



SEGRETERIA DI STATO  
FINANZE E BILANCIO

RELAZIONE AL DECRETO DELEGATO

**"DISPOSIZIONI IN MATERIA DI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E ABUSI DI MERCATO IN RECEPIMENTO DELLE DIRETTIVE 2014/65/UE E 2014/57/UE E DEI RELATIVI REGOLAMENTI (UE) N.600/2014 E N.596/2014"**

Ecc.ma Reggenza  
On.li Consiglieri,

il presente decreto delegato nasce dalla necessità di adeguare, entro il 31 marzo 2019, le normative nazionali in materia di mercati degli strumenti finanziari e abusi di mercato alle disposizioni dettate dalle direttive 2014/65/UE (cd. *MiFID II*), 2014/57/UE (cd. *MAD*) e relativi regolamenti di cui all'allegato della Convenzione Monetaria tra la Repubblica di San Marino e l'Unione europea, sottoscritta a Bruxelles il 27 marzo 2012 e resa esecutiva con Decreto Consiliare 7 agosto 2012 n. 120. La Convenzione è in vigore dal 1° settembre 2012.

Per meglio comprendere i presupposti del decreto qui proposto, si elencano di seguito le principali finalità degli atti legislativi europei che vengono recepiti:

- a) la Direttiva 2014/65/UE (*Market in financial instrument Directive – MiFID II*) mira, da un lato, ad aumentare l'efficienza, la trasparenza dei mercati finanziari e la tutela degli investitori in tutte le operazioni finanziarie e, dall'altro, a rendere più chiari e comprensibili sia i processi di investimento, sia gli stessi mercati finanziari, favorendo una maggiore consapevolezza e fiducia nel settore da parte degli investitori medesimi. In estrema sintesi, tale Direttiva disciplina le seguenti tematiche: l'aumento di trasparenza tra investitore e intermediario, la consulenza su base indipendente, la valutazione di adeguatezza dell'investitore, la disciplina sulle segnalazioni delle irregolarità (cd. procedura di *whistleblowing*), la "targetizzazione" dei prodotti (cd. "*product governance*") e infine, l'incremento dei poteri delle autorità di controllo;
- b) il Regolamento n. 600/2014 (cd. *Market in financial instrument Regulation – MiFIR*) stabilisce requisiti uniformi in relazione alla comunicazione al pubblico di dati sulle negoziazioni, alla segnalazione di operazioni alle autorità competenti, alla negoziazione di strumenti derivati nelle sedi organizzate, all'accesso non discriminatorio alla compensazione e alla negoziazione di valori di riferimento, ai poteri di intervento delle autorità competenti;
- c) la Direttiva 2014/57/UE (*Market Abuse Directive – MAD*) riguarda le sanzioni penali in caso di abusi di mercato ed è mirata ad un processo di armonizzazione delle stesse a livello europeo, in relazione all'abuso di informazioni privilegiate, alla manipolazione di mercato e alla comunicazione illecita di informazioni privilegiate;
- d) il Regolamento 596/2014 (*Market Abuse Regulation – MAR*) istituisce un quadro normativo comune in materia di abusi di mercato, nonché misure per prevenire gli stessi al fine di garantire l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione europea ed accrescere la tutela degli investitori e la fiducia in tali mercati. Tale Regolamento, oltre a stabilire un regime sanzionatorio amministrativo, da recepirsi su base discrezionale in aggiunta alle sanzioni penali previste dalla MAD (cd. "doppio binario"), definisce i poteri delle autorità competenti e prescrive una serie di obblighi tesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato.

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Contrada Omerelli, 31 - 47890 San Marino  
segreteria.finanze@gov.sm - [www.finanze.sm](http://www.finanze.sm)

T +378 (0549) 882241/882661  
F +378 (0549) 882244



SEGRETERIA DI STATO  
FINANZE E BILANCIO

Per recepire i suddetti atti giuridici europei, tale intervento normativo si sviluppa in 34 articoli, rinviando alla normativa secondaria le disposizioni di maggior dettaglio o comunque di carattere tecnico. Considerato che la materia relativa agli strumenti finanziari era già trattata all'interno della LISF, si è ritenuto opportuno intervenire sull'articolato della medesima, sia per effettuare delle integrazioni ed aggiornamenti rispetto a disposizioni già presenti, sia per inserire *ex novo* quelle disposizioni che, per contenuti, necessitavano di rango primario. Inoltre la gran parte delle disposizioni contenute nella direttiva MiFID II troveranno diretto recepimento all'interno della regolamentazione attuativa di settore emanata dalla Banca Centrale della Repubblica di San Marino, ciò perché i servizi di investimento sono attualmente un'attività riservata ai sensi della LISF e perché anche la gestione dei mercati di strumenti finanziari lo diventano con il decreto in esame.

Gli interventi sulla LISF per il recepimento delle Direttive MiFID II e MAD, e dei relativi Regolamenti MiFIR e MAR, hanno quindi potuto essere pressoché circoscritti a:

- a) l'introduzione della figura del "Consulente finanziario indipendente", alternativa a quella del promotore finanziario (che svolge consulenza finanziaria in forma non indipendente);
- b) il rafforzamento dei poteri dell'autorità di vigilanza, anche in termini di accesso documentale e di indagine, in collaborazione con le forze di polizia e previa autorizzazione dell'autorità giudiziaria;
- c) l'introduzione di nuovi reati finanziari;
- d) l'aggiornamento dell'elenco delle attività riservate e degli strumenti finanziari (Allegati 1 e 2).

A livello di normativa primaria, si è reso inoltre necessario intervenire, seppur in misura meno diffusa, sulla Legge 29 giugno 2005 n. 96 (Statuto della Banca Centrale della Repubblica di San Marino), sul Decreto 30 maggio 2006 n. 76 (cd. Decreto Sanzioni) e sul Decreto Delegato 6 novembre 2006 n. 117 (cd. Decreto Oneri di Vigilanza).

Stante quanto sopra, le uniche disposizioni inserite nel decreto che ricorrono ad una tecnica normativa diretta riguardano l'individuazione dell'autorità competente e le norme finali e transitorie.

Si procede all'analisi del decreto delegato.

Il **Titolo I** del decreto in oggetto, si compone di due articoli che riportano disposizioni introdotte in forma diretta:

- l'articolo 1 ha carattere introduttivo, dove si espongono le finalità che si intendono perseguire;
- l'articolo 2 individua nella Banca Centrale della Repubblica di San Marino l'autorità competente ai fini del presente decreto, munendola di apposita delega ai fini dell'emanazione di provvedimenti, anche di natura normativa, per il recepimento degli atti in oggetto e per la definizione di aspetti applicativi, richiamando, così come gli altri decreti di recepimento, la possibilità di coordinamento con istituzioni, organi e organismi dell'U.E.

Il **Titolo II** si compone di ventisette articoli (dal 3 al 29) e introduce modifiche alle disposizioni della Legge quadro LISF (Legge 17 novembre 2005 n.165):

- l'articolo 3 è dedicato alle definizioni, con l'introduzione di nuove o l'aggiornamento di alcune già esistenti in LISF. È stata in particolare inserita la nuova definizione relativa alla figura del "consulente finanziario indipendente", imperniata sull'indipendenza della consulenza prestata, ed è stata aggiornata quella di "promotore finanziario", centrata, per converso, sull'esistenza di un legame esclusivo con un soggetto autorizzato. Sono state inoltre inserite, tra le altre, nuove definizioni, quali quelle relative a



SEGRETERIA DI STATO  
FINANZE E BILANCIO

“gestore del mercato”, a “sistema multilaterale di negoziazione”, a “sistema organizzato di negoziazione” e quella di “sedi di negoziazione”;

- gli articoli da 4 a 7, hanno in particolare aggiornato, tramite integrazioni e modifiche, il perimetro relativo ai servizi e alle attività connesse al settore degli strumenti finanziari di cui all’Allegato 1 della LISF, al fine di conformarsi a quanto previsto dalla MiFID II, con introduzione di nuovi servizi, quali: il servizio di consulenza in materia di investimenti (attività D7); la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione di strumenti finanziari (attività D8); la gestione di sistemi organizzati di negoziazione di strumenti finanziari (attività D9); l’attività di gestione di mercati regolamentati (attività D-bis); i servizi di comunicazione dati (attività D-ter) e il servizio di deposito centralizzato di strumenti finanziari, che è stato ricollocato alla lettera D-quater;
- l’Articolo 8 ha aggiornato, sostituendolo completamente, l’Allegato 2 della LISF relativo agli strumenti finanziari, introducendo nuove tipologie ad oggi non disciplinate dall’ordinamento sammarinese;
- l’Articolo 9 modifica il comma 1 dell’articolo 3 della LISF e si è voluto prevedere la facoltà di Banca Centrale della Repubblica di San Marino di stabilire nella propria regolamentazione di settore, casistiche che (tenuto conto di quanto previsto dalle direttive UE) possono essere ritenute esenti dal regime autorizzativo ordinario per svolgere attività riservate o possono prevedere regimi semplificati, in relazione all’applicazione di soglie qualitative ovvero quantitative;
- l’Articolo 10 aggiunge al primo comma dell’articolo 10 della LISF una nuova fattispecie (grave e sistematica violazione delle disposizioni che regolano l’esercizio dell’attività riservata) al ricorrere della quale la Banca Centrale della Repubblica di San Marino può procedere con la revoca dell’autorizzazione a svolgere attività riservate;
- gli articoli 11 e 12 introducono nella LISF la disciplina relativa alla nuova figura del consulente finanziario indipendente, apportando ove necessario le modifiche di coordinamento rispetto alla disciplina attualmente vigente in materia di promozione finanziaria. L’introduzione della nuova disciplina relativa alla figura del consulente finanziario indipendente consente anche a soggetti non autorizzati, ma comunque sottoposti a vigilanza, lo svolgimento dell’attività di consulenza finanziaria, sebbene su un perimetro di operatività più circoscritto rispetto a quello di un soggetto autorizzato e comunque senza possibilità di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. Ciò è stato realizzato, in conformità a quanto previsto dalla MiFID II, al fine di non subordinare all’istituzione di un soggetto autorizzato la prestazione di ogni forma di consulenza finanziaria;
- l’Articolo 13 modifica il secondo comma dell’articolo 26 della LISF, introducendo in particolare la facoltà per Banca Centrale della Repubblica di San Marino di disciplinare i casi in cui all’attività di intermediazione assicurativa sono applicabili le disposizioni in materia di servizi di investimento, avendo a mente la distribuzione dei prodotti assicurativi ad alto contenuto finanziario, quindi succedanei degli strumenti finanziari, per i quali, a tutela della clientela, può pertanto essere prevista l’applicazione di regole analoghe a quelle relative agli stessi strumenti finanziari;
- l’Articolo 14 sostituisce, integrandolo, il sesto comma dell’articolo 38 della LISF, esplicita la facoltà di ricorso amministrativo anche con riguardo ai casi di mancata adozione da parte di Banca Centrale della Repubblica di San Marino dei provvedimenti nei termini previsti dalla legge (cd. impugnazione del silenzio-rifiuto);
- l’Articolo 15 attribuisce nuovi poteri a Banca Centrale della Repubblica di San Marino nell’esercizio delle proprie funzioni di vigilanza, al fine di recepire su tale specifico aspetto quanto previsto dalla MiFID II



SEGRETERIA DI STATO  
FINANZE E BILANCIO

e dalla MAR. Per alcuni di questi nuovi poteri, più "invasivi" rispetto a diritti giuridicamente tutelati, è stato previsto che l'esercizio possa avvenire solo previa autorizzazione dell'autorità giudiziaria e ricorrendo anche alla collaborazione delle forze di polizia, cercando di mutuare l'omologo bilanciamento di interessi attuato nella vicina Italia con riguardo alle medesime esigenze. Per altri poteri quali: la possibilità di vietare a priori o sospendere la commercializzazione di determinati strumenti finanziari, di ordinare la sospensione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario o la cessazione di condotte irregolari da parte dei soggetti vigilati, l'esercizio degli stessi rimane prerogativa dell'autorità di vigilanza;

- L'articolo 16 modifica il secondo comma dell'articolo 62 della LISF prevedendo, in ottica di trasparenza e tutela dei clienti, che i documenti informativi che i soggetti autorizzati devono consegnare al contraente contengano anche informazioni sui costi e oneri connessi ai servizi e/o contratti offerti;

- L'articolo 17 integra l'articolo 68 della LISF, introducendo un nuovo canale per trasmettere a Banca Centrale della Repubblica di San Marino, da parte di chiunque, anche in assenza di lesione dei propri diritti, segnalazioni su possibili violazioni alle disposizioni della LISF o ai provvedimenti attuativi emanati dalla medesima. L'articolo definisce altresì le caratteristiche in termini di sicurezza, riservatezza, garanzie e tutela del soggetto segnalante che Banca Centrale della Repubblica di San Marino deve assicurare con riguardo a tali segnalazioni (cd. *whistleblowing*);

- L'articolo 18 modifica l'articolo 75 della LISF relativo all'attività di soggetti esteri, ha previsto che Banca Centrale della Repubblica di San Marino possa stabilire i casi in cui l'esercizio da parte di soggetti esteri di una o più attività riservate possa essere svolto solo attraverso la costituzione di una succursale e non anche in regime di prestazione di servizi senza stabilimento. Tramite tale articolo 18 è stato altresì previsto che, su conforme delibera del CCR, assunta coerentemente alle finalità di cui all'articolo 101, l'eventuale assenza della condizione di reciprocità, di cui al comma 4, lettera c) dell'articolo 75, richiesta ai fini dell'operatività in San Marino di soggetti esteri, possa non costituire elemento impeditivo, purché ovviamente sussistano le ulteriori condizioni per il rilascio da parte di Banca Centrale della Repubblica di San Marino della necessaria autorizzazione, ivi inclusa la sussistenza di apposite intese tra Banca Centrale della Repubblica di San Marino e l'autorità di vigilanza dello Stato d'origine, ai sensi di quanto previsto dalla lettera b) del comma 4 dell'articolo 75 della LISF;

- L'articolo 19 suddivide in due Capi, il Titolo I della Parte IV della LISF, riservando il primo ai nuovi reati finanziari in materia di abusi di mercato e relativo impianto definitivo, ricollocando i restanti illeciti nel secondo Capo, sotto la denominazione di "altre condotte illecite";

- L'articolo 20 contiene la nuova formulazione del reato di abuso e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, abrogando al contempo l'articolo 305 bis del Codice Penale, con la previsione dell'aumento di un grado della pena della reclusione rispetto alla precedente formulazione del misfatto, per allinearsi a quanto disposto dalla MAD;

- L'articolo 21 introduce il misfatto di manipolazione del mercato, con la previsione del medesimo trattamento sanzionatorio rispetto ai reati di cui all'articolo precedente;

- L'articolo 22 attua il recepimento delle previsioni contenute nella MAR per i casi di esenzione dalla suddetta disciplina sanzionatoria, che sono tassativamente da ricondursi alla negoziazione di azioni nei programmi di riacquisto di azioni proprie;

- gli articoli 23 e 24 introducono i nuovi perimetri definitivi delle "informazioni privilegiate" e dei "sondaggi di mercato", elementi indispensabili ai fini della qualificazione delle condotte penalmente sanzionabili sugli abusi di mercato;





SEGRETERIA DI STATO  
FINANZE E BILANCIO

- l'articolo 25 attribuisce alla Banca Centrale della Repubblica di San Marino il potere di istituire le prassi di mercato ammesse, individuando al contempo i criteri ai quali l'autorità di vigilanza dovrà attenersi nell'esercizio di detta facoltà;

- l'articolo 26, ripristinando parte dell'abrogato art. 305 bis del C.P. e in recepimento delle disposizioni contenute nella MAR, prevede l'inapplicabilità dei misfatti sugli abusi di mercato alle operazioni compiute dallo Stato per ragioni attinenti alla politica economica;

- gli articoli 27 e 28, a corollario dell'introduzione della disciplina in materia di investimento, al fine di rafforzare la tutela degli investitori introducono i nuovi misfatti finanziari di "gestione infedele" e "di falsità nella gestione accentrata di strumenti finanziari";

- l'articolo 29, nel ripristinare l'applicabilità della confisca di cui all'abrogato articolo 305 bis del C.P., la estende a tutte le fattispecie di reati finanziari incluse nel Titolo della LISF dedicato alle sanzioni penali.

Il **Titolo III** si compone di un unico articolo (il 30) e apporta modifiche al Decreto 30 maggio 2006 n.76 ("Decreto Sanzioni"), in particolare include tra i soggetti sanzionabili anche la nuova categoria dei consulenti finanziari indipendenti, per i quali sono stati previsti minimi e massimi edittali pari a quelli già stabiliti per i promotori finanziari. Tramite l'articolo 30 è stato altresì esteso l'ambito di sanzionabilità anche alle violazioni delle disposizioni relative al fondo di indennizzo degli investitori di cui all'articolo 100-bis della LISF, al pari di quanto già previsto per il fondo di garanzia dei depositanti.

Il **Titolo IV** si compone anch'esso di un unico articolo (il 31) e apporta modifiche all'articolo 33 della Legge 29 giugno 2005 n.96 ("Statuto della Banca Centrale della Repubblica di San Marino") ed in particolare, in ottica di allineamento all'articolo 100-bis della LISF, include tra le funzioni di vigilanza e di tutela degli investitori di Banca Centrale della Repubblica di San Marino anche quella di gestione, regolamentazione e amministrazione dei sistemi di indennizzo degli investitori.

Il **Titolo V** si compone di un unico articolo (il 32) e apporta modifiche al Decreto Delegato 6 novembre 2006 n.117, in materia di oneri di oneri di vigilanza ex art.21 L.92/2005, al fine di allinearli alle integrazioni apportate alla LISF. L'allineamento consta di tre interventi, distinti nei tre diversi commi:

a) il primo comma amplia l'elenco dei soggetti vigilati includendovi i consulenti finanziari indipendenti;

b) il secondo comma introduce 6 nuove righe alla tabella di cui all'art.3 comma 1, prevedendo per le nuove attività riservate (D7, D8, D9, D-bis, D-ter, D-quater) la rispettiva quota fissa di contribuzione annua agli oneri di vigilanza;

c) il terzo comma estende ai consulenti finanziari indipendenti le quote fisse di contribuzione annua agli oneri di vigilanza già previste per i promotori finanziari, quando persone fisiche, e per gli intermediari assicurativi, quanto persone giuridiche.

Il **Titolo VI** si compone di due articoli (il 33 e il 34) e contiene disposizioni finali e transitorie:

- l'articolo 33 stabilisce che delle nuove attività riservate, solo la D7 (consulenza) venga riconosciuta di diritto ai soggetti già autorizzati allo svolgimento degli altri servizi di investimento, mentre, per tutte le altre (D8, D9, D-bis, D-ter, D-quater), è necessaria una apposita autorizzazione di Banca Centrale della Repubblica di San Marino. L'articolo in questione regola anche in via provvisoria l'esercizio della consulenza finanziaria indipendente, prevedendone la prosecuzione nel regime attuale fino ad emanazione della relativa regolamentazione attuativa da parte di Banca Centrale della Repubblica di San Marino, salvo l'obbligo di informazione alla stessa autorità di vigilanza entro il 31 luglio 2019 da parte dei soggetti che attualmente stanno svolgendo tale attività;



SEGRETERIA DI STATO  
FINANZE E BILANCIO

- l'Articolo 34 ha ad oggetto le norme attuative e, similamente a quanto previsto dai precedenti decreti delegati di recepimento dell'*acquis* comunitario da Convenzione Monetaria, prevede una graduale successione delle norme nonché, per quelle di nuova introduzione che presuppongono l'adozione di regolamenti attuativi, la loro applicabilità secondo le modalità e i tempi ivi previsti (cd *phase-in*).

Con riferimento al recepimento effettuato, si evidenzia quanto segue:

- a) si è tenuto conto, in chiave comparatistica, delle norme già vigenti nella vicina Repubblica Italiana, ed in particolare di quelle introdotte nel cd. T.U.F. in recepimento dei medesimi atti giuridici europei;
- b) si è avuta presente la attuale limitatezza quali-quantitativa dei servizi di investimento attualmente svolti a San Marino e l'inesistenza in territorio di mercati finanziari qualificabili come "mercati regolamentati" secondo gli standard europei;
- c) si è optato, compatibilmente con quanto consentito anche ai Paesi Membri, di non adottare il "doppio binario sanzionatorio" (penale e amministrativo), onde evitare le problematiche del ne bis in idem già difficilmente superate nei predetti Paesi, scegliendo quale unico regime sanzionatorio per i gravi illeciti della MAR quello penale;
- d) si è ritenuto opportuno, dovendo inserire i nuovi reati finanziari all'interno della LISF, trasferire il misfatto di "abuso di informazioni privilegiate", già introdotto nel C.P. come art.305 bis, all'interno della stessa LISF, precisandone comunque la natura dolosa e mantenendo pressoché inalterate le pene ed estendendo nell'occasione la possibilità di confisca, ove ne ricorrano le condizioni, per tutte le altre fattispecie di reati finanziari.

Con riguardo a quanto sopra illustrato, si auspica che i negoziati per l'accordo di associazione tra la Repubblica di San Marino e l'Unione europea possano agevolare la rimozione delle complessità rilevate e consentire così il completo recepimento degli atti giuridici europei citati.

Il decreto delegato è quindi il frutto di un lavoro che mira al rispetto sia delle scadenze concordate con la Commissione europea in riferimento agli impegni assunti con la sottoscrizione della Convenzione Monetaria, in particolare il termine di recepimento della direttiva MiFID II (e del suo regolamento) e del pacchetto MAD-MAR, previsto per il 31 marzo 2019, sia dell'esigenza di mantenere un equilibrio tra le finalità molto chiare della direttiva e il salvaguardare il più possibile le peculiarità del contesto sammarinese con le sue tipicità.

IL SEGRETARIO DI STATO

- Eva Guidi -