schema di decreto in attuazione del nuovo articolo 27, paragrafo 3 delle MIFID II).

¹ A titolo di esempio: l'obiettivo di rendere meno onerosa la comunicazione tra intermediari e clienti, adottando l'approccio “digital by default” (quindi l'eliminazione dell'obbligo di trasmettere le comunicazioni periodiche tramite supporto cartaceo) è immediatamente realizzato tramite intervento in tal senso sul Testo Unico della Finanza.

Con riferimento invece agli investitori, talune novità introdotte coinvolgono i clienti al dettaglio (a titolo esemplificativo, l'eliminazione graduale del metodo di comunicazione basato su supporto cartaceo di cui all'articolo 1, comma 1, lett. c) dello schema di decreto legislativo, in attuazione del nuovo articolo 24 della MIFID II), mentre altre impattano sulle controparti qualificate e i clienti professionali (a titolo esemplificativo, 1) l'esenzione di comunicare costi ed oneri per servizi diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione del portafoglio di cui ai nuovi articoli 29-*bis* e 30 della MIFID II; 2) l'esenzione di inviare, salvo che il cliente ne faccia espressa richiesta, la relazione periodica sui servizi prestati e la relazione di adeguatezza; 3) l'eliminazione dell'obbligo di inviare l'informativa relativa ai costi e benefici degli *switch* di portafoglio, salva esplicita richiesta del cliente).

Destinatari indiretti sono le imprese di cui si cerca di incentivare la loro ricapitalizzazione.

L'amplissimo novero di soggetti ricompreso non consente di quantificare in via preventiva i destinatari indiretti. Trattasi, quindi, di una platea non quantificabile *ex-ante*.

Per quanto concernono gli impatti, come premesso, il presente intervento normativo mira principalmente a fornire un'applicazione semplificata dei requisiti normativi, a mantenere elevate garanzie per i clienti al dettaglio, consentendo nel contempo una maggiore flessibilità per i clienti all'ingrosso, e a garantire che i mercati delle merci pienamente funzionanti possano svolgere il loro importante ruolo nella ripresa delle economie dell'UE.

Segnatamente, le modifiche proposte ricalibrano accuratamente gli obblighi specifici, al fine di stabilire un equilibrio più adeguato tra la protezione degli investitori, da un lato, e la facilitazione della fornitura di servizi di investimento di elevata qualità, dall'altro.

Per un verso quindi esplicheranno i loro effetti sulle imprese d'investimento e, più in generale, sui servizi d'investimento dalle stesse resi, garantendone una maggior flessibilità e, conseguentemente, una maggior incremento.

Ad esempio, le misure introdotte in tema di obblighi informativi, laddove viene stabilita che la modalità ordinaria di comunicazione delle informazioni è il formato elettronico, salva espressa richiesta del cliente, facilita la comunicazione tra le imprese di investimento e i loro clienti e, di conseguenza, facilita il processo di investimento stesso.

In definitiva, il presente intervento normativo esplicherà i propri impatti, *in primis*, sugli enti e sugli intermediari finanziari affinché gli stessi possano svolgere la propria funzione essenziale di finanziamento dell'economia reale, consentendo in tal modo una rapida ricapitalizzazione delle imprese.

4.2 Impatti specifici

A. Effetti sulle PMI (Test PMI)

Le PMI non sono destinatarie dirette dell'intervento. La direttiva della Presidenza del Consiglio del 16 febbraio 2018 richiede di procedere al test PMI anche quando le PMI siano tra i destinatari indiretti in particolare per verificare i casi di effetti avversi. Al riguardo, premesso che la direttiva così come il provvedimento nazionale hanno la finalità di rendere più efficiente e meno onerosa l'attività di prestazione di servizi di investimento, di cui potrà beneficiare l'indistinta platea di soggetti composta da persone fisiche e giuridiche, non vi sono gli estremi per poter anche solo ipotizzare effetti avversi sulle PMI che, al contrario, potrebbero invece – in via indiretta – beneficiare dei minori costi

sopportati dagli intermediari a cui si rivolgono.

Come premesso, infatti, la riduzione della burocrazia è diventata ancora più urgente durante la pandemia di COVID-19, che ha messo sotto pressione l'economia e il sistema finanziario dell'UE. La razionalizzazione del processo di investimento per i clienti all'ingrosso, cui mira il presente intervento normativo, è suscettibile di creare opzioni di finanziamenti alternativi destinati alle imprese che necessitano di nuovo capitale proprio.

In altri termini, le semplificazioni introdotte a favore dei clienti professionali e/o delle controparti qualificate incentivano le stesse a investire in altri e nuovi modelli commerciali, aiutando quindi una gamma più ampia di imprese, tra cui anche le PMI, in una fase precoce del processo di ripresa.

Il provvedimento di attuazione della direttiva, infine, non prevede l'introduzione di oneri informativi, come definiti dall'articolo 14, comma 5-bis, della Legge 246/2005².

B. Effetti sulla concorrenza

Con il presente intervento normativo non sono previsti obblighi ulteriori atti a creare svantaggi concorrenziali per le imprese italiane.

C. Oneri informativi

Il provvedimento normativo in esame non introduce nuovi oneri informativi nei confronti della P.A. (come prevede la legge n. 246/2005), concernenti l'elaborazione e la trasmissione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione, a carico dei soggetti destinatari del provvedimento. Le nuove disposizioni si inseriscono in un quadro regolamentare consolidato nel quale i destinatari della normativa già operano.

D. Rispetto dei livelli minimi di regolazione europea

L'intervento normativo in esame non prevede l'introduzione di livelli di regolazione superiori a quelli richiesti dalla normativa europea, ai sensi dell'articolo 14, commi 24-bis, 24-ter e 24-quater, della legge 28 novembre 2005, n. 246.

4.3 Motivazione dell'opzione preferita

Le scelte regolatorie contenute nel provvedimento normativo in esame derivano dalla necessità di attuare la direttiva (UE) 2021/338.

Per realizzare quanto sopra è necessario effettuare un'operazione di manutenzione del TUF al fine di introdurre nel TUF medesimo le norme necessarie alla corretta applicazione in ambito domestico del regolamento e dei relativi atti delegati.

Trattandosi di direttiva e, quindi, di un atto che vincola gli Stati al raggiungimento di un certo risultato, in astratto sono possibili diversi mezzi per addivenire al conseguimento del risultato in questione ma, nel caso di specie, la scelta è risultata vincolata in quanto non sussistono margini di

² Per onere informativo si intende "qualunque adempimento comportante raccolta, elaborazione, trasmissione, conservazione e produzione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione". In altri termini, un onere informativo consiste nell'obbligo, posto in capo a un'impresa o a un cittadino, di fornire informazioni sulla propria attività'. Sono quindi esclusi dalla definizione tanto gli obblighi di natura fiscale, quanto gli obblighi relativi alla modifica di comportamenti, di attività', di processi produttivi o di prodotti.

discrezionalità nel perseguire le finalità specifiche.

A tal fine con il presente intervento normativo vengono modificati i seguenti articoli del TUF: l'articolo 1, commi 1-*bis* e 6-*quingiesdecies*, l'articolo 4-*terdecies*, comma 1, lettera l); l'articolo 21; l'articolo 68; l'articolo 68-*bis*, comma 1; l'articolo 68-*quater*. Altresì, all'articolo 1 vengono aggiunti i 6-*quingiesdecies*.1. e 6-*noviesdecies*.

Ulteriori interventi saranno possibili in normativa secondaria da parte delle Autorità di vigilanza competenti per aggiornare o abrogare quelle norme regolamentari ora attratte dalla disciplina europea.

5. MODALITÀ DI ATTUAZIONE E MONITORAGGIO

4.1 Attuazione

I soggetti responsabili dell'attuazione dell'intervento sono: il Ministero dell'economia e delle finanze, per gli aspetti di carattere normativo contenuti nel TUF, i soggetti che applicano le disposizioni contenute nella disciplina regolamentare europea e le Autorità nazionali ed europee che li vigilano.

5.2 Monitoraggio

Un'analisi delle conseguenze, anche in termini di rapporto costi/benefici, derivanti dall'attuazione dell'intervento di regolazione europeo sui destinatari nazionali e sul sistema paese potrà essere effettuato solo *ex post*, allorché le nuove norme avranno prodotto i loro effetti, quindi in fase di monitoraggio, prendendo in considerazione un arco temporale sufficientemente ampio.

A livello europeo, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) raccoglierà i dati per monitorare gli effetti della pandemia di COVID-19 sulle imprese e sulle attività di investimento in Europa (e conseguentemente anche in Italia), alla luce dei quali verrà effettuata la valutazione delle nuove misure introdotte.

Sempre a livello europeo, ai sensi dell'articolo 5 della Direttiva in esame la Commissione avrebbe riesaminato, tra gli altri, *“la governance del prodotto”* e, se del caso, avrebbe *“presentato una proposta legislativa al Parlamento europeo e al Consiglio”*. Ad oggi, tuttavia, non è seguita alcuna proposta di modifica.

Segnatamente, il citato articolo 5 prevede che *“Entro il 31 luglio 2021, sulla base di una consultazione pubblica che deve essere condotta dalla Commissione, la Commissione riesamina, tra l'altro: [...] d) la governance del prodotto [...]. Se del caso, la Commissione presenta una proposta legislativa al Parlamento europeo e al Consiglio”*. Ad oggi non è stata presentata alcuna proposta legislativa.

A livello nazionale, il controllo e il monitoraggio degli effetti dell'intervento regolatorio verranno svolti dall'Autorità nazionale (Consob e Banca d'Italia) che vigilano sull'applicazione delle norme.

In tale ambito, l'intervento normativo in esame sarà oggetto di una valutazione completa per verificarne l'efficacia e l'efficienza per quanto riguarda il conseguimento degli obiettivi prefissati e per decidere se siano necessarie nuove misure o modifiche. In particolare, verrà valutato se le modifiche introdotte in termini di semplificazione degli oneri e degli obblighi soprattutto di informativa gravanti sulle imprese di investimento abbiano effettivamente facilitato la prestazione di servizi di investimento e l'esecuzione di attività di investimento. Nello specifico, verrà analizzato se l'introduzione di modifiche mirate e attentamente calibrate alla normativa in vigore sui servizi finanziari, quale quelle oggetto del presente schema di decreto legislativo, si siano rivelate proficue per superare il grave *shock* economico causato dalla pandemia di COVID-19 e, quindi, fondamentali per sostenere la ripresa economica.

CONSULTAZIONI SVOLTE NEL CORSO DELL’AIR.

Lo schema di decreto legislativo, contenente le modifiche da apportare al TUF in attuazione della direttiva (UE) 2021/338, è stato elaborato previo confronto a livello tecnico con i competenti uffici di Consob.

Considerato che le modifiche di adeguamento della normativa primaria alla Direttiva in parola, oltre ad intervento di coordinamento con la normativa in materia, riguardano interventi minimi, non è stata prevista una consultazione pubblica.

PERCORSO DI VALUTAZIONE

L’AIR è stata redatta dal Ministero dell’economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro – Direzione V – Ufficio III - sulla base degli elementi informativi al momento disponibili.

Si allega la relazione alla proposta della direttiva (UE) 2021/338 della Commissione europea che costituisce parte integrante della presente AIR.

La proposta di direttiva non è stata accompagnata da una valutazione d'impatto distinta. Data l'urgenza delle misure da adottare per contribuire alla ripresa, la valutazione d'impatto è stata sostituita da un'analisi costi-benefici inclusa nel documento di lavoro dei servizi della Commissione a sostegno del piano di ripresa dei mercati dei capitali.

L’articolato è stato predisposto dagli Uffici del Ministero dell’economia e delle finanze e condiviso con le Autorità di vigilanza.