diritto ed economia dell'impresa

Diretta da LUCIANO M. QUATTROCCHIO

4 - 2018

INTERVENTI di

L.M. Quattrocchio, M. Callegari,
G. Di Chio, L. Patti, S. Vacher, M. Irrera, M.S. Catalano

APPROFONDIMENTI di

A. De Carlo, A. Tropini

SAGGI di

M. Airoldi, F.A. Vincent

G. Giappichelli Editore – Torino

Rivista telematica bimestrale 4 - 2018 • Iscrizione al R.O.C. n. 25223

ISSN 2499-3158

diritto ed economia dell'impresa

Diretta da LUCIANO M. QUATTROCCHIO

4 - 2018

G. Giappichelli Editore – Torino

Direttore responsabile: Luciano M. Quattrocchio

Direzione e Redazione:
www.dirittoeconomiaimpresa.it

© Copyright 2017 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100
http://www.giappichelli.it

ISSN 2499-3158

Pubblicato nel mese di ottobre 2018

Comitato di Direzione

Direttore: Luciano M. Quattrocchio.
Vice-Direttore: Monica Cugno.
Segretario: Maurizio Cavanna.
Consulente linguistico: Diana Fahey.

Comitato Scientifico

Presidente: Guido Bonfante.
Vice-Presidente: Giacomo Büchi.
Segretario: Giuseppe Vanz.

Sergio Foà, Aldo Frignani, Patrizia Grosso, Bruno Inzitari, Fiorella Lunardon, Giovanni Ossola, Alessandra Rossi.

Comitato di Redazione

Presidente: Carlo Majorino (Consigliere SAA).
Vice-Presidente: Francesco Cappello.
Segretario: Maria Maccarrone.

Fabrizio Bava, Cecilia Casalegno, Margherita Corrado, Anna Cugno, Alain Devalle, Paolo Fabris, Elena Gentile, Francesco Gerino, Guido Giovando, Valeria Miraglia, Bianca Maria Omegna, Elena Piccatti, Anna Maria Porporato, Michele Ricciardo Calderaro, Maurizio Riverditi, Fabrizia Santini, Alessandro Terzuolo, Andrea Trucano, Gabriele Varrasi, Barbara Veronese, Alessandro Vicini Ronchetti.

Collaboratori di Redazione

Alessandro Avataneo, Fabrizio Bava, Valentina Bellando, Francesco Cappello, Cecilia Casalegno, Giovanni Castellani, Maurizio Cavanna, Margherita Corrado, Chiara Crovini, Anna Cugno, Monica Cugno, Alain Devalle, Paolo Fabris, Elena Gentile, Francesco Gerino, Guido Giovando, Melchior E. Gromis Di Trana, Maria Maccarrone, Carlo Majorino, Cinzia Manassero, Valeria Miraglia, Roberta Monchiero, Luisa Nadile, Bianca Maria Omegna, Alessandro Pastore, Elena Piccatti, Anna Maria Porporato, G. Quaranta, Michele Ricciardo Calderaro, Maurizio Riverditi, Fabrizia Santini, Alessandro Terzuolo, B. Tessa, Andrea Trucano, Gabriele Varrasi, Barbara Veronese, Alessandro Vicini Tronchetti.

Il recepimento della direttiva MiFID II e l'adeguamento al regolamento MiFIR. La disciplina di attuazione

Mia Callegari

SOMMARIO:

1. Premessa. Il quadro delle innovazioni normative di matrice europea ad impatto sui mercati finanziario-assicurativi. – 2. Il processo di recepimento nazionale della disciplina comunitaria. – 3. Le principali modifiche al TUF riguardanti la disciplina degli intermediari. – 4. Il "nuovo" Regolamento Intermediari. – 5. Conclusioni e spunti di riflessione.

1. *Premessa. Il quadro delle innovazioni normative di matrice europea ad impatto sui mercati finanziario-assicurativi*

Al fine di delineare il quadro normativo e regolamentare in cui si inserisce la disciplina di attuazione per meglio comprenderne contenuti, effetti e portata, secondo quanto sarà oggetto del presente intervento, pare opportuno muovere da alcune considerazioni sul processo di profonda rinnovazione a cui ha dato il via la Direttiva MiFID.

Dal 2007 si è assistito ad un progressivo rafforzamento degli obiettivi di integrazione, competitività ed efficienza dei mercati finanziari, di protezione degli investitori e di concorrenza nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, attraverso la formazione di un quadro normativo e regolamentare unionale assai articolato, in cui il contenuto della MiFID I è stato in parte trasfuso nella cd. Direttiva MiFID II (Direttiva n. 2014/65/UE, come modificata dalla Direttiva 1034/2016/UE) e in parte sostituito dal Regolamento MiFIR (Regolamento UE 600/2014, come modificato dal Regolamento n. 1033/2016), nonché completato da atti di secondo e terzo livello [1].

[1] Gli atti di secondo livello sono: per la Direttiva MiFID II, la Direttiva delegata UE 2017/593, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari, ed il Regolamento delegato UE 2017/585 in data 26

In questo contesto il 2018 ha visto il nostro ordinamento significativamente condizionato dall'evoluzione comunitaria. Tre sono le innovazioni normative di matrice europea di rilevante impatto sul nostro mercato finanziario e assicurativo:

a) Il Regolamento UE n. 1286/2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (cd. regolamento PRIIPS), corredato dal Regolamento Delegato UE in data 8 marzo 2017: l'adeguamento della disciplina domestica reso necessario per evitare incertezze normative ovvero per esercitare talune scelte opzionali previste dal Regolamento PRIIPS si è concluso con il d.lgs. n. 224/2016, che contiene le modifiche al TUF con effetto dal 1° gennaio 2018 (normativa di primo livello) e con le Istruzioni operative Consob in data 22 dicembre 2017, anch'esse con effetto dal 1° gennaio 2018.

b) La Direttiva sulla Distribuzione assicurativa n. 2016/97 (cd. IDD), attuata con il d.lgs. n. 68 in data 21 maggio 2018, con efficacia dal 1° ottobre 2018[2].

c) Il complesso MiFID II/MiFIR, il cui processo di recepimento è stato realizzato, a livello primario, attraverso il d.lgs. n. 129/2017, di attuazione della Direttiva MiFID II e di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento n.600/2014, con efficacia dal 3 gennaio 2018 e, a livello secondario, attraverso l'introduzione del Regolamento Intermediari (delibera Consob n. 20307 in data 15 febbraio 2018)[3].

---

aprile 2016, di implementazione di MiFID II in materia di requisiti organizzativi, condizioni di esercizio dell'attività e definizioni; per il Regolamento Intermediari, il Regolamento Delegato UE n. 2017/567, che integra il Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le definizioni, la trasparenza, la compressione del portafoglio e le misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti e alle posizioni, nonché RTS ed ITS, riguardanti diverse materie (*best execution, autorizzazione, passporting* ...). Al terzo livello possiamo annoverare i Pareri (TA) e le *Guidelines* dell'ESMA.

[2] Cfr. DEBONI-ANGELI, *La distribuzione assicurativa e il Regolamento PRIIPs*, in *www.mercantidorio.it.*

[3] Il cd. Regolamento Intermediari sostituisce il precedente di cui alla Delibera Consob n. 16190/2007. Sulla MiFID II e sul Regolamento MiFIR v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017; CAPOBIANCO, *I contratti bancari*, Torino, 2016; CERA-DI VALENTIN, *Il diritto degli investimenti: soggetti, attività, interessi*, Bologna, 2015; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018; MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017.

2. *Il processo di recepimento nazionale della disciplina comunitaria*

Il complesso normativo così delineato a livello comunitario è finalizzato allo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, in cui:

- sia assicurata e promossa la trasparenza del mercato;
- venga rafforzata la tutela degli investitori, prevedendo obblighi più stringenti così da garantire ai clienti che i prodotti finanziari loro offerti siano adeguati alle loro esigenze e che i beni verso i quali indirizzano l'investimento siano adeguatamente protetti;
- siano adeguatamente contemplati gli investimenti a livello transfrontaliero (cd. "passaporto unico") in modo più semplice ed a condizioni identiche in tutti gli Stati dell'Unione.

Gli ambiziosi obiettivi si traducono in una normativa di attuazione interna che si caratterizza innanzitutto per il significativo ampliamento soggettivo ed oggettivo dell'ambito di operatività della disciplina [4].

Dal punto di vista soggettivo, l'ambito di applicazione del d.lgs. n. 129/2017 è molto esteso, risultando destinatari della disciplina le società d'investimento mobiliare (SIM), le banche che prestano servizi di investimento, le società di gestione del risparmio (SGR), i GEFIA quando prestano i servizi d'investimento cui possono essere abilitati ai sensi delle rispettive direttive, i gestori di mercati regolamentati e gli operatori del settore dell'energia e delle materie prime (*energy e commodity player*), con una operatività ancor più ampia rispetto a quella prevista dall'art. 1 Direttiva MiFID II [5].

Inoltre, nell'individuare il perimetro di applicazione della normativa in esame, sono stati previsti un nuovo servizio di investimento, consistente nella "gestione di sistemi organizzati di negoziazione" (*Organized Trading Facilities* – "OTF" – art. 1, comma 5, lett. *g*)-*bis* TUF); una nuova categoria di strumenti finanziari, rappresentata dalle quote di emissioni e nuovi soggetti

---

[4] Sul d.lgs. n. 129/2017 v.; ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo d'insieme fra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, 4, 1100 ss.; CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia,* 4. ed., Milano, 2018; CIOFFI, *L'informazione la trasparenza e la causa dei contratti derivati,* Napoli, 2018; DE POLI, *Mifid e decreto legislativo di recepimento n. 129/2017. L'apparato sanzionatorio e la reazione a condotte antigiuridiche*, in *Riv. dir. bancario*, 2017, 1 ss.; DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento,* Milano, 2018.

[5] A fronte dell'art.1 Direttiva MiFID II, la stessa si applica alle imprese di investimento, ai gestori del mercato, anche in mercati regolamentati, ai prestatori di servizi di comunicazione dati, alle imprese di paesi terzi che offrono servizi ed esercitano attività di investimento tramite lo stabilimento di una succursale nell'unione europea.

sottoposti a forme di vigilanza, quali i " gestori del mercato" e i "fornitori di servizi di comunicazione dati" (artt. 79 ss. TUF)

Dal punto di vista oggettivo, si assiste a una completa revisione dell'intero impianto delle definizioni contenute nell'art. 1 TUF in forza dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 129/2017: dai valori mobiliari e strumenti finanziari, all'internalizzazione sistematica, alla negoziazione in conto proprio, alla consulenza in materia di investimenti ed a tutti i nuovi ambiti oggetto di regolamentazione.

Venendo ai contenuti, si cercherà di dar conto in maniera sintetica delle principali novità introdotte attraverso la modifica del TUF ad opera del d.lgs. n. 129/2017[6].

3. *Le principali modifiche al TUF riguardanti la disciplina degli intermediari*

Ferme restando le competenze attribuite alla Consob ed alla Banca d'Italia nel perseguimento delle finalità generali di vigilanza ai sensi dell'art. 5, risulta raggruppata in un unico contesto, nell'ambito del Capo I, la disciplina della vigilanza e dei poteri attribuiti alle Autorità di Vigilanza, siano essi regolamentari, informativi e di indagine, ispettivi, di intervento od ingiuntivi.

Del tutto nuovo è l'assetto dei poteri regolamentari delle due autorità, ai sensi dell'attuale testo dell'art. 6, con un superamento della regolamentazione congiunta e con l'individuazione delle materie rimesse alla potestà di ciascuna autorità, temperate dalla previsione di un protocollo d'intesa a fini di coordinamento. Più specificatamente, l'art. 7-*bis* chiarisce che i poteri di *product intervention* di MiFIR sono attribuiti alla Consob, per le finalità di protezione degli investitori nonché di ordinato funzionamento ed integrità dei mercati, ed alla Banca d'Italia, per le finalità di stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario. L'attuale assetto dei poteri regolamentari si pone in piena conformità con quanto previsto dall'art. 69 Direttiva MiFID II, che definisce i poteri minimi da

[6] Particolare attenzione va dedicata alle disposizioni transitorie finali *ex* art. 10, in forza delle quali le norme modificate del TUF si applicano a decorrere dal 3 gennaio 2018, mentre è prevista l'ultrattività fino al 22 febbraio 2018 delle norme nazionali di rango secondario ed è contemplata un'autorizzazione "di diritto" al servizio di esecuzione di ordini, limitatamente alla sottoscrizione/compravendita di strumenti finanziari di propria emissione, dal 3 gennaio 2018, alle banche italiane, alle succursali italiane di banche di paesi terzi nonché alle SIM ed alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche con succursali in Italia (salvo rinuncia entro il 30 novembre 2017). Queste sono le regole fondamentali che disegnano regime transitorio dell'efficacia dell'attuale testo del TUF.

conferire alle competenti autorità nazionali (ad esempio con l'introduzione del potere della Consob di rimozione di uno o più esponenti aziendali di SIM, banche italiane, SGR/SICAV/SICAF). Parimenti innovativo, sulla scia delle indicazioni comunitarie, è il sistema della segnalazione delle violazioni (cd. *whistleblowing* interno) e delle relative sanzioni (art. 4-*undecies* TUF).

Venendo al Titolo II ("Servizi e attività di investimento"), non si può non notare una significativa implementazione delle regole e dei principi di riferimento per lo svolgimento dei servizi e delle attività. Tra le principali e più significative novità o modifiche, suscettibili di avere immediata incidenza sul *modus operandi* degli intermediari e sulla declinazione degli obblighi e delle conseguenti responsabilità degli operatori, pare opportuno segnalare:

– gli obblighi di *product governance* in capo ai soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento nella loro qualità di produttori e/o distributori (commi 2-*bis* e 2-*ter* art. 21 "Criteri generali");

– l'introduzione del divieto di percezione di incentivi nella prestazione del servizio di gestione di portafogli, fatti salvi i cd. *minor non monetary benefits* (art. 24, comma 1-*bis* "Gestione di portafogli");

– la previsione dell'art. 24-*bis* avente ad oggetto la "*consulenza in materia di investimenti*", contenente anche l'elencazione dei presupposti per lo svolgimento della "*consulenza su base indipendente*";

– il rilevante ampliamento del campo applicativo dell'art. 25-.*bis*, che consente l'estensione delle regole sulla prestazione di servizi di investimento, previste per i "prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari, emessi dalle banche", anche ai "depositi strutturati".

4. *Il "nuovo" Regolamento Intermediari*

In un contesto in cui a tutti i livelli la normativa secondaria è fondamentale per delineare correttamente e con precisione le prassi applicative e gli obblighi comportamentali degli intermediari, è centrale soffermarsi sull'analisi dell'attuale Regolamento Intermediari, contenuto nella Delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018, che attualizza il precedente Regolamento Intermediari alle discipline di riferimento già citate, sulla scorta dell'esito di una consultazione del mercato avviata da Consob tra il 6 luglio 2017 e l'8 novembre 2017 proprio al fine della trasposizione nel Regolamento Intermediari della disciplina MiFID II e MiFIR [7].

[7] Sul "nuovo" Regolamento Intermediari, v. Galmarini-Bettinelli, *Intermediari: in G.U. il*

Con l'entrata in vigore del nuovo Regolamento Intermediari, può dirsi concluso il processo di recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR, a seguito del quale, in forza dell'art. 10, comma 2, d. lgs. n. 129/2017 e dell'attuale art. 6 TUF, le disposizioni adottate congiuntamente con regolamento in data 29 ottobre 2007 (cd. "Regolamento Congiunto") cessano di essere applicate, avendo ad oggetto tra l'altro questioni rimesse alla potestà regolamentare esclusiva della Consob.

La prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori trova ampia attenzione nel Libro Terzo, che vede l'abrogazione delle precedenti norme regolamentari con richiamo al Regolamento Ue 2017/565, direttamente applicabile. In questa sede sono contenute, tra le altre, le disposizioni in materia di forma e contenuto dei contratti (con l'estensione del ricorso alla forma scritta anche per i contratti stipulati dagli intermediari con la clientela professionale), di obblighi di informazione nei confronti della clientela (raccordati alla riformata sulla *product governance),* l'individuazione dei parametri sulla base dei quali effettuare il giudizio di adeguatezza ed il nuovo obbligo per gli intermediari di consegnare ai clienti al dettaglio una dichiarazione di adeguatezza nell'ambito della prestazione della consulenza; la regolamentazione dei servizi di mera esecuzione e ricezione di ordini, aggiornata alla luce delle novità della MiFID II, con particolare attenzione agli strumenti finanziari complessi [8], e la sistematizzazione delle previsioni sugli incentivi (rispetto alla quale, proprio per il timore dell'impatto di tale istituto sul rispetto dei principi di correttezza nel rapporto con gli investitori, la Consob ha fatto ricorso in modo restrittivo alle facoltà offerte dalla Direttiva).

Significativo è l'impatto sulla disciplina della *product governance*, articolata ora – in conformità all'approccio comunitario – in due ambiti differenziati a seconda che ad operare sia un intermediario produttore ovvero un intermediario distributore (a prescindere da un comportamento proattivo o meno da parte degli stessi). Si segnala infine un rafforzamento della tutela degli investitori attraverso l'innalzamento del livello di qualificazione del personale e la previsione di specifici requisiti di conoscenza e competenza, peraltro modulati a seconda dei diversi servizi prestati e volti a bilanciare il titolo di studio con l'esperienza professionale.

Un punto di riferimento importante per gli operatori diventa il Libro quarto, nel quale è confluita, con le necessarie modifiche ed integrazioni, la rego-

nuovo regolamento di attuazione del d.lgs. 58/1998, in *Il quotidiano giuridico*, *http://iusletter.com/wp-content/uploads/intermediari-in-g-u-il-nuovo-regolamento-di-attuazione-del-d-lgs-58-1998.pdf.*

[8] Cfr. Orientamenti ESMA 26 novembre 2015.

lamentazione dei doveri organizzativi e procedurali posti in capo agli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento: il Libro ha infatti ad oggetto le procedure – anche di controllo interno – per la corretta e trasparente prestazione dei servizi; il controllo di conformità alle norme; il trattamento dei reclami, le operazioni personali, la gestione dei conflitti d'interesse, la conservazione delle registrazioni,. Come già si è fatto cenno, la materia è entrata ora nell'esclusiva potestà regolamentare della Consob, con conseguente disapplicazione del regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in data 29 ottobre 2007. Parimenti affidata alla Consob è ora la potestà regolamentare in materia di offerta e consulenza di depositi strutturati e di prodotti finanziari (art. 25-*bis*, comma 2, TUF). A tal riferimento nel Libro VIII si attua un significativo ampliamento dello scopo della MiFID II, estendendo le regole di trasparenza e correttezza all'attività di offerta e consulenza avente ad oggetto i depositi strutturati, nonché all'offerta e consulenza di prodotti finanziari emessi dalle banche, diversi dagli strumenti finanziari, implementando le specifiche disposizioni regolamentari applicabili a tali attività.

Il recepimento della MiFID II ha offerto anche l'occasione per uniformare la disciplina sulla promozione ed il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza alla disciplina in tema di offerta fuori sede (art. 30, comma 2, TUF), cui si applicano le disposizioni contenute nel revisionato Titolo VII.

Infine il Libro IX è dedicato alla realizzazione, offerta e consulenza di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, in attuazione della potestà regolamentare riconosciuta alla Consob ai sensi dell'art. 25-*ter*, comma 2, TUF ed applicabile alle imprese di assicurazione ed ai soggetti abilitati all'intermediazione assicurativa nell'attività di realizzazione, offerta e consulenza avente ad oggetto prodotti finanziari. Le disposizioni sono state introdotte, nonostante nell'ambito della consultazione che ha preceduto l'emanazione del Regolamento ne fosse stato caldeggiato il posticipo al recepimento della Direttiva sulla distribuzione assicurativa, anche in considerazione della ridefinizione dell'assetto delle competenze tra la Consob e l'IVASS.

5. *Conclusioni e spunti di riflessione*

All'esito di questa breve carrellata sull'impatto della MiFID sulla disciplina degli intermediari, pur nella consapevolezza dell'estrema sintesi del presente intervento, può essere utile quanto meno ipotizzare alcuni spunti di riflessione.

Atteso che il principale obiettivo di tutto il complesso MiFID II e MiFIR era ed è il progressivo rafforzamento della tutela dell'investitore, è naturale domandarsi se ed in quali ambiti tale implementazione sia stata favorita e se lo sia stata adeguatamente.

Nel ripercorrere le principali novità a livello di disciplina, ci siamo soffermati proprio sugli aspetti di protezione per l'investitore e li abbiamo ravvisati nell'estensione delle tutele previste per la prestazione dei servizi di investimento ai depositi strutturati, nell'introduzione dei requisiti di *product governance*, nell'emersione di regole di condotta più stringenti (ad esempio, la cosiddetta *suitability* e l'informativa ai clienti soprattutto in materia di *cost and charge*), l'attenzione per la competenza e l'esperienza degli operatori a diretto contatto con la clientela, la tipizzazione della cosiddetta "consulenza indipendente", l'approccio restrittivo in materia di *inducements* e di strumenti complessi, l'attribuzione di ulteriori poteri alle autorità di vigilanza europee e nazionali (ad esempio, in tema di *product intervention*) e la differente ripartizione rispetto al passato, con particolare riferimento al ruolo della Consob. Tra le principali innovazioni rispetto al regime previgente, oltre al recepimento delle norme di comportamento e degli specifici obblighi introdotti dalla Direttiva MiFID II e dalla relativa normativa attuativa (tra gli altri, i nuovi obblighi in materia di *product governance*, di conoscenza e competenza del personale e le modifiche alla normativa sugli *inducements*), spicca infatti un ampliamento delle materie ivi disciplinate. Infatti, in ragione del riassetto di competenze tra la Consob e la Banca d'Italia (quale delineato dall'attuale art. 6 TUF), le materie soggette alla potestà regolamentare congiunta delle due Autorità e, pertanto, disciplinate nel Regolamento Consob-Banca d'Italia del 2007, sono ora singolarmente attribuite ad ognuna di esse. Conseguentemente, come già posto in luce, importanti ambiti tematici, prima oggetto di regolamentazione congiunta, trovano spazio nel Regolamento Intermediari: è il caso della disciplina degli obblighi degli intermediari in materia di procedure interne, del controllo di conformità alle norme, del trattamento dei reclami, delle operazioni personali, della gestione dei conflitti di interesse e della conservazione delle registrazioni, nonché della regolamentazione degli obblighi organizzativi e procedurali dei gestori collettivi, anche rispetto alla prestazione di servizi di investimento.

Se dunque possono riconoscersi significativi progressi lungo il percorso di rafforzamento della tutela per l'investitore, v'è da dire che il recepimento del complesso MiFID II-MiFIR nel nostro ordinamento non può dirsi tuttavia ancora completo: da un lato, mancano alcuni interventi della Banca d'Italia su ambiti ormai di esclusiva competenza (ad esempio, sulle condizioni per il rilascio dell'autorizzazione di banche di Paesi terzi allo svolgimento dei servizi o

attività di investimento), dall'altro, alcune tematiche risultano allo stato ancora disciplinate nel Regolamento Congiunto (quali, ad esempio, l'esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti, il deposito e sub-deposito degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza della clientela nella prestazione dei servizi di investimento). Nelle more dell'emanazione delle nuove disposizioni resta transitoriamente in vigore il Regolamento Congiunto, quanto alle previsioni diverse ed ulteriori rispetto a quelle oggi trasposte nel nuovo Regolamento Intermediari.

Inoltre anche a livello europeo sono attesi ulteriori sviluppi e, segnatamente, l'emanazione della normativa di livello 3, da cui si auspicano indicazioni di maggior dettaglio ed orientamenti interpretativi in ordine all'applicazione della disciplina attuativa di MiFID II ovvero disposizioni volte a colmare le lacune che vanno man mano emergendo nella prassi (ad esempio in materia di gestione dei portafogli, con riferimento alla *disclosure* sui costi ed oneri, agli *inducements* ed alle modalità di applicazione della *product governance*).

Volendo trarre una riflessione finale, continua ad emergere un quadro assai articolato, nel quale la regolamentazione di secondo e terzo livello appare sempre più pregnante e che, pur nella sua complessità, mostra significativi segni di miglioramento in termini di coesione e coordinamento per il perseguimento degli obiettivi comunitari fondamentali, in una prospettiva di mutato approccio anche da parte delle Autorità di Vigilanza, i cui poteri di regolamentazione ed interpretazione appaiono meglio delineati, crescenti e decisivi.