



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management

**TUTELA DELL’INVESTITORE E
CONSULENZA FINANZIARIA: LE NOVITA’
INTRODOTTE DA MIFID II**

(INVESTOR PROTECTION AND FINANCIAL ADVICE: THE
INNOVATIONS INTRODUCED WITH MIFID II)

Relatore: Chiar.mo
Prof. Filippo Fiordiponti

Tesi di Laurea di:
Concetta Esposito

Anno Accademico 2018–2019

Indice

Introduzione.....	1
I CAPITOLO.....	4
L'INVESTITORE DA HOMO OECONOMICUS A HOMO IRRATIONALIS.....	4
1.1 L'investitore secondo la teoria classica.....	4
1.2 Efficient Market Hypothesis (EMH).....	5
1.2.1 Le conseguenze dell'efficienza: gestione attiva e gestione passiva del portafoglio.....	11
1.2.3 Critiche alla teoria dei mercati efficienti: profilo empirico e teorico.....	13
1.3 Teoria dell'utilità attesa.....	16
1.3.1 La funzione di Utilità Attesa.....	19
1.3.2 Le critiche alla teoria dell'utilità attesa.....	21
1.4 La crisi della finanza tradizionale e l'avvento della finanza comportamentale.....	26
1.4.1 Le euristiche.....	31
1.4.2 Le emozioni e le scelte di investimento.....	34
1.5 Finanza comportamentale e tutela dell'investitore.....	39
II CAPITOLO.....	41
LA CONSULENZA FINANZIARIA: EVOLUZIONE STORICA.....	41
2.1 La legge n.1 del 2 gennaio 1991.....	41
2.2 La direttiva 93/22/CEE e il d.lgs n. 415 del 1996.....	45

2.3 L'introduzione del Testo Unico della Finanza (D.lgs. 28 febbraio 1998, n.58)...	51
2.4 Il piano d'azione per i servizi finanziari e l'introduzione della Markets in Financial Instruments Directive.....	54
2.5 Attuazione della MiFIF: obiettivi e novità introdotte.....	56
2.5.1 L'organizzazione dei mercati	59
2.5.2 I rapporti tra cliente e intermediario	61
2.5.3 I requisiti organizzativi degli intermediari	68
2.5.4 La consulenza in materia di investimenti con MiFID	69
2.5.5 Recepimento della direttiva MiFID nell'ordinamento italiano	74
III CAPITOLO	76
LE NOVITA' INTRODOTTE DA MIFID II	76
3.1 Ambito di applicazione della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento (UE) n.600/2014: organizzazione dei mercati	78
3.2 Ambito di applicazione della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento (UE) n.600/2014: rapporti intermediari/clienti.....	85
3.2.1 La consulenza finanziaria su base indipendente.....	86
3.2.2 L'informativa da fornire al cliente	92
3.2.3 La valutazione di adeguatezza.....	96
3.3 Product governance.....	100
3.4 Product intervention.....	103
3.5 Recepimento della direttiva 2014/65/UE nell'ordinamento italiano	106

CAPITOLO IV	108
LA FIGURA DEL CONSULENTE FINANZIARIO	108
4.1 L'organismo dei Consulenti Finanziari (OCF).....	110
4.2 Focus sul consulente abilitato all'offerta fuori sede	114
4.2.1 Offerta fuori sede: i rischi legati all'attività	117
4.3 Il conflitto di interesse nella consulenza non – indipendente	120
4.4 Analisi sulle scelte di investimento delle famiglie italiane e sulla domanda di consulenza: Report CONSOB 2018	124
Conclusioni.....	129
Bibliografia.....	133

Introduzione

“Com’è venuta nel mondo la ragione? Com’è giusto che arrivasse, in un modo irrazionale”.

La finanza classica per decenni ha dipinto la figura dell’investitore come agente puramente razionale, in grado di massimizzare il proprio benessere e la propria utilità. Come ci insegna, però, Friedrich Nietzsche in una delle sue più celebri massime, anche l’elemento più razionale come la ragione nasce e deriva dall’irrazionalità. Nel primo capitolo del presente lavoro, si vuole porre, dunque l’accento sulla figura dell’investitore partendo dalle teorie predominanti della finanza classica per poi arrivare al filone, più recente, dell’Economia comportamentale che, dopo anni, dipinge un soggetto non più guidato dalla ragione ma influenzato da elementi psicologici e attitudini comportamentali.

E’ essenziale dunque, che l’investitore, sia guidato nelle scelte di investimento e supportato da un solido impianto normativo. Per questo, nel secondo capitolo si introduce il servizio di consulenza finanziaria, che verrà analizzato dal punto di vista normativo partendo dalla legge n.1 del 2 gennaio 1991 che definisce la consulenza finanziaria come un servizio di investimento (in realtà denominata attività di intermediazione mobiliare), passando per il decreto EUROSIM che declassa il servizio di consulenza a mera attività accessoria, per poi concludere con la Direttiva 2004/39/CE che riqualifica il servizio di consulenza finanziaria

riintroducendolo tra le attività di investimento, andando cioè a ripristinare ciò che era previsto precedentemente al decreto EUROSIM.

Tra gli obiettivi del presente elaborato vi è anche una disamina sulla disciplina prevista a tutela dell'investitore, ed è proprio per tale ragione, che il terzo capitolo è dedicato alla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II). Questa, introduce importanti novità sia in materia di consulenza finanziaria, per la prima volta viene tipizzata la figura del consulente indipendente, ma anche in materia di mercati finanziari, basti pensare che uno degli scopi della Direttiva è quello di creare un mercato finanziario più omogeneo e organizzato. Innovative sono anche le prescrizioni previste in materia di Product Governance e di Product Intervention; attraverso la prima viene garantita maggiore trasparenza per l'investitore, imponendo agli emittenti di strumenti finanziari di giustificare il target di clientela a cui ci si rivolge con la specifica emissione e, con la seconda, vengono rafforzati i poteri degli organi di vigilanza. Il tutto, per incrementare la tutela dell'attore più debole dei mercati finanziari.

Infine, nel quarto e ultimo capitolo verrà focalizzata l'attenzione sul consulente finanziario, quale soggetto che deve gestire l'emotività dell'investitore aiutandolo a raggiungere i propri obiettivi di investimento attraverso un'opportuna pianificazione finanziaria. Il focus sarà sulla figura del Consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, legato al proprio intermediario, e quindi soggetto a specifici rischi ed adempimenti. Infine, partendo dal Report Consob 2018 sulle

abitudini di investimento dell'investitore retail verranno commentate le scelte finanziarie delle famiglie italiane e il loro ricorso al servizio di consulenza.

I CAPITOLO

L'INVESTITORE DA HOMO OECONOMICUS A HOMO IRRATIONALIS

1.1 L'investitore secondo la teoria classica

L'alternarsi di fasi euforiche e fasi depressive, che hanno caratterizzato i mercati finanziari negli ultimi anni, ha attirato l'attenzione di diversi Studiosi, che hanno iniziato ad occuparsi del comportamento assunto dagli investitori nell'effettuare le proprie scelte di investimento, in parte già affrontato da alcuni studiosi di psicologia intorno agli anni '70.

Sino ad allora però le teorie predominanti designavano l'investitore come un individuo razionale in grado di massimizzare la propria efficienza e il proprio utile. Si parla per l'appunto dell'*homo oeconomicus*¹: agente puramente razionale, dotato di uno "spietato" egoismo e di una sorprendente capacità di massimizzare la propria utilità in condizioni di rischio/incertezza senza mai sbagliare o farsi condizionare da qualsiasi fattore (interno o esterno).

¹ John Stuart Mill, 1836, "*Sulla definizione di economia politica e sul metodo d'indagine ad esso appropriata*".

Le principali teorie della finanza tradizionale che presuppongono la razionalità dell'investitore sono: la teoria dei mercati efficienti e la teoria dell'utilità attesa. Tali due ambiti di studio vanno infatti a postulare il comportamento dell'agente economico senza basarsi su riscontri empirici e senza considerare la componente emozionale-psicologica dell'individuo.

1.2 Efficient Market Hypothesis (EMH)

La teoria dell'efficienza dei mercati finanziari può essere annoverata tra quelle tematiche che hanno maggiormente acceso l'interesse degli studiosi nel corso degli ultimi anni, occupando un ruolo di primo piano nella produzione scientifica. A tal fine però, il primo passo da compiere è rappresentato dalla definizione del termine "efficienza" e dalla successiva delimitazione dell'ambito di indagine. Effettivamente, esistono diverse accezioni del concetto di efficienza dei mercati finanziari, che possono essere riassunte in cinque categorie:

Efficienza informativa, cioè i prezzi dei titoli riflettono in ogni momento tutte le informazioni disponibili;

Efficienza valutativa, cioè le quotazioni riflettono esattamente la reale entità dei fondamentali d'azienda;

Efficienza di completezza o di totale assicurazione, cioè la possibilità di realizzare scambi a tutte le scadenze ed in qualunque circostanza futura.

Efficienza funzionale, cioè il contributo che il mercato finanziario dà all'economia nel suo complesso.

A queste quattro definizioni se ne può aggiungere una quinta che riguarda *l'efficienza tecnico-operativa*, cioè l'insieme delle organizzazioni e delle procedure attraverso le quali il mercato svolge le sue funzioni, razionalizzando la propria struttura di costi.

Seguendo la tradizione economica, in questa sede si affronterà il tema dell'*efficienza informativa*, argomento che è stato oggetto di studio e di osservazioni empiriche ponendo particolare attenzione alla cosiddetta *ipotesi dei mercati efficienti*, il cui contributo più significativo è senza alcun dubbio quello di Eugene Fama², considerato in maniera indiscussa il “padre” e fautore della teoria. In accordo con la sua notissima ed originale definizione, si può considerare **efficiente** un mercato dei capitali in cui i prezzi rispecchiano sempre e pienamente tutte le informazioni disponibili³. L'esperienza insegna, però che difficilmente un mercato è del tutto efficiente o inefficiente. Per questa ragione esistono diversi livelli di efficienza informativa, costruiti in funzione della tipologia e della

² Fama E.F., 1970, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Volume 25, Issue n.2, May, pp. 383-417.

³ Fama E.F., 1970, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Volume 25, Issue n.2, May, p.383: << A market in which prices always fully reflect available information is called efficient>>.

quantità di informazioni che sono riflesse nei prezzi dei titoli presenti sul mercato stesso.

Sulla base di questa considerazione Fama individuò tre livelli di efficienza informativa:

- Efficienza informativa in forma debole (*weak form*): un mercato presenta l'efficienza in forma debole se i prezzi riflettono pienamente ed istantaneamente tutte le informazioni sull'andamento passato degli stessi. Qualunque tecnica di investimento che intende sfruttare il movimento del prezzo sarà improduttiva in quanto il prezzo si aggiusterà istantaneamente al nuovo valore di equilibrio, rendendo nulla la possibilità di conseguire extra-profitti.

In poche parole, si deduce che i prezzi passati non potranno essere utilizzati per prevedere alcunché sui prezzi futuri.

Tuttavia, se il mercato è efficiente in forma debole solo i soggetti che sanno leggere e interpretare le informazioni pubbliche, come gli investitori professionali (tra cui in particolare i fondi comuni di investimento) e coloro che possiedono l'informazione privata, possono realizzare extraprofitti, mentre, come già detto, non è possibile ottenere guadagni anomali in base ai prezzi passati;

- Efficienza in forma semi- forte (*semi-strong form*): un mercato che presenta tale tipo di efficienza è un mercato in cui i prezzi riflettono sia le informazioni storiche, sia le informazioni di pubblico dominio. In questo

tipo di mercato solo gli insider, utilizzando l'informazione privilegiata, possono approfittarne realizzando alti rendimenti;

- Efficienza in forma forte (*strong form*): se il mercato è efficiente in forma forte i prezzi riflettono oltre alle informazioni storiche e quelle di pubblico dominio, anche le notizie riservate. In tale situazione il set informativo è assolutamente completo e nemmeno gli investitori che posseggono informazioni private hanno la possibilità di guadagnare sopra la media (insider trading impossibile)⁴.

E. Fama sostenne che i mercati erano efficienti in forma debole. Secondo tale definizione dunque, il percorso seguito dal prezzo di un titolo è quello definito dalla teoria *random walk*. Tale concetto fu per la prima volta sottoposto all'attenzione degli accademici dal matematico francese Bachelier, nel 1900⁵; il quale mostrò che i prezzi dei titoli di Stato francesi, assumevano un andamento del tutto casuale e dunque erano perfettamente conformi ad un *random walk*. In termini puramente statistici tale modello assume che i rendimenti percentuali di periodo siano delle variabili causali indipendenti ed identicamente distribuite, ovvero che le variazioni e i rendimenti precedenti non possono essere sfruttati per formulare previsioni attendibili su quelli futuri.

⁴ Economia del mercato mobiliare, a cura di P.L. Fabrizi, Milano, Egea, 2013, pp 527-530.

⁵ Bachelier L., 1900, *Theory of Speculation*, in Cootner P., 1964, *The Random Character of Stock Market Prices*, MIT Press, Cambridge.

A sostegno dell'ipotesi dei mercati efficienti, vi è innanzitutto una convincente argomentazione teorica che si articola in tre proposizioni, le quali si basano su ipotesi progressivamente più deboli.

La prima proposizione assume che gli investitori siano razionali e quindi valutino ogni titolo razionalmente, cioè per il suo valore fondamentale. Il valore fondamentale di un'attività finanziaria è costituito dal valore attuale netto dei cash-flow futuri attesi, scontato in base ad un determinato fattore di rischio. Pertanto, quando viene comunicata una nuova notizia al mercato, positiva o negativa, gli investitori reagiranno acquistando nel primo caso, o vendendo nel secondo caso i titoli; questo comporta un aumento (notizia positiva) o una diminuzione (notizia negativa) dei prezzi per il gioco domanda e offerta. Questo incremento o diminuzione dei prezzi viene immediatamente recepita dagli altri investitori che si adegueranno ad esso. In tal modo, il mercato reagisce immediatamente alle nuove informazioni adeguando il prezzo del titolo al rialzo o al ribasso e, quindi, facendo corrispondere il valore di mercato del titolo con il suo valore fondamentale, ossia al valore effettivo dell'impresa emittente.

La seconda proposizione assume che nel caso in cui vi siano alcuni investitori che agiscano irrazionalmente, la loro influenza sulla formazione dei prezzi sarebbe del tutto irrilevante e tale da non inficiare l'efficienza dei mercati.

Questo perché l'azione degli eventuali investitori irrazionali sarebbe del tutto sconnessa e non correlata rispetto a quella degli altri investitori, e quindi il loro

operato non sarebbe in grado di influenzare il mercato, cioè non modificherebbero i prezzi dei titoli. Anche in questo caso, dunque, i prezzi dei titoli corrispondono ai valori fondamentali.

La terza proposizione assume che vi siano investitori irrazionali e possa esserci correlazione tra le loro strategie di investimento e che quindi tali strategie possono influenzare il corso dei titoli, determinando la formazione di prezzi di mercato che non corrispondono al valore fondamentale.

L'efficienza, però, sarebbe garantita dall'azione degli arbitraggisti, che riportano i prezzi del mercato al loro valore fondamentale.

Qualora, infatti il prezzo di un titolo su un dato mercato non corrispondesse all'effettivo valore fondamentale, gli arbitraggisti, che operano su più mercati contemporaneamente, se ne accorgerebbero sfruttando al loro vantaggio la situazione e riportando l'equilibrio nel mercato.

Più dettagliatamente quando un titolo scende sotto il suo valore fondamentale a causa dell'azione di un investitore irrazionale, un arbitraggista compra il titolo su quel mercato e lo rivende immediatamente su un altro mercato. In questo modo, l'operazione dell'arbitraggista fa alzare il prezzo del titolo sottostimato e lo riporta al livello del suo valore fondamentale. L'azione degli arbitraggisti mantiene i prezzi prossimi ai valori fondamentali e quindi permette la conservazione dell'efficienza dei mercati.

1.2.1 Le conseguenze dell'efficienza: gestione attiva e gestione passiva del portafoglio

L'importanza degli studi che tentano di stabilire se il mercato azionario è efficiente oppure no, è dovuta soprattutto in riferimento alle implicazioni che tali risultati hanno sulle strategie di investimento adottate dagli investitori.

In un mercato perfettamente efficiente, come descritto dalla teoria di Fama, l'unica strategia vincente è fondata sulla *gestione passiva*⁶. Con tale strategia il gestore di un portafoglio (spesso, ma non necessariamente, un fondo comune di investimento, un fondo pensione o un altro organismo collettivo di risparmio) minimizza le proprie decisioni al fine di minimizzare i costi di transazione e l'imposizione fiscale sui guadagni in conto capitale.

Nell'ambito della gestione passiva, è comune ricorrere al metodo di replicare l'andamento di un indice di mercato (detto **benchmark**) o di una composizione di indici di mercato. Tale approccio è più comune nella gestione dei portafogli azionari, attraverso la creazione dei cosiddetti fondi indice, che replicano l'andamento di un indice azionario.

Come detto prima, la gestione passiva trova fondamento proprio nell'efficienza del mercato; dato che il prezzo di mercato riflette pienamente tutte le informazioni disponibili è impossibile pensare di "battere" il mercato ed ottenere extra-

⁶ <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,448,0,49,html/la-gestione-passiva>

rendimenti; cioè, quindi, di realizzare una performance migliore del mercato nel suo complesso.

In un mercato perfettamente efficiente non risultano essere vincenti, invece, le strategie di investimento fondate sulla *gestione attiva*⁷ del portafoglio. Tale strategia risulta essere profittabile soltanto quando il prezzo di mercato non riflette tutte le informazioni disponibili, ed è dunque possibile adottare delle decisioni di investimento che consentano al gestore di ottenere una performance superiore a quella di un indice di riferimento, il **benchmark**; quindi in condizione di inefficienza dei mercati.

Il concetto alla base della gestione attiva è il seguente: il gestore espone il portafoglio a un **rischio superiore a quello del benchmark**; se il maggior rischio genera un maggiore rendimento, la strategia ha successo.

I principali strumenti a disposizione del gestore per mettere in atto tale strategia sono:

- **asset allocation**: variare nel tempo l'esposizione del portafoglio ai diversi mercati di riferimento, al fine di sfruttare - idealmente - le tendenze positive di alcuni di questi, abbandonando quelli che manifestano tendenze negative;
- **stock picking**: selezionare le attività finanziarie in modo da creare un

⁷ <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,447,0,49,html/la-gestione-attiva>

portafoglio in cui prevalgono le attività sottostimate dal mercato (quindi con un maggiore potenziale di crescita) rispetto a quelle sovrastimate;

- **market timing**: aumentare o diminuire l'esposizione del portafoglio ai diversi mercati di riferimento sulla base di previsioni sull'andamento futuro dei prezzi.

1.2.3 Critiche alla teoria dei mercati efficienti: profilo empirico e teorico

Alla fine degli anni '70 l'ipotesi dei mercati efficienti appare valida sia teoricamente che empiricamente sancendo il grande trionfo dell'economia del XX secolo.

Basti pensare che Jensen, sul finire degli anni '70 arriva ad affermare che: “non c'è altra proposizione in economia che abbia un'evidenza empirica più solida dell'ipotesi dei mercati efficienti”. Tuttavia, poco più tardi, iniziano a essere pubblicati i primi lavori empirici che mettono in discussione la suddetta teoria, dimostrando che i mercati non presentano la caratteristica dell'efficienza ma, sono pervasi da numerosi *bias*⁸.

Tra questi, Rozeff e Kinney nel 1976, documentarono un comportamento anomalo dei rendimenti del mercato in alcuni periodi dell'anno. Evidenziarono un rendimento medio più alto nel mese di gennaio, rispetto agli altri mesi. Nel loro

⁸ In psicologia col termine anglosassone *bias* si indica una predisposizione a un errore di tipo cognitivo. I principali esempi di *bias*, commessi dagli investitori, sono: l'eccessivo ottimismo, l'*overconfidence* e l'illusione di controllo.

esperimento vennero utilizzate le azioni del NYSE nel periodo 1904-1974, ed il risultato fu il seguente: il rendimento medio del mese di gennaio era pari al 3.48%, notevolmente più alto dello 0.42% relativo al rendimento medio degli altri mesi dell'anno. L'effetto, meglio noto come *effetto gennaio*, fu poi riscontrato anche negli anni successivi e nei mercati azionari di paesi diversi⁹.

Tra le possibili spiegazioni dell'effetto, c'è la considerazione che il rendimento extra di gennaio rappresenti la remunerazione del rischio di trattare con operatori al corrente dei dati di bilancio.

Un'ulteriore anomalia che contrasta con l'ipotesi di efficienza dei mercati, è stata rinvenuta da Bouman e Jacobsen; si tratta del cosiddetto *Halloween indicator*, forte effetto stagionale secondo cui i rendimenti azionari siano più alti nel periodo novembre-aprile, che nel periodo compreso tra maggio e ottobre. Gli autori citati, ne trovano evidenza in ben 37 dei mercati studiati e anche se nel Regno Unito tale evidenza è più marcata, in generale il periodo delle vacanze estive porta con sé una maggiore euforia dei mercati.

Un'ulteriore anomalia di calendario fu poi rinvenuta da Jacobs e Levy nel 1988, è si tratta dell'*effetto holiday*; gli autori documentarono che il 35% della crescita dei corsi delle azioni tra il 1963 ed il 1982 si è verificato negli otto giorni prefestivi di ogni anno.

⁹ Gultekin, M. and N. B. Gultekin (1983). "Stock Market Seasonality: International Evidence," *Journal of Financial Economics*, 12: 469-481

Oltre che dal punto di vista empirico, la teoria è stata ampiamente criticata anche prendendo in considerazione il profilo teorico. La critica si articola in tre aspetti principali.

Non è possibile supporre che l'universo degli investitori sia integralmente razionale in ogni circostanza. Una prova di ciò è costituita, secondo Fischer Black, dall'esistenza dei cosiddetti *noise trader*, cioè investitori irrazionali che prendono decisioni sulla base di fattori diversi dall'esame razionale delle informazioni a disposizione. Molti individui agiscono con modalità assolutamente non razionali, che vengono spiegate dalla psicologia e dalla sociologia.

Il mercato finanziario non è solo popolato da investitori individuali ma anche da professionisti di società finanziarie. Quest'ultimi oltre a essere condizionati dagli stessi *bias* degli investitori individuali, subiscono un ulteriore condizionamento dovuto alla gestione del capitale altrui.

Le operazioni di arbitraggio non sono sempre possibili, talvolta si può verificare che di un determinato titolo non ne esista un sostituto in un altro mercato, comportando che il prezzo sia lontano al suo valore fondamentale e quindi che il mercato non sia efficiente.

1.3 Teoria dell'utilità attesa

Tra le teorie psicologiche del comportamento umano la teoria dell'utilità attesa rappresenta il modello teorico principale all'interno dell'orizzonte della decisione classica. Questa prospettiva, incentrata sull'uomo come essere razionale e prevedibile nel suo agire, è stata proposta da Von Neuman e Morgenstern nel 1947 ed è stata largamente accettata ed applicata come modello del comportamento economico per trent'anni, fino cioè all'emergere di una nuova teoria maggiormente vicina alla realtà economica che determinò il passaggio dall'idea classica dell'uomo razionale e prevedibile all'individuo "più vicino alla realtà" e non razionale nelle decisioni: la teoria del prospetto.

Secondo la teoria dell'utilità attesa quando un individuo o un consumatore si trova di fronte a delle alternative senza conoscere con certezza quale si verificherà, ma ne conosce la distribuzione di probabilità di realizzazione, sceglie, tra le varie possibilità, quella alla quale è associata l'utilità attesa più elevata in base alle risorse che ha a disposizione. In altre parole, si può dire che la teoria dell'utilità attesa è un criterio che permette di selezionare la scelta del consumatore in condizione di incertezza.

Di seguito si propone un esempio del modello.

Esempio

Se un individuo deve effettuare un investimento e si trova a dover scegliere tra più alternative cercherà di trovare quella a cui è associata una maggior utilità:

Il progetto di investimento consente di ottenere 300 euro con una probabilità p del 40% e di ottenere 400 euro con una probabilità $(1-p)$ del 60%.

Il valore atteso dell'investimento è $= 300 \cdot 0,40 + 400 \cdot 0,60 = \mathbf{360 \text{ euro}}$

Il progetto di investimento consente di ottenere 200 euro con una probabilità p del 50% e di ottenere 250 euro con una probabilità $(1-p)$ del 50%.

Il valore atteso dell'investimento è $= 200 \cdot 0,50 + 250 \cdot 0,50 = \mathbf{225 \text{ euro}}$

L'investitore dopo aver calcolato il valore atteso di tutte le possibili scelte di investimento A e B sceglierà quella che gli permette di ottenere una maggiore utilità. In tal caso un soggetto razionale che ha l'obiettivo di massimizzare il suo benessere sceglie l'investimento A che consente di ottenere un maggior valore atteso rispetto B¹⁰.

La teoria dell'utilità attesa poggia su alcuni assiomi grazie ai quali la logica sottostante al comportamento decisionale risulta molto semplificata; tra questi i principali sono:

¹⁰ Keith Cuthbertson e Dirk Nitzsche (2005). *"Economia finanziaria quantitativa"*, Il Mulino, Bologna, pp 21-26.

- *L'assioma della transitività* afferma che se un individuo preferisce l'alternativa X all'alternativa Y , e preferisce l'alternativa Y alla Z , allora questo individuo preferisce l'alternativa X all'alternativa Z ;
- *L'assioma di indipendenza* asserisce che se un'alternativa è preferita ad un'altra, la presenza di una terza alternativa non ne modifica la preferenza. In termini più specifici se l'agente preferisce X a Y , preferirà anche una lotteria in cui può vincere X (bene o somma di denaro) con probabilità, ad esempio, del 30% e Z con probabilità del 70%, rispetto ad una lotteria in cui può vincere Y con probabilità del 30% e Z con probabilità del 70%;
- *L'assioma della completezza delle preferenze* sostiene che un individuo riesce sempre a stabilire un ordine di preferenza tra i possibili risultati di un evento incerto con più esiti. E' una proprietà importante perché si esclude la possibilità in cui non si riesca a effettuare una classifica sulle preferenze.
- *L'assioma della non sazietà*: l'individuo non è mai sazio, una quantità maggiore sarà sempre preferita rispetto ad una quantità minore. La crescita della preferenza aumenta insieme alla crescita della probabilità, e date due alternative con gli stessi guadagni si preferisce quella con probabilità più alta

L'idea fondamentale alla base di questa teoria, nel rispetto degli assiomi, è che gli individui agiscono in modo razionale e quindi sono sempre in grado di prendere

delle decisioni in base alle proprie preferenze; la decisione viene vista come una elaborazione algebrica delle informazioni sulle probabilità in possesso al decisore.

1.3.1 La funzione di Utilità Attesa

Le ipotesi e gli assiomi descritti nel paragrafo precedente permettono di introdurre la funzione dell'utilità attesa, cioè una funzione matematica che rappresenta l'ordine di preferenza delle scelte degli individui secondo il loro livello di utilità, quindi se una determinata scelta (A) è preferita a un'altra (B), la funzione di utilità della scelta preferita è maggiore dell'altra ossia avremo che: $U(A) \geq U(B)$.

Creata la funzione di utilità, l'individuo razionale sceglierà l'alternativa che massimizza il livello di utilità attesa $E(U)$, definito come la media ponderata delle utilità delle singole alternative utilizzando come pesi le probabilità del verificarsi delle alternative considerate.

$$E[U(w_i)] = \sum_{i=1}^n p_i U(w_i)$$

La funzione dell'utilità attesa, assume degli andamenti diversi in base all'avversità rispetto al rischio dell'individuo. L'individuo *avverso al rischio* ha una funzione di utilità concava rispetto alla ricchezza, il che vuol dire che quando aumenta la

ricchezza, l'utilità aumenta meno che proporzionalmente. Si dice anche che essa è caratterizzata da un'utilità marginale decrescente.

Se la funzione di utilità, invece, è convessa (caratterizzata, cioè, da un'utilità marginale crescente) l'individuo è *propenso al rischio*. Infine, se la funzione di utilità è lineare (utilità marginale costante), l'individuo è *indifferente al rischio*, come si vede nella figura 1.1.

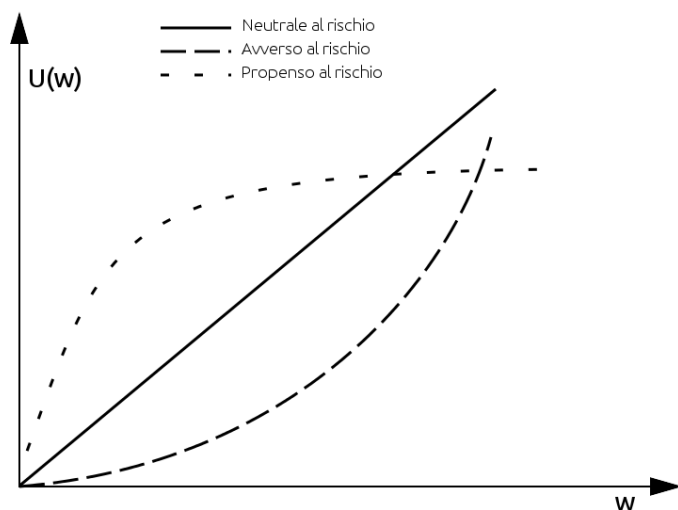


FIGURA 1.1 FUNZIONE DELL'UTILITÀ ATTESA.

Alla funzione di utilità è, quindi, collegato il concetto di “premio per il rischio” che misura quanto l'individuo è disposto a pagare per eliminare il rischio della scelta e ottenere un risultato certo, o quanto viceversa si attende come rendimento

supplementare per passare da un investimento privo di rischio ad un investimento rischioso.

In particolare, maggiore è la concavità della funzione, maggiore è il premio per il rischio.

1.3.2 Le critiche alla teoria dell'utilità attesa

La teoria dell'utilità attesa è stata la teoria predominante fino alla fine degli anni Settanta, fino a quando è diventata oggetto di discussione di alcuni studiosi, che si sono occupati di verificare sperimentalmente le ipotesi alla base delle teorie classiche. Tali verifiche sono nate dall'osservazione e dalla necessità di capire il comportamento umano.

La teoria classica (attraverso il modello di efficienza dei mercati e la teoria dell'utilità attesa) pensava all'investitore come un soggetto razionale, capace di scegliere sempre in modo ottimale, massimizzando il proprio benessere. Tuttavia, osservando l'agire degli individui, gli studiosi hanno realizzato che gli assunti alla base della teoria classica non rispettavano quanto avveniva nella realtà.

Le principali critiche alla teoria dell'utilità si fondano su due paradossi che dimostrano la violazione degli assiomi di razionalità su cui si fonda la teoria.

A tal proposito si ricordano: il paradosso di Allais e il paradosso di Ellsberg.

Il *paradosso di Allais* risale al 1953, quando l'economista francese Maurice Allais dimostrò con diversi esperimenti la violazione dell'assioma di indipendenza.

Il paradosso viene dimostrato utilizzando i risultati di un'indagine secondo la quale ad un gruppo di intervistati viene chiesto di scegliere tra le alternative A e B e successivamente tra le alternative C e D, con differente grado di rischio.

A	B
1 milione con probabilità del 100%	1 milione con probabilità del 89%
	0 con probabilità del 1%
	5 con probabilità del 10%

Tabella 1: Lotteria A e B

C	D
0 con probabilità del 89%	0 con probabilità del 90%
1 milione con probabilità del 11%	5 milioni con probabilità del 10%

Tabella 2: Lotteria C e D

I soggetti a cui Allais ha sottoposto tali scelte hanno preferito nel 60% dei casi l'alternativa A all'alternativa B e l'alternativa D all'alternativa C.

Gli individui nella prima scelta preferiscono ottenere un guadagno sicuro a uno insicuro seppur abbia maggiore utilità attesa. Preferiscono cioè una somma certa di 1 milione a una probabilità del 10% di vincerne 5 milioni, che porterebbe a un'utilità attesa di un milione e 390 mila euro. Nella seconda coppia di prospettive gli individui, avendo una più bassa probabilità di vincita preferiscono l'alternativa D, perché anche se con probabilità più bassa rispetto a C, ha un guadagno nettamente superiore, in questo caso danno più valore al premio e non alla probabilità.

L'anomalia di comportamento da parte degli individui è conosciuta come "Paradosso di Allais", che mette in discussione l'assioma di indipendenza. Per tale assioma gli individui avrebbero dovuto scegliere, nella seconda coppia di scelte, l'alternativa C in quanto la probabilità di guadagno è più alta, tuttavia in tal caso l'esperimento dimostra una preferenza per l'alternativa con il valore atteso maggiore, in quanto nessuno di essi è certo. Di conseguenza, il paradosso di Allais, dimostra che l'investitore reale in condizione di incertezza non massimizza la propria ricchezza seguendo la logica matematica della massimizzazione del valore atteso dei risultati possibili, ma agisce sulla base di logiche legate a componenti soggettive o consuetudinarie.

*Il paradosso di Ellsberg*¹¹ risale al 1961. E' molto simile al paradosso di Allais ma, in questo caso, viene analizzata una situazione caratterizzata da ambiguità. Ellsberg dimostra che, che gli individui possono deviare dal loro comportamento solitamente razionale, quando si tratta di scegliere tra alternative alle quali non è possibile assegnare una probabilità oggettiva di accadimento. Ellsberg sollevò due problemi: con una e due urne. Di seguito, è descritto quello, più noto, con una sola urna.

Esempio

Si supponga di avere un'urna contenente 30 biglie rosse e 60 altre biglie nere e gialle. Non si sa quante nere e quante gialle ci siano, ma solo che il loro numero totale è 60. Le biglie sono ben mischiate, in modo tale che la probabilità di essere estratta è uguale per ognuna di esse. È consentito effettuare due tipi di scommesse:

SCOMMESSA A	SCOMMESSA B
Se esce una biglia rossa, si vince 100€	Se esce una biglia nera, si vince 100€

¹¹ Daniel Ellsberg, *Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms*, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 75, n° 4, 1961, pp. 643–669.

Mentre su un'altra urna con le medesime proprietà è consentito effettuare le seguenti scommesse:

Scommessa C	Scommessa D
Se esce una biglia rossa o gialla, si vince 100 €	Se esce una biglia nera o gialla, si vince 100 €

L'approccio della teoria dell'utilità al problema assume che nel momento di dover scegliere tra le due scommesse, gli individui assegnino una probabilità che le biglie non rosse siano gialle e non nere, e che in base a questa probabilità calcolino quindi il valore atteso di ogni singola scommessa.

In questo contesto, siccome le vincite in palio sono esattamente le stesse, ne consegue che si preferirà la scommessa A alla B se e solo se si attribuisce all'estrazione di una biglia rossa una probabilità maggiore che all'estrazione di una biglia nera. Se si attribuisce alle due possibilità la stessa probabilità, non ci sarà una particolare preferenza.

Similmente, si preferirà la scommessa C alla D se e solo se si crede più probabile estrarre una biglia rossa o gialla che nera o gialla. Se estrarre una biglia rossa è più probabile che estrarne una nera, estrarne una rossa o gialla è più probabile che estrarne una nera o gialla. Di conseguenza, se si preferisce la scommessa A alla B, dovrebbe seguirne che si preferisce la C alla D.

Tuttavia, si osserva nei test sperimentali che la maggior parte degli individui preferisce la scommessa A alla B e la D alla C. Ciò rappresenta una chiara violazione dell'assioma di indipendenza formulato dalla teoria dell'utilità attesa. Analizzando il risultato dell'esperimento si può affermare che le scelte ricadono sull'alternative basate su informazioni precise (A o D), facendo emergere nell'individuo un'avversione all'ambiguità, che non viene considerata dall'ipotesi dell'utilità attesa.

1.4 La crisi della finanza tradizionale e l'avvento della finanza comportamentale

Nei paragrafi precedenti è emerso che le teorie economiche esaminate, la “*efficient market hypothesis*” e la *teoria dell'utilità attesa*, si basano sull'idea che il comportamento degli individui all'interno dei mercati è di tipo razionale. Tuttavia, pochi anni dopo l'affermazione delle suddette teorie, come evidenziato dai paradossi di Allais e Ellsberg per la teoria dell'utilità attesa e dalle verifiche empiriche sull'andamento dei prezzi per la EMH, sono emerse le prime contraddizioni. Ossia, si è constatato che il comportamento degli investitori non è soltanto mosso da razionalità, ma condizionato da fattori psicologici e sociali.

Da questi presupposti che si sviluppa la *behavioral finance*¹². Tale disciplina, ritenendo superata e troppo ottimistica l'idea che gli individui agiscano per la mera soddisfazione del proprio benessere ottimizzandone l'utilità, studia il comportamento degli operatori sui mercati finanziari abbracciando una prospettiva che privilegia l'analisi e la descrizione dei fattori psicologici individuali ed interpersonali implicati nei processi decisionali.

Secondo gran parte della comunità accademica, gli psicologi israeliani Daniel Kahneman e Amos Tversky possono essere considerati i gran padri della *behavioral finance*. Con i loro lavori scientifici pubblicati a partire dal 1974 hanno dato un contributo fondamentale alla materia e le loro intuizioni godono ancora oggi di grande stima da parte degli studiosi; basti pensare che proprio tali studi sono valsi a Kahneman il Premio Nobel per l'economia nel 2002, "*per avere integrato risultati della ricerca psicologica nella scienza economica, specialmente in merito al giudizio umano e alla teoria delle decisioni in condizioni d'incertezza*"¹³.

Il punto di partenza delle ricerche dei due psicologi è la constatazione e la valutazione di apparenti anomalie e contraddizioni osservabili nel comportamento quotidiano delle persone. Osservarono, infatti, che nelle situazioni quotidiane, o in

¹² La **behavioral finance** è una branca della finanza che propone teorie basate sulla psicologia per spiegare le anomalie dei mercati **finanziari**.

<https://www.investopedia.com/terms/b/behavioralfinance.asp>

¹³ (EN) The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2002, su nobelprize.org.

situazioni di laboratorio, le violazioni della razionalità non sono episodiche ma sistematiche e che dunque il comportamento degli individui nei mercati è il risultato dell'iterazione tra sistemi automatici e controllati, da una parte, e tra sistemi cognitivi ed emozionali, dall'altra.

Le loro intuizioni vengono formulate nella *teoria del prospetto*¹⁴ che rappresenta un'alternativa alla teoria dell'utilità attesa. La teoria cerca, dunque, di spiegare come i decisori reali seguano, in realtà principi diversi da quelli definiti dalla *teoria normativa*¹⁵.

Nello specifico dimostrarono che, in situazioni rischiose, il comportamento degli individui era differente a seconda che la posta in gioco fosse un guadagno o una perdita. A differenza, cioè, di quanto sostenuto dalla tradizionale teoria dell'utilità attesa, secondo cui per un individuo è indifferente scegliere tra due alternative con lo stesso valore atteso, riscontrarono un tipo di scelta negli individui differente a seconda che le due opzioni con uguale valore atteso, avessero ad oggetto una possibilità di guadagno o un rischio di perdita.

Ecco qui di seguito un esempio da cui emerge questo differente atteggiamento degli individui.

¹⁴ Daniel Kahneman e Amos Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, *Econometrica*, 47(2), 1979, 263-291.

¹⁵ Si intenda la teoria dell'utilità attesa.

In tale esempio si analizzano due situazioni. Nella prima si offre ad un individuo la possibilità di scegliere tra due opzioni con uguale valore atteso, di cui una con certezza di guadagno, l'altra aleatoria ma con possibilità di guadagno maggiore:

Opzioni → **uguale probabilità di vincere 400 € oppure nulla**

$$V.A = 400 \cdot 50\% + 0 \cdot 50\% = 200 \text{ €}$$

→ **vincere sicuramente 200 € dunque V.A = 200€**

Generalmente gli individui scelgono la seconda opzione, mostrando un atteggiamento di *avversione al rischio*.

Nella seconda situazione l'individuo ha la possibilità di scegliere tra due opzioni, sempre con uguale valore atteso, ma una con perdita sicura, l'altra aleatoria con rischio di perdita maggiore.

Opzioni → **uguale probabilità di perdere 400 € oppure nulla**

$$V.A = -400 \cdot 50\% + 0 \cdot 50\% = -200 \text{ €}$$

→ **perdere sicuramente 200 € dunque V.A = -200€**

In questa situazione viene scelta la prima opzione. Quindi in una situazione di perdita l'atteggiamento dell'individuo sarà di *propensione al rischio*.

Secondo il premio Nobel Daniel Kahneman e del suo collaboratore Amos Tversky, gli individui rispondono a scelte che implicano una perdita, in maniera differente rispetto a quelle che prevedono un guadagno.

Una cifra guadagnata in un investimento non provoca sentimenti di uguale intensità rispetto a una perdita: la sofferenza legata a quest'ultima è più intensa e duratura rispetto alla gioia di un guadagno. Quando si tratta di scegliere tra esiti positivi, gli individui preferiscono andare a colpo sicuro, mentre sono più disposti ad assumersi dei rischi quando soppesano le perdite.

Sulla base delle loro osservazioni, i due psicologi teorizzarono degli effetti che contraddicono la teoria dell'utilità attesa:

Effetto certezza: gli individui preferiscono un evento certo ad uno probabile;

Effetto riflessione: gli individui preferiscono eventi positivi di valore minore e con probabilità maggiore agli eventi positivi di valore maggiore ma con probabilità minore e, specularmente, preferiscono eventi negativi di valore maggiore e con probabilità minore rispetto a eventi negativi di valore minore e probabilità maggiore.

Effetto isolamento: le persone per semplificare il processo di scelta, preferiscono prendere in considerazione soltanto alcuni elementi di un'alternativa e non il suo complesso.

Un'implicazione dell'*effetto isolamento* per le scelte di investimento consiste nella focalizzazione sul breve termine (short-term bias): è nota, ad esempio, la propensione degli individui a non risparmiare, o a farlo in misura insufficiente, per l'età del pensionamento.

I due psicologi, si resero conto, dunque, che il modello dell'utilità attesa non risultava efficace in situazioni in cui i soggetti si trovano in situazioni di rischio e di conseguenza come le scelte degli esseri umani violassero i principi della razionalità economica. Una delle più importanti conclusioni a cui giunsero gli autori fu nel dimostrare che gli individui scelgono in maniera irrazionale: essi commettono spesso degli errori determinati dal ricorso alle euristiche.

1.4.1 Le euristiche

Le euristiche (dal greco “*εὕρισκω*”: scopro, trovo) sono regole empiriche, “scorciatoie” del pensiero che aiutano l'essere umano ad acquisire ed elaborare informazioni. Tali regole, frutto di approssimazioni, aiutano da una parte a ridurre la complessità del problema ma possono, al tempo stesso, a generare errori sistematici e significativi.

Come emerge dalla copiosa evidenza sperimentale, la raccolta delle informazioni viene spesso condotta sulla base dell'euristica della *disponibilità*, mentre l'elaborazione delle stesse informazioni viene guidata dall'euristica della *rappresentatività* e da quella dell'*ancoraggio*.

L'euristica della disponibilità fa riferimento al fatto che gli individui, nella raccolta delle informazioni, sono influenzati dalla facilità con la quale esse possono essere richiamate alla mente.

La rappresentazione della frequenza di un determinato evento si presta ad essere falsata, dunque, dalla familiarità e dalla notorietà (*easy of recall bias*). In ambito finanziario, tutto ciò si può tradurre in ciò che osservarono Gadarowski nel 2002 e Barber e Odean nel 2008, ossia in una concentrazione degli acquisti delle azioni che hanno maggiore copertura da parte della stampa, ovvero che hanno sperimentato elevati volumi di negoziazione o significative variazioni di prezzo, ovvero quelle per le quali, gli investitori, hanno sviluppato maggiore familiarità. Nell'ambito dell'elaborazione delle informazioni, l'euristica della rappresentatività descrive l'attitudine degli individui a formulare giudizi di probabilità sulla base di stereotipi e situazioni familiari. In altri termini, la stima della probabilità di un evento sembrerebbe dipendere da quanto esso risulta simile a una certa classe di eventi a prescindere dalla frequenza oggettivamente osservabile e dall'ampiezza del campione. Gli errori che ne derivano sono molteplici. Tra questi, si ricorda il cosiddetto *gambler fallacy* (errore del giocatore

di azzardo), ossia la propensione a ritenere che la frequenza di un evento in un campione di grandi dimensioni sia osservabile anche con riferimento a un campione piccolo, e l'*overconfidence* che consiste nella sovrastima delle proprie capacità previsionali; infatti un investitore overconfident potrebbe sopravvalutare le proprie capacità nello stimare un potenziale investimento. Ciò potrebbe portarlo ad ignorare alcune informazioni che avrebbero un impatto negativo sull'investimento che sta valutando.

Infine, l'euristica dell'*ancoraggio* consiste nel fatto che, nel compiere determinate scelte, i soggetti tendono a rimanere ancorati ad un valore di riferimento stabilito in precedenza. Tale "àncora mentale" rappresenta il fulcro attorno a cui si muove la ruota del processo decisionale e quindi della scelta, e viene mutato ogni volta giungono all'individuo nuove informazioni. Il problema è che si tratta sempre di aggiustamenti non adeguati, non sufficienti per la piena integrazione del cambiamento nel set informativo.

Un tipico esempio in campo finanziario è quello del prezzo di un'azione.

L'investitore spesso fissa come prezzo di "ancoraggio" il prezzo di carico o un altro prezzo che per lui risulta saliente (prezzo minimo storico, prezzo massimo raggiunto nell'ultimo anno ed etc.) ed in base a quello (solo a quello, è qui il problema) valuta guadagni e perdite¹⁶.

¹⁶ E.M. Cervellati, *Finanza comportamentale e investimenti – Oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori*, Milano, McGraw-Hill, 2012, pag.19.

Il principale effetto dell'*ancoraggio* è l'*underreaction*, che consiste nella difficoltà e nella lentezza da parte degli investitori a modificare le proprie opinioni in seguito alla diffusione di notizie e fatti nuovi sulle imprese oggetto di valutazione.

1.4.2 Le emozioni e le scelte di investimento

Nel processo decisionale degli individui, oltre all'applicazione di modelli euristici per la ricerca e la valutazione delle informazioni, giocano altresì un ruolo fondamentale i fattori legati alla sfera emotiva. Tra quelli più comunemente rilevati, anche in ambito sperimentale, si ricorda la sensazione del rimpianto (*regret*) che, anticipata dal soggetto in procinto di effettuare una scelta, può condurre all'immobilismo.

Dall'avversione al rimpianto discende un altro fenomeno noto come errore di attribuzione (*attribution bias*), ossia la ricerca di una causa esterna alla quale imputare la responsabilità di scelte sbagliate. Ciò spiegherebbe anche la tendenza a seguire il comportamento della maggioranza, in modo da ridurre l'insoddisfazione e le recriminazioni che deriverebbero dall'aver preso autonomamente delle decisioni sbagliate.

Un ulteriore aspetto che condiziona le scelte di investimento, e che fu teorizzato da Richard Thaler è il cosiddetto *mental accounting*. Secondo Thaler, gli individui

sono dotati di un vero e proprio sistema mentale di contabilità che influisce sulle loro scelte, tanto da divenire spesso un ostacolo. Secondo questi conti mentali, le persone suddividono il proprio capitale in diverse categorie: il budget per la spesa, quello per i bisogni personali e così via. Eppure, secondo la teoria economica, il denaro non dovrebbe essere categorizzato per il principio di fungibilità del denaro, anzi si dovrebbe considerare in egual modo, indipendentemente dall'uso a cui si pensa di destinarlo.

Le categorie di conti mentali a cui gli individui fanno riferimento sono tre: i conti di consumo (le spese), i conti di reddito (ricavi ed entrate) e conti di ricchezza, Thaler dimostrò che la chiusura dei conti non segue una frequenza dettata da principi oggettivi e razionali, ma regole mentali dell'individuo: tali regole possono distorcere la valutazione dei guadagni ottenuti o delle perdite subite e, dunque, della bontà delle scelte adottate. Tale aspetto è particolarmente rilevante nell'ambito di decisioni rischiose adottate in sequenza, come può accadere nel caso di scelte di investimento, per due motivi: la frequenza di chiusura del conto può discostarsi da quella ottimale¹⁷; gli esiti delle decisioni precedenti, inoltre, possono influenzare l'atteggiamento verso il rischio nelle decisioni successive. In particolare, l'evidenza sperimentale dimostra che gli individui sono più propensi a rischiare il denaro che hanno ottenuto a seguito di una vincita occasionale, in

¹⁷ Ad esempio, i conti relativi agli investimenti azionari tendono ad essere chiusi, all'incirca, con una frequenza annuale, ossia con riferimento a un orizzonte temporale troppo breve

quanto tal denaro sarebbe percepito come denaro altrui. Nel caso invece, di chiusura del conto in perdita, gli individui si mostrano più avversi al rischio. Tuttavia, Thaler e Johnson dimostrarono, che perdite molto significative porterebbero gli individui a voler ripristinare la ricchezza iniziale. La teoria della contabilità mentale, fornisce anche una chiave di lettura della “Piramide stratificata degli investimenti”¹⁸, figura 1.2¹⁹.

¹⁸ Nel 1954 lo psicologo Abraham Maslow divulgò una sua creatura chiamata la gerarchia dei bisogni. Questa teoria cerca di individuare i bisogni dell'individuo che vengono sviluppati in forma gerarchica. Il concetto sottostante è semplice: non si può soddisfare il bisogno più vicino alla cima se non si è soddisfatto il bisogno del gradino precedente. Se tale modello è stato ampiamente superato in ambito psicologico, viene spesso utilizzato in finanza per spiegare le scelte di investimento.

¹⁹ Fonte E. M. Cervellati “*Finanza comportamentale e investimenti*”, , Milano, McGraw-Hill, 2012.

rendimenti interessanti, ma con rischio contenuto. Il vantaggio aggiuntivo delle obbligazioni è che pagano interessi periodici che vengono inquadrati mentalmente come “reddito corrente”, immediatamente disponibile e dunque spendibile²⁰.

Le persone poi destinano agli investimenti più rischiosi come azioni o high-yield bonds²¹ quote via via minori del proprio patrimonio al fine di raggiungere il desiderato upside potential, ossia una crescita del valore del portafoglio.

Infine, al vertice della piramide si collocano investimenti estremamente rischiosi, come i derivati utilizzati a fini speculativi (e non di copertura) o comunque quelle scommesse che, soddisfano il bisogno di “speranza” nel raggiungimento di un livello di vita migliore. Le quote destinate a ciascun investimento nei diversi strati della piramide variano in base alla tolleranza al rischio di ciascun individuo.

È inoltre interessante notare che la percezione che le persone hanno del rischio non necessariamente corrisponde a quello effettivo. Per esempio, l’investimento immobiliare ha caratteristiche simili a quello azionario in quanto si vincola una somma ingente con l’obiettivo di un apprezzamento del proprio patrimonio nel lungo periodo. Il “mattone” è tuttavia ritenuto uno dei beni rifugio per eccellenza e dunque percepito come poco rischioso²². Per valutare gli

²⁰ I “conti mentali” hanno un ruolo fondamentale nello schema piramidale (Thaler 1985, 1989).

²¹ Queste obbligazioni vengono denominate “titoli spazzatura” (junk bonds) quando si fa riferimento al loro rischio. Porre l’enfasi sul rischio elevato o sugli alti rendimenti può influenzare gli investitori (quantomeno quelli non sofisticati).

²² Da alcuni non è neanche percepito come un investimento vero e proprio in quanto va a soddisfare un’esigenza primaria come quella dell’abitazione.

investimenti, gli individui considerano qual è la probabilità di realizzare un certo livello di aspirazione e non scelgono i titoli da inserire in portafoglio in base alla relazione rischio-rendimento postulata dall'approccio media-varianza, ma spesso in base alla reazione emotiva che hanno nei confronti delle caratteristiche di un titolo.

1.5 Finanza comportamentale e tutela dell'investitore

Le nuove teorie economiche hanno dimostrato che gli individui sono soggetti emotivamente coinvolti nelle decisioni che prendono. Sono spesso irrazionali e comunque orientati solo in teoria alla massimizzazione del profitto. In pratica, alle scelte di carattere economico si affiancano spesso scelte esistenziali che hanno la priorità, negando di fatto ogni logica economica. Gli investitori, dunque, commettono molto spesso errori, di ragionamento e preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte.

Tali errori, come si è ampiamente discusso, possono spingere il piccolo investitore a una bassa partecipazione al mercato azionario, a errori di percezione della relazione rischio/rendimento e ad una scarsa diversificazione oppure ad una eccessiva movimentazione del portafoglio.

E' evidente che sia necessario un supporto normativo e relazionale all'investitore in modo che sia tutelato e guidato nelle scelte di investimento, in modo da

attenuare, per quanto possibile, le anomalie comportamentali ed intraprendere la scelta più giusta.

Alla luce di quanto detto, in questa sede si approfondirà la figura del consulente finanziario, quale soggetto che essendo al fianco dell'investitore impedisce che quest'ultimo possa fare delle scelte avventate gestendone l'emotività, considerando l'evoluzione normativa di tale figura soprattutto alla luce delle novità introdotte dalla direttiva comunitaria MIFID II (2014/65/EU). Di quest'ultima si approfondiranno, in seguito, le novità introdotte sul mercato finanziario soprattutto per garantire una maggiore tutela dell'investitore.

II CAPITOLO

LA CONSULENZA FINANZIARIA: EVOLUZIONE STORICA

La consulenza finanziaria, che oggi, è un vero e proprio servizio di investimento, ha subito nel corso degli anni, a livello nazionale e comunitario, varie interpretazioni normative che si possono sintetizzare in quattro fasi principali. L'obiettivo del presente capitolo è quello di ripercorrere le tappe della regolamentazione di tale figura con riferimento sia al contesto nazionale che quello comunitario sino ad arrivare all'ultima regolamentazione intervenuta con la direttiva MiFID II che ha introdotto importanti novità sull'istituto.

2.1 La legge n.1 del 2 gennaio 1991

La prima regolamentazione dell'attività di consulenza rinvenibile nel nostro ordinamento è la legge n. 1 del 2 gennaio del 1991, intitolata la *“Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari”*.

All'art. 1, comma 1, lett. e, l'attività di "consulenza in materia di valori mobiliari" è annoverata tra le "attività di intermediazione mobiliare" insieme ad altri servizi quali²³:

- negoziazione per conto proprio o per conto terzi di valori mobiliari;
- collocamento e distribuzione di valori mobiliari con o senza assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- gestione di patrimoni, mediante operazione aventi ad oggetto valori mobiliari;
- sollecitazione del pubblico risparmio effettuata mediante attività anche di carattere promozionale svolta in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento.

L'esercizio di tali attività finanziarie era riservato esclusivamente alle Società d'intermediazione mobiliare (SIM) autorizzate dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) e iscritte ad apposito albo istituito presso la CONSOB stessa²⁴. Un'unica eccezione è indicata all'articolo n.16, che stabilisce che l'esercizio professionale nei confronti del pubblico di tali attività può essere esercitato anche dagli istituti di credito, con esclusione di quella di cui alla lettera

²³ Art.1 comma 1 L. n.1/1991 cit.

²⁴ Art. 2 comma 1 e art. 3 cc. 1 e 2 L. n.1/1991.

a) dell'art. 1 comma 1 e quindi relativa ai valori mobiliari diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato. Tuttavia, uno dei requisiti richiesti agli istituti di credito era quello di mantenere le attività di investimento separate tra loro e dalle altre attività esercitate²⁵. Sicuramente questo fu predisposto per evitare gli eventuali conflitti di interesse che possono sorgere in capo a una banca che svolge sia attività di investimento che attività di raccolta del pubblico risparmio ed esercizio del credito.

Oltre ai servizi principali, le banche e le SIM potevano svolgere attività connesse e strumentali, anche se la legge n.1/1991 ne rimandava la regolamentazione alla Banca di Italia.

Un altro importante elemento introdotto dalla legge è la distinzione tra la figura del consulente finanziario e quella del promotore finanziario.

Anche se l'attività di promozione e consulenza possono sembrare simili ed essere confuse, sono di fatto due attività diverse. Mentre l'attività di promozione si occupa di vendita di prodotti finanziari per conto di S.I.M. o banche, quella di consulenza finanziaria viene intesa come "attività di consiglio" all'investitore su come investire il proprio denaro in servizi e altre attività di investimento.

²⁵ Art. 16 comma 2 L. n. 1/1991

La figura del promotore finanziario, come sopra anticipato, è introdotta all'art. 5 della Legge n.1/1991 ed è definito come la persona fisica²⁶che, “in qualità di dipendente, agente o mandatario”²⁷, offre, “esclusivamente per conto e nell'interesse di una sola società di intermediazione mobiliare”²⁸ i servizi della stessa “in luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle proprie sedi secondarie”²⁹. Per poter esercitare la professione, il promotore finanziario deve essere iscritto all'Albo unico nazionale dei promotori finanziari che dal 1° gennaio 2009 non è più tenuto dalla Consob, bensì dall'Organismo per la tenuta dell'Albo dei Promotori Finanziari. L'iscrizione all'albo è subordinata al possesso di requisiti di “onorabilità e professionalità” prescritti dalla CONSOB con un regolamento³⁰ e al superamento di un esame di idoneità sempre regolato dalla CONSOB. Tuttavia, all'art.5 comma 3 - dedicato ai promotori di servizi finanziari – il legislatore si premura di porre un vero e proprio divieto ai promotori di esercitare la consulenza finanziaria, prevedendo che “è inibita ogni forma di attività di consulenza porta a porta”. Il promotore finanziario era, dunque, escluso dalla suddetta legge dal legittimo esercizio di attività di consulenza in materia di valori mobiliari.

²⁶ Art. 5 comma 10 L.1/1991

²⁷ Art. 5 comma 3 L. 1/1991

²⁸ Art. 5 comma 3 L.1/1991

²⁹ Art. 5 comma 1 L.1/1991

³⁰ Art. 5 comma 8 lett. c) L.1/1991

Lo scopo del legislatore è quello di inquadrare l'attività di vendita di valori mobiliari in regole prestabilite e in capo ad un nuovo soggetto giuridico così da permettere una maggiore tutela dell'investitore e indurlo a partecipare in maniera più significativa all'attività di investimento.

Importante è anche citare l'art. 6 della legge S.I.M., rubricato "Principi generali regole di comportamento", che introdusse, per le società di intermediazione mobiliare, l'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nei confronti del cliente in modo da tutelare il suo interesse.

Inoltre, impone all'intermediario il rispetto di determinati obblighi informativi, come ad esempio un'informazione continua e accurata al cliente, per tutta la durata del rapporto contrattuale, sulla natura e sui rischi delle operazioni effettuate per suo conto; o altri obblighi, come il divieto di effettuare investimenti per conto del cliente in caso si trovi nella posizione di conflitto di interessi.

2.2 La direttiva 93/22/CEE e il d.lgs n. 415 del 1996.

A seguito del recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento in valori mobiliari, meglio nota come ISD (Investment Services Directive), il settore dell'intermediazione mobiliare nazionale ha subito un processo di trasformazione ed evoluzione. La direttiva mirava a realizzare, nel settore delle imprese di investimento, il mercato

interno europeo, attraverso l'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione e di esercizio per le imprese di investimento, delle norme di comportamento delle stesse, nonché l'armonizzazione di alcune condizioni riguardanti la gestione dei mercati regolamentati. Si evince dunque, che l'obiettivo della ISD era duplice: la protezione degli investitori e dell'integrità del mercato e la promozione di un mercato equo, trasparente ed efficiente.

La ISD infatti, stabiliva che gli Stati membri dovevano individuare le norme di comportamento a cui le imprese di investimento dovevano sottostare.

Infatti, l'impresa di investimento doveva³¹:

- agire, nell'esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato;
- disporre delle risorse e delle procedure necessarie per portare a buon fine le sue attività, e ad utilizzarle in modo efficace;
- informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti;
- trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i suoi clienti;

³¹ Art. 11 c. 1 direttiva 1993/22/CE.

- sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo;
- conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'integrità del mercato.

Tale corpus normativo, è stato recepito nel nostro ordinamento dal d.lgs. 415/1996 noto come "decreto Eurosim", il cui contenuto successivamente fu incorporato nel Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria (d.lgs. 58/1998) attraverso i documenti attuativi della CONSOB³².

Il decreto Eurosim apporta delle modifiche terminologiche alla precedente disciplina su due aspetti principali:

“le attività di intermediazione mobiliare” sono state ridenominate “**servizi di investimento**”.

La consulenza in materia di valori mobiliari è stata rinominata “**consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari**”;

Tali modifiche hanno mero carattere terminologico in quanto, ad esempio, il ruolo dei servizi di investimento coincide sostanzialmente con quello delle attività di intermediazione mobiliare definite dalla legge n.1/1991.

³² Ci si riferisce ai tre regolamenti adottati dalla Consob con delibere n. 11522/1999, n.11768/1988 e n.11971/1999.

Molto più rilevanti sono le novità che il decreto EUROSIM apporta alla disciplina riguardante l'attività di consulenza finanziaria: nell'art. 1, comma 4, lettera f); tale attività non è riconosciuta nell'insieme dei "servizi di investimento", ma è collocata tra i servizi accessori. Con la nuova normativa dunque, la consulenza finanziaria diviene un'attività libera, che chiunque, persona fisica o giuridica, poteva esercitare anche al di fuori del controllo delle Autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia).

Nell'ordinamento italiano si veniva così a creare una disparità di trattamento poiché, nell'esercizio del servizio di consulenza finanziaria, ora liberalizzato, gli intermediari restavano gli unici soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob e della Banca d'Italia, e tenuti a rispettare le regole del loro status (obblighi di correttezza e trasparenza, etc.), mentre per i consulenti finanziari diversi dai soggetti abilitati, come poi precisato dalla Consob³³, si applicava il diritto comune, in particolare il principio della diligenza contenuto nell'art. 1176 del codice civile.

Tale disparità di trattamento a danno degli intermediari abilitati venne giustificata

³³ Comunicazione Consob n. DIN/1083623 del 7 novembre 2001: *“Risulta del tutto pacifica e rispondente al contesto normativo, infatti, la qualificazione della consulenza finanziaria come attività libera - che può esplicarsi sia in forma individuale che societaria - il cui svolgimento disciplinato dalle norme del diritto comune (art. 1176 del c.c), laddove non sia prestata da o per conto di intermediari abilitati”*.

dalla Consob in virtù della “*superiore capacità di attrazione del pubblico di cui questi godono in ragione del proprio status di operatori vigilati in regime di riserva di attività*”³⁴

Un simile cambiamento impattò anche sull’attività dei promotori finanziari, per i quali venne a cadere il divieto di esercitare ogni forma di attività di consulenza “porta a porta”. La Commissione nazionale per le società e la borsa, poi, indicò che fosse ammissibile per loro esercitare attività di consulenza, solamente per conto dei soggetti abilitati per il quale operavano o di altri soggetti appartenente al medesimo gruppo ed unicamente con riguardo ai prodotti finanziari da questi collocati.

Il d.lgs. n. 415/1996 introduce, per la prima volta, la definizione specifica di “offerta fuori sede”³⁵.

1. Per offerta fuori sede si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico:

a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;

³⁴ Cfr. Comunicazione Consob del 14 maggio 1999, n. 99038880.

³⁵ Art. 22 d.lgs. 415/1996

b) di servizi di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio³⁶.

All'art. 23 del suddetto decreto si stabilisce che per l'offerta fuori sede i soggetti abilitati devono avvalersi di promotori finanziari, i quali devono agire nell'interesse di un unico soggetto.

Importante è la ratio che la norma EUROSIM persegue nella disciplina dell'offerta fuori sede: il secondo comma dell'art. 22 afferma che non viene considerata offerta fuori sede l'offerta effettuata nei confronti di "investitori professionali", mettendo in risalto il fatto che il soggetto oggetto di tutela è l'investitore comune.

Il decreto Eurosim comporta, quindi, un'evoluzione della normativa sulla consulenza finanziaria che porta ad una diminuzione delle tutele nei confronti degli investitori: mentre prima l'attività di consulenza poteva essere svolta solamente da intermediari finanziari autorizzati, e quindi poteva essere considerata come una categoria protetta in cui la mancata autorizzazione allo svolgimento della professione provocava una sanzione penale, con il decreto EUROSIM l'attività in esame poteva essere esercitata da chiunque.

Sul fronte del mercato regolamentato, il decreto Eurosim sancì, in attuazione della

³⁶ Art. 23 c. 1 D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996

direttiva ISD, la privatizzazione del Consiglio di borsa, affermando che “l’attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro”³⁷, e richiedendo che “il Consiglio di borsa, entro sessanta giorni dalla entrata in vigore del presente decreto, presenta alla CONSOB un progetto concernente la costituzione di una o più società per azioni aventi per oggetto la gestione della borsa valori, del mercato ristretto e del mercato di borsa per la negoziazione degli strumenti finanziari”³⁸. Queste previsioni portarono alla creazione di Borsa italiana spa e di Mta spa.

2.3 L’introduzione del Testo Unico della Finanza (D.lgs. 28 febbraio 1998, n.58)

Il Parlamento, con la legge comunitaria per il 1994 (legge 6 febbraio 1996 n. 52), agli articoli 8 e 21 delegava il governo ad emanare, entro due anni, un testo unico di coordinamento della normativa in materia di intermediazione finanziaria. A tal fine il Governo nominò una commissione tecnica presieduta dall’allora Direttore generale del Ministero del Tesoro Mario Draghi (per questo il Testo unico sulla finanza è talora ricordato come legge Draghi) che elaborò il progetto poi confluito nel d.lgs. 58/1998.

³⁷ Art. 46 c. 1 *D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996*

³⁸ art. 56 c. 1, *Ibidem*.

Il TUF, il cui obiettivo è una disciplina sistematica e completa del mercato, dunque, abroga formalmente tutte le norme contenute nell'EUROSIM³⁹ anche se, di fatto, alcune di queste rimangono in vita o perché fedelmente riprodotte o perché sostituite da norme che hanno un analogo contenuto descrittivo.

Basti pensare che tutta la normativa riguardante l'offerta fuori sede di servizi di investimento (e quindi tutta la disciplina riguardante l'attività del promotore finanziario) viene trasportata nell'art. 31 del nuovo TUF, che riporta inalterati i primi due commi dell'art. 23 del vecchio decreto 415/1996. Anche l'attività di consulenza rimane catalogata tra i servizi accessori.

Per molte altre norme che disciplinavano in modo dettagliato le imprese di investimento e gli investitori istituzionali, il Testo Unico adotta un atteggiamento di "delegificazione", limitandosi a "fissare le linee generali di quella disciplina rimettendo le norme di dettaglio alle autorità di vigilanza (CONSOB, Banca d'Italia).

Concludendo, con l'entrata in vigore del D.lgs. n.415 del 1996 – meglio noto come decreto Eurosime - e del D.lgs. n.58 del 1998 - noto come TUF o anche legge Draghi -, la consulenza finanziaria veniva espunta dai servizi d'investimento principali e relegata tra i servizi accessori.

³⁹ Art. 214 del TUF.

In buona sostanza, ad esito dell'entrata in vigore del decreto Eurosim e del TUF, gli intermediari autorizzati potevano esercitare l'attività di consulenza finanziaria, ma tale attività non era più di loro esclusiva prerogativa, potendo essere svolta, da quel momento in poi, da parte di chiunque, anche al di fuori del controllo delle Autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia). Peraltro, in tale periodo si assiste all'avvento sul mercato finanziario dei primi consulenti finanziari indipendenti, intendendo per tali professionisti non legati da contratti di rappresentanza con nessun intermediario finanziario e retribuiti a parcella dal cliente che usufruisce della loro prestazione professionale. Tuttavia, non avendo né il decreto Eurosim, né il TUF previsto alcuna regolazione dell'attività dei consulenti indipendenti, né tantomeno avendola espressamente vietata, la figura professionale del consulente indipendente ha svolto la propria attività in modo del tutto scevro da qualsiasi vincolo normativo, nonché da qualsiasi forma di controllo pubblico delle Autorità di settore.

In definitiva, con la legge n.1/1991 la consulenza in materia di valori mobiliari era stata ascritta ad attività protetta, essendo riservata ope legis agli intermediari autorizzati; con la conseguenza, tra l'altro, che l'eventuale esercizio abusivo costituisse reato; in seguito, con la disciplina sopravvenuta del decreto Eurosim e del TUF viene meno la riserva ex lege a favore degli intermediari finanziari, potendo la consulenza essere esercitata sia dagli intermediari abilitati, sia da chiunque altro: con la sostanziale differenza, tuttavia, che solo gli intermediari

autorizzati dovevano rispettare le regole del loro status (obblighi di correttezza e trasparenza, etc.), mentre tutti gli altri operatori potevano esercitare tale attività sostanzialmente in modo non vincolato.

2.4 Il piano d'azione per i servizi finanziari e l'introduzione della Markets in Financial Instruments Directive

Nel dicembre del 1998, su richiesta del Consiglio europeo di Vienna e successivamente adottato dalla Commissione Europea con la Comunicazione della Commissione dell'11 maggio 1999, ci fu l'attuazione del Piano di azione sui servizi finanziari (Financial Services Action Plan - FSAP), comportando un'ulteriore regolamentazione del settore finanziario.

Il Piano propone delle priorità indicative e un calendario di misure specifiche che mirano a raggiungere tre obiettivi strategici:

- a) istituire un mercato unico dei servizi finanziari all'ingrosso;
- b) rendere accessibili e sicuri i mercati al dettaglio (gli indirizzi del Piano riguardano: informazione e trasparenza, procedure di ricorso, applicazione equilibrata delle norme di tutela dei consumatori, commercio elettronico, intermediari assicurativi, pagamenti internazionali al dettaglio);

c) rafforzare le norme prudenziali e di vigilanza specie del settore bancario, assicurativo e borsistico per allinearle agli standard più rigorosi e, tenendo conto dei lavori degli organismi esistenti, come il Comitato di Basilea e il Forum of European Securities Commissions (FESCO) ed elaborazione di una proposta di normativa sulla vigilanza prudenziale dei conglomerati finanziari.

Il perseguimento di tali obiettivi richiedeva l'emanazione, entro il 2005⁴⁰, di 42 provvedimenti - tra direttive, regolamenti e raccomandazioni - riguardanti ciascuno un comparto dell'intermediazione.

Il percorso normativo segue la *procedura Lamfalussy*⁴¹; tale procedura, cercava di superare i limiti della legislazione sino ad allora in vigore ed è composta da quattro livelli ognuno relativo a uno specifico passaggio dell'iter giuridico. Questa prende il nome del Presidente del Comitato Europeo di saggi che lo ha creato, Alexandre Lamfalussy.

Il livello 1 è quello dei principi quadro, la cui adozione dovrà essere preceduta da una consultazione di tutti gli interessati da parte della Commissione.

Il livello 2 dovrebbe attuarsi attraverso il lavoro coordinato delle autorità nazionali di regolamentazione, della Commissione e di un nuovo Securities

⁴⁰ Termine stabilito dal Consiglio Europeo di Lisbona di marzo 2000

⁴¹ La cd. "procedura Lamfalussy" (o "procedura di comitatologia") venne adottata dal Consiglio Europeo di Stoccolma del 23 marzo 2001 con la "risoluzione su una regolamentazione più efficace dei mercati dei valori mobiliari nell'Unione europea", e poi, in data 5 febbraio 2002, dal Parlamento Europeo nella sua "risoluzione sull'attuazione della legislazione nel quadro dei servizi finanziari".

Committee col compito di accelerare le riforme legislative e di dare attuazione ai principi quadro. Il Securities Committee dovrebbe concentrare il suo lavoro su un piano di modernizzazione delle regole relative agli investimenti e ai fondi pensione, di adozione di sistemi di accounting standardizzati e di predisposizione di un unico accesso a tutti i mercati finanziari del continente.

Il livello 3 è quello della cooperazione delle autorità di regolamentazione nazionali per garantire un coerente recepimento delle conclusioni dei livelli 1 e 2.

Il livello 4 dovrebbe procedere, sotto il controllo della Commissione, all'applicazione dei testi adottati.

Tra le più importanti direttive del FSAP, approvate in base alla procedura Lamfalussy, vi è la Markets in Financial Instruments Directive (cd. MiFID), che verrà illustrata nel successivo paragrafo. La MiFID sostituì la precedente ISD, data l'inadeguatezza di quest'ultima a fornire un quadro giuridico efficace a causa dell'evoluzione dei mercati finanziari europei, caratterizzati da un aumentato numero di investitori e dalla maggiore complessità della gamma di strumenti e servizi offerti.

2.5 Attuazione della MiFIF: obiettivi e novità introdotte

La Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari (Direttiva 2004/39/CE) è stata approvata dal Parlamento Europeo nell'aprile del 2004 e, come detto in precedenza, va ad abrogare la precedente Investment Services Directive (Direttiva

93/22/CEE, cd. ISD), innovando radicalmente il quadro giuridico comunitario in tema di offerta di servizi di investimento.

In conformità con l'approccio proposto dal Comitato Lamfalussy, il sistema normativo della MiFID si articola su tre livelli:

-il primo livello, rappresentato dalla citata Direttiva 2004/39/CE, che definisce i principi generali della regolamentazione;

-il secondo livello, rappresentato dal Regolamento 1287/2006/CE (relativo alla disciplina dei mercati e in particolare alle questioni della trasparenza) e dalla Direttiva 2006/73/CE (che detta disposizioni in materia di condotta e organizzazione degli intermediari che prestano servizi e attività di investimento);

-il terzo livello, corrispondente all'emanazione da parte del Committee of European Securities Regulators (CESR) di linee guida dirette ad assicurare un'omogenea ricezione ed applicazione a livello nazionale di tutti gli atti normativi adottati ai primi due livelli.

- il quarto livello, infine, è rappresentato dai controlli eseguiti dalla Commissione.

Rispetto alla precedente direttiva la Mifid è caratterizzata da norme più dettagliate; l'intento del legislatore è quello di limitare la possibilità per gli Stati membri, in sede di recepimento, di introdurre eventuali norme aggiuntive.

Inoltre, la differenza di approccio rispetto alla ISD risulta chiara sin dai *consideranda* iniziali del testo normativo. Mentre la ISD offriva un grado di armonizzazione minima delle norme di autorizzazione ed esercizio per le imprese

di investimento, la MiFID e le relative misure di esecuzione segnano il passaggio ad una disciplina di armonizzazione molto ampia, individuata come lo strumento per dar vita ad un mercato finanziario effettivamente integrato ed unico, ossia si poneva come obiettivo quello di assicurare “[...] *il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la comunità [...] sulla base della vigilanza dello stato membro di origine.*”⁴²

Pur nella complessità e varietà degli argomenti affrontati, emergono nella MiFID e relativi provvedimenti di attuazione alcuni obiettivi di fondo:

- stimolare la concorrenza, abolendo gli obblighi di concentrazione delle negoziazioni nei mercati regolamentati;
- rafforzare l'integrità, l'efficienza e la trasparenza dei mercati, mediante la definizione di una normativa dettagliata di esecuzione degli scambi;
- assicurare protezione agli investitori ed uniformare le regole di condotta nei rapporti tra gli intermediari e la clientela;
- introdurre requisiti generali minimi uniformi di organizzazione e controllo degli intermediari.

Come si evince, la MiFID introduce rilevanti novità su quattro importanti aspetti, che di seguito verranno separatamente analizzati: l'organizzazione dei mercati, il

⁴² Considerando n. 2 della Direttiva 2004/39/CE

rapporto tra cliente e intermediario, i requisiti organizzativi degli intermediari e infine le novità introdotte in materia di consulenza finanziaria.

2.5.1 L'organizzazione dei mercati

Come già analizzato, dall'epoca dell'introduzione della ISD il mercato finanziario europeo è divenuto più complesso; per questo ai sistemi tradizionali di negoziazione, si erano affiancati sistemi alternativi di scambio: i cosiddetti alternative trading systems (ATS), noti nell'ordinamento italiano come Sistemi di Scambi Organizzati (SSO). Infatti, uno dei principali limiti allo sviluppo di un mercato finanziario europeo maturo era rappresentato dalla c.d. "concentrazione degli scambi", cioè l'obbligo di eseguire le negoziazioni su valori mobiliari quotati esclusivamente nei mercati regolamentati sui quali essi sono in listino e con le modalità per essi previste. Questa regola prevedeva che i titoli azionari ed obbligazionari fossero scambiati in pratica soltanto durante l'orario diurno e nel mercato borsistico ufficiale in cui il titolo fosse quotato.

Il regolatore europeo intervenne quindi attraverso la MiFID, infatti il Considerando 5° della direttiva 2004/39/CEE stabilisce che: "*è necessario stabilire un regime organico che disciplini l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di organizzazione utilizzati, in modo da garantire un'elevata qualità dell'esecuzione ... nonché l'integrità e*

l'efficienza globale del sistema finanziario ... E' necessario prendere atto dell'emergere, a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati, che dovrebbero essere sottoposti ad obblighi per preservare il funzionamento efficiente ed ordinato dei mercati finanziari".

Di fatto, dunque, con la direttiva europea sopracitata si procede all'eliminazione della facoltà, in precedenza attribuita agli Stati membri, di imporre obblighi di concentrazione sui mercati regolamentati degli scambi di titoli quotati. Il venir meno degli obblighi di concentrazione degli scambi comporta che gli ordini di acquisto e vendita di strumenti finanziari possano attualmente essere eseguiti utilizzando tre sedi diverse di negoziazione (trading venue) in concorrenza tra loro:

- i mercati regolamentati;
- i sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral trading facilities-MTF*)⁴³ la cui gestione è ora inserita tra i servizi e le attività di investimento riservate a banche, imprese di investimento e gestori di mercati regolamentati;
- gli internalizzatori sistematici⁴⁴.

⁴³ La MiFID, all'art. 4, comma 15, definisce il sistema multilaterale di negoziazione come il "sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro – al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ai sensi delle disposizioni del titolo II".

⁴⁴ L'internalizzatore sistematico è definito all'art. 4 comma 7 della MiFiD come "l'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio

Il legislatore europeo, ponendo le diverse sedi di negoziazione in concorrenza reciproca, mirava ad aumentare l'efficienza e la liquidità dei mercati⁴⁵.

Allo stesso tempo, per evitare che la frammentazione degli scambi tra le differenti sedi di esecuzione avesse effetti negativi sul corretto funzionamento dei mercati e sul meccanismo di formazione dei prezzi, essa stabiliva stringenti obblighi di trasparenza prima e dopo le negoziazioni (pre- e post-trading) in capo a tutte le trading venues, sebbene con diversa gradazione.

2.5.2 I rapporti tra cliente e intermediario

La relazione tra intermediario e cliente, volta a una maggiore tutela del soggetto "debole" del rapporto è disciplinata dalla MiFID, mediante:

1. la definizione di un più complesso assetto delle regole di conoscenza del cliente e di valutazione delle sue disposizioni, facendo leva sulle nozioni di "adeguatezza" (suitability), "appropriatezza" (appropriateness) e "mera esecuzione degli ordini" (execution only);

eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione".

⁴⁵ G. Rubba, *L'impatto ed i risvolti della direttiva MiFID sul Testo Unico Finanza*, in *Innovazione e Diritto* n. 3/2008, Università degli studi di Napoli, ISSN 1825-9871, 2008

2. l'introduzione di una diversa classificazione della clientela, articolata nei due livelli generali dei clienti al dettaglio e professionali e nella nuova categoria delle "controparti qualificate";
3. l'obbligo per gli intermediari di dotarsi di una procedura in grado di instradare gli ordini verso la sede di negoziazione che offre le condizioni migliori di esecuzione, "*... tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento ...*" (cd. best execution)⁴⁶;
4. una stringente disciplina dei doveri di informazione da parte dell'intermediario nei confronti della clientela;
5. il divieto per le banche e le imprese di investimento di ricevere compensi, commissioni o prestazioni non monetarie (inducement) in connessione con la fornitura di un servizio di investimento, a meno che non ricorrano particolari condizioni;
6. l'estensione della nozione di strumenti finanziari e l'ampliamento del novero dei servizi di investimento, con inclusione tra questi ultimi della consulenza in materia di investimenti.

Di particolare rilevanza sono le tutele introdotte da Mifid relative ai punti 1) e 2) che verranno di seguito maggiormente analizzati.

⁴⁶ art. 21, comma 1 della Direttiva 2004/39/CE

Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione degli ordini

L'assistenza offerta dall'intermediario al cliente assume nell'impostazione della MiFID graduazioni diverse in relazione alla natura del servizio prestato⁴⁷.

Nello specifico, si possono individuare tre forme di tutela decrescente:

valutazione di adeguatezza, valutazione di appropriatezza e mera esecuzione (execution only).

Nel caso dei servizi più complessi quali la consulenza, oppure, la gestione di portafoglio, è richiesta all'intermediario una conoscenza più approfondita del cliente ed è, quindi, tenuto ad effettuare una "valutazione di adeguatezza" delle operazioni consigliate per suo conto.

In base a ciò che è predisposto dall'art. 19 paragrafo 4 della direttiva sopracitata, la valutazione di adeguatezza consiste nella raccolta da parte degli intermediari: *" di tutte le informazioni necessarie in merito alle conoscenze e esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente."* Ciò comporta che l'intermediario, di seguito, controllerà se effettivamente il servizio proposto corrisponda agli obiettivi dichiarati dal cliente e alle sue effettive esigenze. Infatti,

⁴⁷ articolo 19 della Direttiva 2004/39/CE e relative disposizioni di applicazione

se l'intermediario si dovesse rendere conto di non essere riuscito ad ottenere le informazioni necessarie alla valutazione di adeguatezza, dovrà astenersi dal prestare i servizi di consulenza e gestione⁴⁸.

Tale divieto di agire si giustifica per il fatto che, in mancanza di un giudizio di adeguatezza, il servizio sarebbe reso con caratteri di casualità.

Ai sensi dell'art. 19 par. 5, co. 1, Direttiva 2004/39/CE per i servizi finanziari diversi dalla consulenza e dalla gestione (ad esempio ricezione e trasmissione ordini, negoziazione in proprio o collocamento), l'intermediario è chiamato ad effettuare una valutazione di "appropriatezza". Deve cioè verificare se il cliente disponga di conoscenze ed esperienza sufficienti a comprendere i rischi inerenti allo specifico prodotto o servizio proposto, raccogliendo informazioni circa gli strumenti finanziari con cui ha maggiore dimestichezza, la frequenza delle operazioni realizzate nel passato, il livello di istruzione e la professione svolta. Nel caso in cui il cliente decida di non fornire informazioni sufficienti ad effettuare la valutazione di appropriatezza, l'intermediario lo avvertirà di non essere in grado di determinare se il servizio o prodotto richiesto è conforme alle sue caratteristiche; potrà comunque procedere a fornirlo⁴⁹.

Infine, se il servizio offerto ha ad oggetto azioni quotate in un mercato regolamentato, strumenti di mercato monetario, obbligazioni ed altri titoli di

⁴⁸ art. 35 par. 5, *Direttiva 2006/73/CE*.

⁴⁹ Ai sensi dell'art. 19 par. 5, commi 2 e 3, *Direttiva 2004/39/CE*.

debito e altri servizi finanziari non complessi, l'intermediario non dovrà valutare che l'operazione sia appropriata alle caratteristiche del cliente: non è pertanto tenuto a raccogliere alcuna informazione (mera esecuzione).

Clientsi professionali, clienti al dettaglio e controparti qualificate

Una delle novità più importanti introdotta dalla direttiva MiFID è stata la previsione di una classificazione dei clienti, sulla quale si disegna un livello di tutela differente.

In virtù del Considerando n.31 della Direttiva 2004/39/CE, possiamo individuare tre tipologie di clienti:

- **cliente professionale**, individuato come il cliente “che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente rischi che assume” (Allegato II MiFID 1). Può essere inserito nella categoria di diritto (come accade per gli enti creditizi, le imprese di investimento, le compagnie di assicurazione, gli OICR, le SGR, le banche centrali e le istituzioni internazionali e sovranazionali) o su richiesta⁵⁰, al fine di poter

⁵⁰ A condizione che siano soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti:

- il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR;
- il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti

negoziare strumenti finanziari che altrimenti gli sarebbero preclusi. Può essere un soggetto di diritto privato, come anche pubblico;

- **controparti qualificate**; queste si configurano nella MiFID come un sottoinsieme della categoria dei clienti professionali. L'attribuzione dello status di controparte qualificata risulta rilevante solo con riferimento alla prestazione di specifici servizi di investimento e dei relativi servizi accessori: la negoziazione per conto proprio, l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, la ricezione e trasmissione di ordini;
- **clienti al dettaglio**; tale categoria comprende tutti i soggetti che non possono essere individuati né come controparti qualificate, né come clienti professionali⁵¹.

In base a quanto prescritto dalla Direttiva 2004/39/CE, è proprio il cliente al dettaglio a godere del massimo livello di tutela previsto dalla MiFID. Infatti, viene sancito che, in tempo utile prima dell'erogazione del servizio, debbano essergli precisati tutti i termini della prestazione, unitamente ad una serie di informazioni riguardo l'impresa di investimento e i suoi servizi, la natura e i rischi dei prodotti finanziari, gli strumenti previsti a salvaguardia degli strumenti o fondi della clientela, i costi e tutti gli oneri connessi alla prestazione. Al cliente professionale dovranno invece essere fornite

⁵¹ Articolo 4 (Definizioni) c.1 n.12) MiFID

informazioni esclusivamente in relazione alla natura e ai rischi dei prodotti o servizi offerti, alla salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi della clientela, all'esistenza e ai termini di eventuali diritti di garanzia o privilegi che l'impresa di investimento detiene o potrebbe detenere sui suoi strumenti finanziari o fondi. Infatti, quando la controparte è rappresentata da un cliente professionale, vige nella MiFID la presunzione che quest'ultimo disponga del livello di conoscenza ed esperienza necessario a comprendere i rischi inerenti i prodotti, le operazioni e i servizi in relazione ai quali è classificato come cliente professionale; con riferimento a tali servizi, la valutazione di appropriatezza potrà pertanto essere omessa. Qualora il servizio finanziario in oggetto consista nella prestazione di consulenza in materia di investimenti, l'impresa di investimento ha il diritto di presumere che il cliente professionale sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio ad essa connesso e compatibile con i propri obiettivi di investimento: la valutazione di adeguatezza risulterà pertanto semplificata rispetto a quella da effettuare nei confronti dei clienti al dettaglio. Alcune delle regole poste dal legislatore europeo a tutela dei clienti al dettaglio e professionali non trovano applicazione ai rapporti con le controparti qualificate. In particolare, quando prestino a tali controparti i servizi di negoziazione per conto proprio e per conto di terzi e/o di ricezione e trasmissione di ordini, le imprese di investimento non sono tenute ad osservare gli obblighi di cui agli articoli 19,

21 e 22 comma 1 della Direttiva 2004/39/CE - relativi alle norme generali di comportamento da rispettare in sede di prestazione dei servizi; all'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli; all'obbligo di applicare procedure che assicurino un'esecuzione rapida ed efficiente degli ordini.

2.5.3 I requisiti organizzativi degli intermediari

Tra gli obiettivi della MiFID rientra l'introduzione di standard uniformi di organizzazione e controllo degli intermediari. La questione è affrontata dalla Direttiva ricorrendo ad un approccio di tipo principle-based: il legislatore si limita cioè ad indicare obiettivi e requisiti minimi, lasciando gli intermediari liberi di strutturare in modo autonomo i propri modelli organizzativi e gestionali. L'assetto organizzativo e dei controlli deve peraltro risultare proporzionato alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta dall'intermediario, oltre che alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati (cd. principio di proporzionalità). Le disposizioni in materia di organizzazione e controllo degli intermediari sono dettate dall'articolo 13 della Direttiva 2004/39/CE e dettagliati nel Capo II della Direttiva 2006/73/CE. In estrema sintesi, tali fonti definiscono gli obblighi degli intermediari in materia di requisiti generali di organizzazione; di continuità dell'attività; di organizzazione amministrativa e contabile, compresa l'istituzione della funzione di controllo di conformità alle norme; di gestione del rischio

d'impresa; di audit interno. Vengono inoltre tracciate le linee guida per la definizione di procedure, anche di controllo interno, per una corretta e trasparente prestazione dei servizi; per il controllo di conformità; per la percezione e corresponsione di incentivi; per il trattamento dei reclami; per le operazioni personali. Si stabiliscono infine le condizioni per l'esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti e la mitigazione dei rischi connessi.

2.5.4 La consulenza in materia di investimenti con MiFID

La direttiva MiFID inoltre, è stata capace di delineare la figura del consulente finanziario e innovare fortemente la materia.

Fulcro fondamentale è la re-introduzione della consulenza finanziaria tra i servizi e le attività di investimento⁵², andando cioè a ripristinare ciò che era previsto antecedentemente al decreto Eurosim.

La ratio che sottende questo cambio di rotta, è da ricercare nella crescente complessità dei mercati finanziari, e la constatazione che al cliente, in particolare se retail, è sempre più necessaria una guida esperta per orientarsi nel vasto mondo dei servizi finanziari.

⁵² Allegato I (Elenco dei Servizi delle Attività e degli Strumenti Finanziari, Sezione A servizi e attività di investimento) MiFID 1: "(5) Consulenza in materia di investimenti

Un altro aspetto innovativo rispetto alla normativa precedente (dal 1991 in poi) è rinvenibile già nella stessa definizione. Nel 1991 la consulenza riservata era quella in materia di valori mobiliari (oggi strumenti finanziari), nella MiFID l'oggetto della consulenza è "in materia di investimenti". E' una differenza rilevante, che innalza di molto il livello della consulenza, equiparandolo di fatto alla gestione. La consulenza prevista dalla legge n.1. del 1991, limitata agli strumenti finanziari senza entrare nel merito dell'adeguatezza, del rapporto tra lo strumento e il cliente, deve tuttora essere considerata libera. Al contrario, l'indicazione di un investimento specifico adatto al cliente, personalizza la consulenza e la rende attività riservata.

Nella nuova impostazione legislativa, assistiamo allo "spacchettamento" dell'attività di consulenza in due servizi differenti: l'uno diviene servizio d'investimento a titolo principale – la cd. consulenza specifica-, l'altro resta un servizio accessorio e, di fatto libero, esercitabile da chiunque-la consulenza cd. generale-. La linea di demarcazione tra le due fattispecie a prima vista non è così evidente, anche se è stata delineata nelle "definizioni" e verrà ripresa anche nei "consideranda" della direttiva di secondo livello.

La consulenza specifica⁵³ consiste nella "prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di

⁵³ art. 4 par. 1, punto 4, Direttiva 2004/39/CE.

investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari”. Gli elementi costitutivi del servizio di consulenza in materia d’investimenti sono quindi:

- 1 - la prestazione di raccomandazioni “personalizzate” (e non semplicemente generali) a un cliente specifico;
- 2 - queste raccomandazioni devono riguardare una o più operazioni (ma una sola è sufficiente) relative a strumenti finanziari.

Le operazioni indicate nella raccomandazione devono ricadere in una delle seguenti categorie⁵⁴:

- a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell’emittente rispetto a tale strumento;
- b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario.

Gli altri elementi (l’iniziativa del cliente o della società d’investimento) sono irrilevanti ai fini della definizione. Gli elementi chiave della definizione sono quindi due: la personalizzazione e l’oggetto. E’ abbastanza facile individuare la

⁵⁴ art. 52, co. 2, Direttiva 2006/73/CE.

personalizzazione in un rapporto “singolo” col cliente e soprattutto nell’applicazione del concetto di adeguatezza. Una raccomandazione personalizzata non può che essere adeguata; una raccomandazione non adeguata, non adatta al cliente, manca del requisito della personalizzazione. Abbiamo quindi un primo forte indizio di contrapposizione tra consulenza servizio d’investimento principale e quella individuata come servizio accessorio. La prima è fortemente personalizzata, la seconda consiste in raccomandazioni “generali”, quindi non rivolte a una persona singola, ma a un universo di persone o anche a sconosciuti oppure, per assurdo, a nessuno, non essendo destinate alla divulgazione, vedi ad esempio ricerche di uso solo interno all’intermediario. Difatti, la definizione di consulenza generale si ottiene in modo negativo, dalla lettura combinata del considerando n. 79 e dal comma 3 dell’art. 52 della MiFID di secondo livello, che recitano, rispettivamente: *la consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve essere considerata come una raccomandazione personalizzata ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui alla direttiva 2004/39/CE*” e *“una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico”*.

Dalla lettura del *considerando n. 81* della MiFID di secondo livello, emerge un terzo tipo di consulenza: la cd. consulenza generica.

A differenza di quella specifica, essa ha per oggetto non uno specifico strumento finanziario, bensì un tipo di strumento. Questo tipo di consulenza rileva in particolare:

- quando l'impresa d'investimento che presta la consulenza generica presenta il tipo di strumento come adatto al cliente, sconfinando nel servizio di consulenza personalizzato;
- quando la consulenza generica prestata dall'impresa di investimento sia propedeutica alla prestazione di un servizio di investimento quale, ad esempio, la consulenza in materia di investimenti.

Inoltre, in base alla previsione indicata dal *considerando n.82* della MiFID di secondo livello, la consulenza generica, può essere considerata come un'attività preparatoria all'acquisizione del cliente o alla prestazione del servizio, includendo tutte le attività di pre-vendita, promozione, contatto col cliente.

Un altro importante aspetto introdotto dalla direttiva MiFID in merito alla consulenza finanziaria riguarda la figura dell' "*agente collegato*".

La MiFID di primo livello all' art. 4 par. 1 punto 25, definisce l'agente collegato come "la persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera promuove i servizi d'investimento e/o servizi accessori presso clienti e potenziali

clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi d'investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari, e/o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari”.

In base a quanto prescritto dal punto 23 del medesimo articolo, viene lasciata discrezionalità agli Stati membri di permettere alle imprese di investimento di nominare agenti collegati per prestare il servizio di consulenza finanziaria.

2.5.5 Recepimento della direttiva MiFID nell'ordinamento italiano

Il processo di recepimento della MiFID nell'ordinamento giuridico italiano ha preso il via con l'approvazione del Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n°164, che ha apportato una serie di rilevanti modifiche al Testo Unico della Finanza: il Decreto è entrato in vigore il 1° novembre 2007. La trasposizione è proseguita in data 29 ottobre 2007 con l'introduzione da parte della Consob - a seguito di consultazione con il mercato - delle pertinenti modifiche ai Regolamenti Intermediari (n°16190) e Mercati (n°16191) e con la pubblicazione congiunta da parte di Consob e Banca d'Italia del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" (cd. Regolamento congiunto). In ossequio agli obiettivi di ridurre al minimo i rischi di frammentazione e garantire un'effettiva parità di

trattamento a tutte le imprese di investimento operanti nel mercato comunitario, le norme nazionali di recepimento evidenziano deviazioni minime rispetto al dettato del legislatore europeo.

Le maggiori differenze rispetto alla normativa europea riguardano:

1. il mancato riferimento nella normativa italiana della consulenza generica;
2. la differenza della disciplina riguardante l'agente collegato di matrice europea rispetto al promotore finanziario. A quest'ultimo è severamente preclusa la possibilità di amministrare fondi o strumenti finanziari dei clienti dell'impresa di investimento e può essere soltanto una persona fisica;
3. la preclusione, poi modificata con l'introduzione 18-ter del T.U.F. relativo alle società di consulenza finanziaria, di riservare l'attività di consulenza in materia di investimenti alle sole persone fisiche.

Per il resto, la normativa italiana si rifaceva al dettato comunitario.

III CAPITOLO

LE NOVITA' INTRODOTTE DA MIFID II

Come è stato ampiamente illustrato in precedenza, attraverso la direttiva MiFID, il legislatore comunitario intendeva regolare i rapporti tra intermediari e clienti, con la finalità di offrire a questi ultimi un livello elevato di protezione, e al contempo, di consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità Europea. La Direttiva MiFID I sembrava aver definito un assetto regolativo se non definitivo, almeno volto a stabilizzare, per un lungo periodo, il settore dei mercati finanziari. Tuttavia, la crisi finanziaria globale partita dal 2008⁵⁵, innescata in America dai mutui subprime, poi diffusa per contagio in Europa per effetto della polverizzazione dei rischi nei titoli tossici sino ad investire i debiti sovrani, ha contribuito ad enfatizzare alcuni nodi irrisolti della regolazione di settore. Ciò, difatti, ha fatto maturare la consapevolezza che a pagare i danni dell'incontrollato moral hazard del management bancario e degli intermediari finanziari e, dell'inadeguatezza della risposta dei pubblici poteri, fossero, in realtà, i contribuenti/investitori⁵⁶. In tale contesto, è maturata la scelta “necessitata” del

⁵⁵ DI GASPARE, Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche, Padova, 2011.

⁵⁶ BOCCUZZI, Gli assetti proprietari delle banche, Torino, 2010, 198.

Financial Stability Board⁵⁷ di indicare una nuova via in materia di vigilanza prudenziale, protezione dei depositi e risoluzione delle crisi bancarie, ispirandosi, essenzialmente, ai principi cardine di una maggior responsabilizzazione della proprietà degli istituti bancari, del minor coinvolgimento possibile dei contribuenti. Al contempo, le istituzioni comunitarie non si sono limitate ad intervenire sul sistema bancario, ma hanno maturato la consapevolezza che, per proteggere gli investitori occorresse intervenire anche sul fronte delle regole del gioco che avevano sino a quel momento disciplinato i mercati finanziari.

Di qui la decisione di procedere ad una revisione della disciplina contenuta nella MiFID I, attraverso la direttiva 2014/65/UE (MiFID II), e il Regolamento (UE) n.600/2014 (cosiddetto MiFIR). I due atti comunitari recepiti nel nostro ordinamento dal D.lgs. 3 agosto 2017, n.129, pongono l'accento sulla necessità di maggiori garanzie di trasparenza nelle negoziazioni e di tutela degli investitori, su una maggiore responsabilizzazione degli intermediari⁵⁸ e sul rafforzamento dei poteri dell'autorità di vigilanza. Per la prima volta si vedono misure specifiche in tema di prodotti finanziari, volte a ridurre il rischio di investimenti inadeguati per il cliente finale, conferendo a specifiche autorità il compito di restringere la

⁵⁷ E' un organismo internazionale con sede a Basilea e con il compito di monitorare il sistema finanziario mondiale. In tale organismo sono rappresentati tutti i paesi del G20 (rappresentati sia dai propri governi che dalle rispettive banche centrali).

⁵⁸ Già la direttiva 2004/39/CE prevedeva l'obbligo, a carico dell'impresa di investimento che erogava il servizio di consulenza, di acquisire informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente e i suoi obiettivi di investimento. Tali prescrizioni diventano ancora più stringenti con la direttiva 2014/65/UE

negoziiazione e il collocamento di alcuni strumenti finanziari a protezione degli investitori.

Nel presente lavoro, concentrerò l'attenzione sia sulle novità introdotte a livello dei mercati, e sia delle novità introdotte che riguardano gli intermediari.

3.1 Ambito di applicazione della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento (UE) n.600/2014: organizzazione dei mercati

La disciplina contenuta nella direttiva MiFID II ha l'obiettivo di regolare e creare un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale vengano garantite la trasparenza e la protezione degli investitori. Nella stessa sono previste misure che consentono di prestare alle imprese servizi di investimento in tutti gli stati dell'Unione Europea con identiche modalità e condizioni, e al contempo si impone alle stesse di agire nell'interesse del cliente, assicurando a quest'ultimo una corretta informazione e superando tutti i potenziali conflitti tra le parti, anche attraverso l'individuazione dell'effettiva propensione al rischio dell'investitore.

Una delle principali novità introdotte dalla direttiva 2014/65/CE riguarda l'introduzione di un nuovo servizio di investimento consistente nella gestione di sistemi di negoziazioni organizzati, noti come (*Organised Trading Facilities – OTF*)⁵⁹.

⁵⁹ Considerando n.8 Regolamento n.600/2014

Come in precedenza già illustrato, negli ultimi decenni si è manifestato il progressivo passaggio da un sistema in cui le negoziazioni di strumenti finanziari erano unicamente (o principalmente) effettuate sui mercati regolamentati di borsa ad una frammentazione dei sistemi di scambio, con il proliferare di sedi di negoziazione alternative.

Il fenomeno era stato già affrontato all'epoca dell'emanazione della prima direttiva Mifid infatti, il legislatore comunitario aveva provveduto ad individuare e regolare tra le “*trading venues*”, mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), nonché ad introdurre la nuova figura degli organizzatori sistemici, i quali non sono una sede di negoziazione, bensì un intermediario che esegue sistematicamente operazioni di vendita e acquisto come controparte, utilizzando proprie risorse.

Tali disposizioni non hanno, comunque, evitato che talune tipologie di strumenti finanziari fossero negoziate in mercati de-regolamentati (i cosiddetti OTC- over the counter) con evidenti ricadute in tema di sicurezza e trasparenza degli scambi. Per far luce in questa zona grigia, il legislatore comunitario è intervenuto, prima, con il regolamento EMIR (Regolamento (UE) 648/2012, relativo alle negoziazioni di strumenti derivati OTC), e, in seguito, con la nuova direttiva MiFID e il regolamento Mifir disciplinando in modo più compiuto e sistematico l'intera

materia, prevedendo l'introduzione dei cosiddetti sistemi organizzati di negoziazione (OTF).

Questi rappresentano una nuova piattaforma di negoziazione diversa sia dai mercati regolamentati, sia da un sistema multilaterale di negoziazione, al quale devono essere ricondotte tutte le negoziazioni non rientranti nelle precedenti categorie. Trattandosi di un servizio di investimento, infatti, l'attivazione di un OTF è sottoposta ad autorizzazione, con tutte le conseguenze in materia di conflitti di interesse e trasparenza che tale previsione comporta per i gestori. La direttiva MiFID e il regolamento MiFIR hanno, quindi, la finalità di disciplinare in modo più rigoroso i mercati finanziari riconducendo le negoziazioni all'interno di sistemi regolamentati, in modo tale che si possano applicare le normative previste sulla trasparenza pre e post negoziazione, ad un più ampio numero di intermediari e a quegli strumenti negoziati, fino ad allora non ricompresi.

La principale differenza operativa tra tali sedi di negoziazioni, che non sono mercati regolamentati, è l'assenza di discrezionalità in capo agli MTF, i quali non possono intervenire negli scambi che si svolgono all'interno degli stessi; diversamente gli OTF, seppur entro taluni limiti, possono operare scelte discrezionali. In tale senso, l'OTF ha la possibilità di collocare e ritirare un dato ordine nel proprio sistema, ovvero non abbinare uno specifico ordine di un cliente ad altri ordini disponibili in tale momento, purché ciò avvenga previa istruzione del cliente stesso.

Inoltre gli OTF, a differenza degli MTF, possono svolgere negoziazione di “*matched principal*”. Questa viene definita nella MiFID II (nello specifico nell’art. 4, par. 1, punto 38) come un tipo di una transazione nella quale l’intermediario si interpone tra l’acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l’intera esecuzione dell’operazione eseguendo, appunto, un incrocio (un matching) simultaneo di ordini sui medesimi strumenti finanziari ma con segno opposto (da un lato comprare e, dall’altro, vendere). In questo modo le uniche utilità percepite dall’intermediario sono rappresentate dalle commissioni, onorari o dalle spese di transazione⁶⁰.

Vi sono quindi tre elementi che devono sussistere congiuntamente:

assenza di rischio controparte: l’intermediario che si interpone tra compratore e venditore non è esposto al rischio di mercato dato dall’esecuzione della transazione;

componente temporale: entrambe le parti eseguono l’ordine in contemporanea;

componente della struttura remunerativa: la transazione è conclusa ad un prezzo per cui l’intermediario non percepisce né utili né perdite diverse dalle

⁶⁰ Art. 4, par. 1, punto 38 della MiFID II: “*negoziazione «matched principal»: una negoziazione in cui l’intermediario si interpone nella transazione tra l’acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l’intera esecuzione della transazione, con le due parti della transazione eseguite simultaneamente, e la transazione è conclusa ad un prezzo al quale l’intermediario non realizza né utili né perdite, fatta eccezione per le commissioni, gli onorari o le spese della transazione comunicati precedentemente*”.

proprie commissioni di intermediazione o da altre utilità previamente concordate e di cui le parti sono state edotte.

Discorso in parte diverso va fatto per i gestori delle trading venues (o, almeno, nei confronti di alcune di esse). Caratteristica comune di tali soggetti è, come già ripetuto, la “neutralità” rispetto agli scambi che avvengono nei loro sistemi e, quindi, non poter negoziare ordini con risorse proprietarie. Tale neutralità ed assenza di discrezionalità, che deve guidare l’operato dei gestori dei mercati regolamentati e degli MTF, ha spinto il legislatore comunitario a vietare a tali soggetti anche l’operatività *matched principal*⁶¹. I gestori di OTF, potendo gestire le negoziazioni su base discrezionale, potranno invece operare *matched principal* ma solo per i prodotti non equity (obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, quote di emissione e derivati) e nei casi nei quali il cliente abbia acconsentito al processo. In tali situazioni il gestore di un OTF dovrà fornire alla propria Autorità competente informazioni relative al modo in cui viene effettuata la negoziazione *matched principal*⁶².

⁶¹ Per i gestori di MTF si veda l’art. 19, par. 5 della MiFID II: “*Gli Stati membri non autorizzano le imprese di investimento o i gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione ad eseguire ordini dei clienti impegnando capitale proprio né ad effettuare negoziazioni «matched principal»*”. Per i gestori dei mercati regolamentati si veda l’art. 47, par. 2 della MiFID II: “*Gli Stati membri non autorizzano i gestori del mercato ad eseguire ordini dei clienti impegnando capitale proprio né ad effettuare negoziazioni «matched principal» in nessuno dei mercati regolamentati gestiti*”.

⁶²Art. 20, par. 7 della MiFID II.

Un altro importante aspetto su cui si concentra la disciplina MiFID II che riguarda l'organizzazione dei mercati, vede come protagonista le negoziazioni effettuate mediante l'utilizzo di algoritmi. Queste sono nate negli Stati Uniti, ma si sono rapidamente sviluppate in tutti i mercati finanziari avanzati, compresa l'Europa, ciò ha posto l'attenzione del legislatore sulla necessità di regolarle.

In linea di continuità con quanto già previsto dalle ESMA *“Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities”* del 24 Febbraio 2012

(ESMA/2012/122)⁶³, il legislatore europeo ha tratteggiato in sede di Direttiva MiFID II i principi e le regole a cui le imprese di investimento che operano in un ambiente di negoziazione automatizzato sono tenute ad uniformarsi. La direttiva prevede che gli intermediari che svolgono l'attività di negoziazione algoritmica ovvero che forniscono un accesso elettronico diretto ad una sede di negoziazione (direct electronic access) sono chiamati, da un lato, a porre in essere efficaci ed appropriati controlli sui sistemi informatici di negoziazione nonché a monitorare i potenziali rischi ad essi connessi, dall'altro, sono tenuti ad osservare nei confronti dell'autorità di vigilanza precisi obblighi informativi in merito allo svolgimento

⁶³ Gli orientamenti pubblicati dall'ESMA - recepiti in Italia attraverso l'emanazione da parte della Consob e della Banca d'Italia della Comunicazione congiunta del 30 aprile 2012 (cfr. anche la precedente Comunicazione Consob n. DME/120270714 del 4 aprile 2012) - perseguono lo scopo di assicurare un'applicazione uniforme e coerente delle disposizioni comunitarie in tema di sistemi e procedure di controllo previsti per le piattaforme di negoziazione e le imprese di investimento in un ambiente di negoziazione automatizzato.

della predetta attività. Ciò viene predisposto per evitare che si generi disordine nel mercato e che tali sistemi possano essere utilizzati per scopi vietati o per commettere abusi.

Risulta, pertanto, auspicabile che le imprese che svolgano tale attività abbiano una specifica autorizzazione che ne attesti i requisiti previsti dalla direttiva MiFID II e ne garantiscano un'adeguata vigilanza. A tal fine l'organo preposto è l'ESMA che verifica anche le idonee dimensioni dello scostamento di prezzo così da assicurare un funzionamento ordinato dei mercati all'interno dell'Unione Europea.

Un'altra importante categoria di strumenti finanziari, disciplinata dalla MiFID II, è costituita dalle quote di emissione di gas ad effetto serra istituite attraverso la direttiva 2003/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio. Queste, rappresentano un innovativo strumento di politica ambientale, utilizzato per incentivare gli Stati membri a uniformarsi agli obiettivi ratificati con il Protocollo di Kyoto e sensibilizzarli sulla riduzione dell'emissione di gas serra. L'autorità regolamentare di ciascuno Stato membro assegna, sulla base di un piano nazionale, un determinato numero di emissioni di CO₂ alle imprese che, nell'ambito del proprio ciclo produttivo, necessitano di emettere gas a effetto serra e sono autorizzate a partecipare a sistemi di negoziazione. Quando le quote di emissioni assegnate sono superiori all'effettivo fabbisogno, le imprese possono procedere alla vendita delle quote in eccesso, che possono essere acquistate dalle imprese a cui è stato assegnato un numero di quote inferiore al proprio

fabbisogno. L'attività di negoziazione delle quote di gas serra è stata a lungo priva di regolamentazione; ciò ha favorito il diffondersi di pratiche fraudolenti, che hanno spinto l'UE a adottare specifiche norme per regolare tale attività.

Nel considerando 11 della Direttiva MiFID II si legge infatti chiaramente che, alla luce di tali pratiche fraudolente riscontrate nei mercati secondari a pronti di quote di emissioni, tali da compromettere il regolare funzionamento dei meccanismi di scambio previsti dalla Direttiva ETS, si rivela opportuno classificare le quote di emissione di gas serra come strumenti finanziari. L'assoggettamento alla Direttiva MiFID II comporta una vera rivoluzione nel settore dell'Emission Trading: in quanto, chiunque intenda effettuare negoziazioni aventi ad oggetto quote di emissioni, o comunque prestare servizi di investimento aventi ad oggetto tali strumenti, dovrà possedere un'apposita autorizzazione da parte delle Autorità competenti.

3.2 Ambito di applicazione della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento (UE)

n.600/2014: rapporti intermediari/clienti

Il principio ispiratore della direttiva MiFID II è dettato dall'esigenza di intensificare le garanzie a tutela dell'investitore, fissando regole certe a cui le imprese di investimento, devono attenersi per offrire ai clienti prodotti in linea con le loro esigenze e caratteristiche.

Le innovazioni più importanti relative a tale aspetto sono:

- l'introduzione della consulenza indipendente e le novità in materia di informativa contrattuale, e valutazione del profilo del cliente;
- le previsioni in materia di product governance, che prevede l'identificazione da parte delle imprese di investimento della categoria di clienti di riferimento – clientela target – per la quale determinati prodotti e servizi finanziari sono stati concepiti.
- l'introduzione di poteri di product intervention attribuiti all'ESMA, all'Autorità bancaria europea⁶⁴ (EBA) e all'autorità di vigilanza nazionali. Questi organi hanno il compito di valutare la corrispondenza alle regole europee dei prodotti finanziari immessi sul mercato con la facoltà di vietarne la commercializzazione e la distribuzione se li reputano dannosi per la stabilità e integrità dei mercati.

3.2.1 La consulenza finanziaria su base indipendente

Uno degli aspetti più rinnovati dalla Direttiva MiFID II riguarda, senza dubbio, il servizio di consulenza finanziaria. Per garantire una maggiore tutela dell'investitore ma anche una maggior autonomia dell'intermediario che presta il servizio di consulenza, il legislatore comunitario è intervenuto attraverso un processo di frantumazione del servizio che si concretizza con la regolamentazione

⁶⁴L'Autorità bancaria europea (EBA), in particolare, garantisce un livello di regolamentazione del settore bancario, uniforme in tutti gli stati europei e, in base alla MiFID II, esercita uno specifico controllo sull'adeguatezza dei depositi strutturati dei mercati degli strumenti finanziari europei

della consulenza su base indipendente. In linea generale, la consulenza indipendente è offerta da consulenti finanziari retribuiti esclusivamente a parcella, pagata direttamente dal cliente stesso. Si tratta di professionisti la cui attività deve essere esclusivamente quella di fornire consulenza riguardo le soluzioni che si adattano meglio allo specifico caso del cliente. Va da sé che l'indipendenza è volta a tutelare il cliente stesso. Di conseguenza, la MiFID II delinea anche il profilo del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede e, quindi, non indipendente. Quest'ultimo è "la persona che esercita l'attività di promotore nell'interesse di un unico soggetto, il quale può essere una banca, una SIM, o una SGR". La differenza tra le due figure è molto chiara e finalmente è stata tipizzata dalla legge, che mette nero su bianco gli obblighi per chi volesse operare come consulente indipendente.

Infatti, l'art. 24 c.4 della normativa MiFID 2 specifica chiaramente tra gli obblighi informativi dell'impresa di investimento la prescrizione di una tempestiva chiarificazione se la consulenza è fornita su base indipendente oppure no.

Il comma 7 definisce che si ha consulenza su base indipendente se e solo se il consulente:

a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano

opportunamente soddisfatti e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti:

i) dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o

ii) da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;

b) non accetta e trattiene onorari⁶⁵, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti;

Quindi pur, in assenza di specifica definizione, la disciplina MiFID II individua i requisiti essenziali affinché si possa parlare di consulenza su base indipendente.

Il primo (“negativo”) requisito affinché una consulenza possa essere qualificata “su base indipendente” attiene al divieto di percepire e trattenere incentivi, salvi i c.d. *minor non monetary benefits*⁶⁶. Con tale prescrizione, il legislatore

⁶⁵ Gli inducements, ovvero gli incentivi riconosciuti alle reti di vendita dalle società prodotte.

⁶⁶ Il già citato art. 24, paragrafo 7, lett. b

comunitario vuole evitare che la percezione e/o il pagamento di incentivi possa distorcere il dovere dell'intermediario di agire nel migliore interesse per il cliente. Tuttavia, nello svolgimento degli altri servizi di investimento, invece, è consentito alle imprese di investimento pagare o percepire un onorario o una commissione e/o fornire/ricevere benefici non monetari nello svolgimento di servizi diversi dalla consulenza su base indipendente e dalle gestione di portafogli (art.24, comma 9 MiFID II) purché abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non interferiscano con il dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale, nel miglior interesse del cliente.

Il secondo (“positivo”) requisito attiene alla gamma degli strumenti finanziari che l'intermediario è tenuto a valutare. Ovviamente, ciò non implica, che l'intermediario debba necessariamente valutare tutta la gamma di strumenti finanziari presenti sul mercato⁶⁷. La valutazione, più che altro, deve avere ad oggetto un range di strumenti finanziari “sufficientemente diversificati” e non deve essere limitata agli strumenti finanziari emessi dallo stesso intermediario o da soggetti legati all'intermediario da “stretti legami”.

⁶⁷ Il considerando n. 73 della Direttiva 2014/65/UE chiarisce che: “quando la consulenza è fornita su base indipendente, prima di formulare una raccomandazione personalizzata dovrebbe essere valutata una gamma sufficiente di prodotti offerti da diversi fornitori. Non è tuttavia necessario che il consulente valuti i prodotti di investimento disponibili su mercato da parte di tutti i fornitori di prodotti o emittenti, ma la gamma di strumenti finanziari non dovrebbe essere limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o ogni altra relazione giuridica o economica, quale una relazione contrattuale, talmente stretta da essere potenzialmente in grado di compromettere la base indipendente della consulenza prestata”

Ad avviso dell'ESMA,⁶⁸ una consulenza potrà essere definita su base indipendente qualora l'intermediario abbia definito e implementato un processo di selezione che consenta di valutare e comparare un range adeguato di strumenti finanziari.

L'accento è quindi posto sul processo di selezione degli strumenti finanziari oggetto della consulenza su base indipendente, processo in cui dovranno essere rispettati i seguenti requisiti:

-una selezione diversificata di strumenti finanziari per tipo, emittente o casa prodotto che non sia limitata agli strumenti finanziari emessi o distribuiti dallo stesso intermediario consulente o da soggetti che abbiano stretti legami o altri rilevanti legami economici o giuridici con l'intermediario;

1. il numero e la tipologia di strumenti finanziari considerati devono essere “proporzionati” al perimetro del servizio di consulenza offerto;
2. il numero e la tipologia di strumenti finanziari considerati devono essere “adeguatamente rappresentativi”, considerati gli strumenti finanziari disponibili sul mercato;
3. i criteri di comparazione dei diversi strumenti finanziari devono includere tutti gli aspetti rilevanti quali i rischi, i costi, la complessità e le caratteristiche della clientela target e devono assicurare che né la selezione

⁶⁸ Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 147

degli strumenti finanziari che possono essere raccomandati né le raccomandazioni rivolte alla clientela siano non obiettive.

La normativa europea permette, inoltre, che ci possa essere all'interno dell'unico servizio di consulenza in materia di investimenti, una “geometria variabile” di servizio a cui il cliente potrà fare affidamento: indipendente o meno, dotato di ampia o ristretta gamma di prodotti da proporre. Parliamo del cosiddetto “consulente ibrido”; infatti la MiFID II sancisce, per la prima volta, la possibilità per l'intermediario di esercitare sia la consulenza non indipendente, sia quella indipendente; l'indipendenza diviene, dunque, soltanto una caratteristica oggettiva del servizio di consulenza. Per questo, l'intermediario potrà prestare consulenza in tutti e due i regimi, con il solo obbligo di informare il cliente dove decida di esercitarla su base indipendente⁶⁹; risulta quindi fondamentale fornire una chiara informativa al cliente da parte dell'intermediario su quale tipo di consulenza viene proposta e, soprattutto, le ragioni di tale scelta; ragioni che devono coincidere con l'interesse del cliente. La MiFID II impone altresì l'implementazione di specifici e adeguati sistemi di controllo per assicurare che entrambi i tipi di consulenza, nonché il personale addetto alla prestazione del servizio di consulenza, siano chiaramente “separati”. In altri termini, l'intermediario non potrà consentire agli stessi soggetti di svolgere attività connesse sia al servizio di consulenza

⁶⁹ Art. 24 par. 4 lett.a, Direttiva 65/2014/CE

indipendente, sia a quello non indipendente⁷⁰. Dinanzi al nuovo assetto a “geometria variabile” della consulenza finanziaria, assumerà un significato ancor più rilevante rispetto al recente passato l’informativa pre-contrattuale, della quale si parlerà nel successivo paragrafo.

3.2.2 *L’informativa da fornire al cliente*

Come ampiamente anticipato, il principio fautore della MiFID II è quello di garantire una maggiore tutela per l’investitore-cliente, che si traduce in specifiche prescrizioni in termini di informativa da fornire a quest’ultimo.

Innanzitutto, le imprese di investimento avranno l’obbligo di informare i propri clienti nuovi o già esistenti sulla classificazione effettuata sulla base dei criteri normativi, esplicitando la possibilità di richiedere una modifica della classe di appartenenza⁷¹. Questi, infatti, possono essere classificati dalle stesse come clienti professionali, clienti al dettaglio o come controparti qualificate⁷².

⁷⁰ In termini generali e riferibili a tutti i soggetti addetti alla prestazione del servizio di consulenza, il considerando n. 79 della Direttiva 2014/65/CE stabilisce che “stante la complessità dei prodotti di investimento e la loro sempre maggiore innovatività, è importante anche assicurare che il personale addetto alla consulenza o alla vendita di prodotti di investimento alla clientela al dettaglio possieda un adeguato livello di conoscenze e competenze sui prodotti offerti. Le imprese di investimento dovrebbero dare al proprio personale il tempo e le risorse sufficienti ad acquisire le conoscenze e competenze richieste e a utilizzarle nella prestazione di servizi alla clientela”

⁷¹ Art. 45 del Regolamento Delegato UE 2017/565.

⁷² Art. 30 della direttiva MiFID stabilisce quali soggetti possono essere classificati come controparti qualificate.

Inoltre, il già citato art.24, paragrafo 4, lettera a della MiFID II prevede che l'impresa di investimento comunichi ai clienti, prima della conclusione del contratto:

1. se la consulenza è prestata su base indipendente o meno;
2. se la consulenza è basata su un'analisi più o meno ampia delle varie tipologie di strumenti;
3. se essa fornirà ai clienti la valutazione periodica di adeguatezza.

Successivamente l'art. 24 par.4 lett. b prescrive che le informazioni sugli strumenti finanziari devono tener conto degli orientamenti del cliente, il quale deve essere altresì informato sui rischi connessi.

Un altro aspetto di centrale importanza riguarda l'informativa relativa ai costi legati al servizio di consulenza. Questo aspetto, non deve essere sottovalutato, perché grazie alla direttiva Mifid 2, per la prima volta, molti investitori avranno la piena consapevolezza di quanto gli costa realmente investire.

Bisogna infatti considerare che l'impatto delle commissioni sul rendimento totale del prodotto è rilevante, soprattutto se l'investimento è a lungo termine. Il problema è che con la vecchia normativa molte di queste "fees" spesso sono rimaste nascoste agli occhi dell'investitore. Fino a ieri chi andava in banca a sottoscrivere un fondo d'investimento riceveva soltanto il dettaglio della commissione di ingresso. Si tratta di una commissione che è relativa alla sottoscrizione di quel determinato fondo. C'è poi la commissione di gestione che

comprende, oltre ai costi legati alla ricerca e all'analisi dei mercati finanziari, ricadono anche i costi legali, di marketing, quelli legati alla banca depositaria e di struttura che andrebbero esplicitate separatamente. Finora, dunque, la prassi era la seguente: la commissione di gestione era scritta (in percentuale) nel prospetto informativo del fondo. Con la Mifid 2 i costi, dalle commissioni di performance a quelle di consulenza passando per le spese legate alla fiscalità degli strumenti finanziari, verranno scorporati con due comunicazioni: una ex ante con la stima di quello che il cliente andrà a pagare e una ex post con il consuntivo di quello che è stato pagato. Questi costi dovranno essere conteggiati nel dettaglio, a parte, ed espressi in valore monetario (e non più solo in percentuale). Infatti, Moneyfarm ricorda che la maggior parte delle ricerche dimostrano che gli investitori al dettaglio comprendono più facilmente valori monetari che percentuali. Inoltre, piccole differenze dei costi espressi in percentuale possono tradursi in grandi differenze in termini assoluti. Con l'entrata in vigore della MiFID II, i costi dovranno essere comunicati in modo esplicito e distinti in tutte le loro varie voci: costi del servizio, costi associati al prodotto e commissioni di retrocessione (inducements). Solo con questa chiarezza gli investitori saranno messi in condizione di fare le proprie valutazioni costi/benefici relativamente al servizio di consulenza finanziaria che hanno scelto.

Un'altra novità è quella che obbliga gli intermediari a inviare almeno trimestralmente comunicazioni che includano il dettaglio degli strumenti su cui effettuano l'investimento. Dovranno, inoltre, fornire segnalazioni ad hoc in caso di scarsa liquidità di un titolo, oltre a informazioni specifiche sulle soglie di perdita, come da indicazioni dell'ESMA.

Le disposizioni di attuazione, in particolare il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 e suoi allegati, definiscono poi il quadro completo delle voci di costo da chiarire, nell'informativa precedente e successiva alla prestazione del servizio di consulenza. Queste sono presenti all'art. 50 par. 2 del Regolamento Delegato 2017/565, il quale stabilisce che ai fini della comunicazione ex ante ed ex post ai clienti delle informazioni sui costi e gli oneri, le imprese di investimento presentano in forma aggregata quanto segue:

- a) tutti i costi e gli oneri connessi applicati dall'impresa di investimento o da altre parti, qualora il cliente sia stato indirizzato a tali altre parti, per il servizio o i servizi di investimento e/o servizi accessori prestati al cliente;
- b) tutti i costi e gli oneri connessi associati alla realizzazione e gestione degli strumenti finanziari.

Con tale previsioni, il legislatore comunitario intendeva garantire maggiore trasparenza e comprensione in merito al costo legato al servizio finanziario, esplicitandone in maniera chiara al fruitore del servizio.

3.2.3 *La valutazione di adeguatezza*

La valutazione di adeguatezza rappresenta una delle principali novità introdotte con la MiFID I. Probabilmente perché questa rappresenta, soprattutto nell'ambito del servizio di consulenza in materia di investimenti, il momento in cui l'interrelazione tra intermediario e cliente raggiunge il massimo livello e proprio questo spinse il legislatore, già nel 2004, a prevedere norme particolarmente stringenti.

Tuttavia, ciò non è bastato per garantire la massima tutela per l'investitore anche se la normativa era ben fatta, considerando anche le linee guida emanate dall'ESMA nel 2012; quello che è mancato, è stato invece, la modalità di raccolta delle informazioni dai clienti. Il questionario MiFID non è stato alla prova pratica uno strumento tutelante per il cliente, anzi si è trasformato a volte in un elemento che ha permesso alle imprese di investimento di celare pratiche scorrette. Proprio per questo, con MiFID II si registra un **“rafforzamento della disciplina in termini di adeguatezza”**. Si provvede, infatti, ad ampliare il numero di informazioni che gli intermediari devono chiedere al cliente in occasione della “profilatura”. Il riferimento è⁷³:

- a) alla capacità del cliente di sostenere perdite (tenuto conto della sua situazione finanziaria);

⁷³ Art. 25, par. 2 della direttiva 2014/65/UE

b) alla sua tolleranza al rischio (considerati i suoi obiettivi di investimento);

La normativa identifica la tolleranza al rischio e la capacità di sostenere perdite come due misure diverse, da non confondere. Entrambe devono essere soddisfatte nelle raccomandazioni d'investimento. Infatti, molte volte capita che un cliente è nelle condizioni oggettive di sostenere una perdita nel suo portafoglio, ma, soggettivamente, non è in grado di tollerare il rischio dei suoi investimenti. Al contrario vi è la situazione dei clienti che evidenziano un'elevata tolleranza al rischio ma che, data la situazione economica e finanziaria, non potrebbero sostenere la possibile perdita senza intaccare il proprio standard di vita.

La capacità di sostenere perdite, normalmente identificata con il termine **di risk capacity**, può essere definita come la capacità del cliente di assorbire diminuzioni del valore degli investimenti senza che ciò induca un effetto negativo sullo standard di vita. Una perdita nel valore degli investimenti può essere considerata di entità tale da intaccare il tenore di vita del cliente non consentendo a quest'ultimo di poter far fronte ad eventi programmati (acquisto di abitazioni, spese per istruzione dei figli ecc.), oppure, talvolta la riduzione del capitale può essere tale da mettere a rischio la capacità di integrare il reddito pensionistico o di controbilanciare spese impreviste o situazione temporanee di difficoltà finanziaria. Talvolta però, la risk capacity difficilmente riesce a essere individuata tramite il questionario sottoposto al cliente. Occorre, altresì, una valutazione più profonda

che tenga conto delle informazioni economiche e finanziarie relative al cliente e, insomma, di una misura oggettiva che prescinde dai tratti psicologici o emotivi del cliente. Essendo connessa alla situazione economica e patrimoniale del cliente, la risk capacity non è un dato immutabile e anzi è destinato a modificarsi nel tempo, rendendo necessario un monitoraggio e un aggiornamento periodico.

La tolleranza del rischio, invece, rappresenta una delle componenti dell'attitudine di un individuo al rischio e in termini finanziari si può tradurre nella capacità del cliente di sopportare fluttuazioni del valore del portafoglio, e parzialmente gli scenari di perdita, senza modificare le scelte d'investimento. La tolleranza al rischio è influenzata dal grado di conoscenza che il cliente ha dei rischi, della loro possibile evoluzione, e dalla consapevolezza del fatto che non tutti i rischi possono essere neutralizzati, dato che alcuni non sono prevedibili e quantificabili.

Con la raccolta d'informazioni le imprese d'investimento identificano gli obiettivi del cliente che, dato l'orizzonte temporale prescelto, determinano il grado di rischio che lo stesso deve assumere al fine di conseguire i propri obiettivi. La valutazione di adeguatezza dovrà quindi verificare che il rischio assunto dal cliente per il conseguimento dei propri obiettivi non sia superiore alla sua tolleranza al rischio e alla capacità economica e patrimoniale di sostenere perdite di entità tale da ridurre il suo standard di vita.

Infine, l'art. 54 del Regolamento delegato stabilisce che le imprese di investimento devono adottare le misure necessarie affinché le informazioni

raccolte sui clienti o potenziali clienti siano attendibili. A tal fine occorre che i clienti stessi siano consapevoli dell'importanza di fornire informazioni aggiornate e accurate; che gli strumenti di profilazione rispondano allo scopo prefissato e siano correttamente concepiti per l'utilizzo con i clienti; che le domande siano comprese e che non ci siano risposte che palesino incoerenza o scarsa comprensione.

Con riferimento allo scenario italiano, diversi intermediari hanno deciso di estendere (contrattualmente) l'obbligo di effettuare la verifica di adeguatezza anche alle operazioni individuate di propria iniziativa dal cliente, indipendentemente che le stesse siano relative a strumenti finanziari oggetto della consulenza. Ciò al fine di impedire che il divieto di eseguire un'operazione non adeguata possa essere aggirato mediante il semplice invito (rivolto al cliente) a eseguire l'operazione di propria iniziativa usufruendo del servizio di esecuzione ordini, collocamento o ricezione di ordini. In tal modo, infatti, l'intermediario potrebbe limitarsi a effettuare la sola verifica di appropriatezza, operando il cliente al di fuori del servizio di consulenza.

Tuttavia, nelle ipotesi in cui l'intermediario effettui la verifica di adeguatezza anche delle operazioni individuate di propria iniziativa dal cliente, il giudizio di non adeguatezza può non essere bloccante.

3.3 *Product governance*

La MiFID II introduce con la disciplina della Product Governance un insieme di previsioni tese ad imporre agli intermediari un assetto organizzativo e regole di comportamento relative alla creazione, offerta e distribuzione dei prodotti finanziari agli investitori. Tali disposizioni hanno come obiettivo fondamentale quello di ridurre i casi di “mis-selling”,⁷⁴ ovvero gli investimenti rivelatisi del tutto inadeguati al cliente che li ha realizzati, perché non conformi alla sua propensione al rischio o agli obiettivi di investimento.

La Product Governance comprende, quindi, un insieme di regole che dovranno essere attuate dal creatore del prodotto e dal distributore e il cui rispetto sarà fondamentale per la tutela del fruitore finale. A volte capita che la figura di colui che predispone il prodotto o il servizio possa coincidere, nella sostanza, con quella di chi lo distribuisce ma che, all’atto pratico, le due posizioni resteranno ben distinte. L’idea di rendere responsabili del risultato finale, cioè della vendita di un prodotto a un soggetto appartenente al target per il quale il prodotto stesso era stato progettato, anche il suo creatore è davvero una novità perché tale responsabilità è sempre stata attribuita, in passato, al distributore e ai suoi ausiliari.

⁷⁴ Termine con il quale si configura la vendita fraudolenta di servizi di investimento

Questa nuova regolamentazione trae origine da una posizione congiunta adottata nel 2013 dalle tre autorità di controllo continentale ossia l'ESMA, EBA ed EIOPA⁷⁵ a tutela degli investitori e del mercato nel suo complesso e parte dall'assunto che nel caso in cui i prodotti vengano progettati e venduti a soggetti non entranti nel target di riferimento, i danni che si producono sono diffusi e coinvolgono tutti i soggetti interessati e tutto il mercato di riferimento.

Le fasi che si possono distinguere nel processo che porta alla realizzazione del prodotto sono:

- la creazione del prodotto secondo regole che portano all'individuazione di un target specifico di clientela;
- la vendita del prodotto attraverso la consulenza previa verifica dell'adeguatezza/appropriatezza;
- continua verifica di adeguatezza del prodotto alle esigenze dell'investitore.

In queste fasi il realizzatore del prodotto e il distributore dovranno scambiarsi un flusso continuo di informazioni. In linea generale, la definizione del target di clientela deve essere effettuata innanzitutto dal manufacturer il quale deve individuare con chiarezza il tipo di investitore al quale il prodotto è dedicato.

Rilevanti sono anche le responsabilità che ricadono sul distributore, che

⁷⁵ EIOPA è l'autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali è un organismo dell'Unione europea che dal 1° gennaio 2011 ha il compito di sorvegliare il mercato assicurativo europeo. A essa partecipano tutte le autorità di vigilanza assicurativa dell'Unione europea

invece, condivide la responsabilità di vendere il prodotto a un cliente che rientra nel target delineato, e, non è sollevato in alcun modo dal dovere di effettuare la verifica dell'adeguatezza e appropriatezza. Il manufacturer, inoltre, dovrà esaminare periodicamente i propri prodotti in relazioni ad eventi che potrebbero modificare i profili di rendimento e rischio per la clientela⁷⁶. Si evince, dunque, che il rapporto tra i due soggetti deve essere sempre vivo tanto è vero che il distributore dovrà fornire al manufacturer dati circa le vendite, in modo tale che questo ne possa tener conto nel processo di revisione del prodotto offerto. Tale previsioni normative pongono le due figure su un piano di complementarità in quanto su entrambi incombono gli obblighi di correttezza, trasparenza e buona fede in tutte le fasi del rapporto con il cliente. Tali tutele sono previste allo scopo di migliorare il servizio offerto al pubblico, in virtù dell'attuazione dell'espressione "know your product, know your customer", che, sintetizza quanto previsto dall'art.24, par. 2 MiFID II. Concludendo, la disciplina della Product Governance propone una nuova regolamentazione della tutela del cliente che anticipa il momento in cui viene in rilievo l'interesse del cliente e la sua tutela alla fase di creazione del prodotto. Viene quindi stabilita una modalità di vigilanza dell'intermediario che ne determina non solo i comportamenti e le modalità di interazione con il

⁷⁶ Art. 16, paragrafo 3 della direttiva MiFID II.

cliente finale ma le tecniche di strutturazione del prodotto e la definizione della strategia di distribuzione. Inoltre, vengono dettagliatamente definiti i ruoli e gli obblighi rispettivi dell'Intermediario Ideatore e dell'Intermediario Distributore, disciplinando una materia generalmente lasciata all'autonomia privata.

3.4 Product intervention

Una conseguenza comune alle crisi economiche, specie quando le cause della crisi dipendono dal malfunzionamento dei mercati finanziari, è la ridefinizione di nuove regole e, di conseguenza, del ruolo assegnato ai regolatori.

A seguito di un ampio dibattito, alla fine del 2010, l'Unione europea si è dotata di un nuovo Sistema europeo di vigilanza finanziaria (in breve SEVF)⁷⁷.

Del SEVF fanno parte tre autorità di vigilanza europee: l'European Banking Authority (EBA), l'European Securities and Markets Authority (ESMA), l'European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA).

L'EBA è stata istituita ed è soggetta al regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, il suo ambito d'intervento comprende enti creditizi, conglomerati finanziari, imprese di investimento, istituti di pagamento e

⁷⁷ L'assetto è stato definito con i Regolamenti del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010, 1092/2010 e 1096/2010 (sul Consiglio per il rischio sistemico), 1093/2010 (sull'Autorità bancaria europea), 1094/2010 (sull'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) e 1095/2010 (sull'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), GUUE L 331 del 15 dicembre 2010

istituti di moneta elettronica. L'EBA è anche responsabile di avviare e coordinare, in cooperazione con il CERS, le prove di stress⁷⁸ a livello dell'Unione per il settore bancario.

L'ESMA, invece, è stata istituita e soggetta al regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio. Nell'ambito delle sue competenze rientrano i mercati dei valori mobiliari e i relativi partecipanti. Inoltre, è l'unico organismo nell'Unione responsabile della registrazione e della vigilanza delle agenzie di rating del credito e dei repertori di dati sulle negoziazioni nonché dell'imposizione di sanzioni nei loro confronti, ed è, inoltre responsabile del riconoscimento delle controparti centrali e dei repertori di dati sulle negoziazioni dei paesi terzi e della certificazione e approvazione delle agenzie di rating del credito dei paesi terzi.

L'EIOPA, infine, è un organismo dell'Unione europea che dal 1° gennaio 2011 ha il compito di sorvegliare il mercato assicurativo europeo.

Tra le principali novità introdotte da MiFID II vi è la disciplina relativa alla Product Governance che, come si è detto, prevede specifici obblighi di trasparenza in capo al produttore e al distributore dei prodotti finanziari, per scongiurare le pratiche di mis-selling, ossia di vendite fraudolente.

⁷⁸ Le prove di stress sono dei test condotte su un campione di banche comunitarie a livello consolidato, risaltando la capacità di resistenza in scenari ipotetici.

Per rafforzare l'impianto normativo, il legislatore comunitario ha ampliato i poteri di intervento dell'autorità di vigilanza sopracitate. Infatti, MiFID II ed il regolamento MiFIR introducono, altresì, misure di vigilanza di cui possono disporre le autorità (ESMA, EBA e autorità nazionali) per controllare ed intervenire, sia in via preventiva che nel durante, sulla commercializzazione, distribuzione e vendita di prodotti dell'Unione. Tali misure comprendono il monitoraggio sul mercato (c.d. poteri di market monitoring) attribuiti alle autorità nazionali (ex art. 39 del Regolamento) e il potere di intervento che consentono all'ESMA, per gli strumenti finanziari (cfr. art. 40 del Regolamento), e all'EBA per i depositi strutturati (cfr. art. 41 del Regolamento), di vietare temporaneamente o eventualmente limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o depositi strutturati. In particolare, ESMA ed EBA possono intervenire quando la misura proposta è volta a fronteggiare un pericolo significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia al funzionamento dei mercati finanziari. Inoltre, in virtù dei medesimi articoli del Regolamento, è fondamentale che gli interventi degli organi di vigilanza non pregiudichino l'efficienza dei mercati finanziari o generino effetti negativi sproporzionati rispetto ai benefici e, infine, non creino arbitraggio normativo. I poteri di intervento, oltre che agli organi preposti e individuati a livello comunitario, sono attribuiti anche alle autorità nazionali. Tuttavia l'articolo 42,

par. 3, del Regolamento MiFIR precisa, che l'autorità di vigilanza nazionale non potrà, salvo casi eccezionali, imporre un divieto o una restrizione se non dopo aver comunicato alle altre autorità competenti e all'ESMA (o EBA), “...*almeno un mese prima dell'esecuzione del divieto o della restrizione*”, i particolari riguardanti lo strumento finanziario oggetto della misura, la natura della misura adottata e le motivazioni della stessa.

Successivamente l'ESMA o l'EBA (per i depositi strutturati) emettono un parere non vincolante nel quale dichiarano se il divieto o la restrizione siano giustificati e proporzionati e se necessario invitano le altre Autorità competenti ad adottare misure analoghe.

In generale, dunque, la *product intervention* si caratterizza per essere uno strumento di estrema ratio attivabile dopo un intenso confronto dell'ESMA (o l'EBA) con le altre autorità nazionali, soltanto quando le già stringenti normative in materia di Product Governance non siano sufficienti a garantire un'adeguata tutela dell'investitore e del mercato nel suo complesso.

3.5 Recepimento della direttiva 2014/65/UE nell'ordinamento italiano

Come più volte ribadito in precedenza, la direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e il regolamento (UE) n.600/2014 (MiFIR) sono stati emanati per disciplinare un mercato dei capitali sempre più complesso e articolato, che ha imposto in questi

ultimi anni un continuo aggiornamento legislativo al fine di garantire il rispetto dei principi fondamentali della trasparenza e della tutela degli investitori – da un lato con una maggiore responsabilizzazione degli intermediari e una più stringente normativa in materia di consulenza finanziaria e di sistemi organizzati di negoziazione, dall'altro con una nuova consapevolezza degli investitori – nonché per rafforzare i poteri degli organismi di controllo e vigilanza, prevedendo anche un loro intervento diretto sia sui prodotti finanziari sia sulle regole di governo degli emittenti.

Il D.lgs. n. 129 del 2017 di recepimento dei citati provvedimenti europei ha, pertanto, introdotto delle modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) suddivise in 7 articoli, a cui si aggiungono due articoli di coordinamento con il testo unico bancario (TUB) e le norme transitorie nonché un articolo per le disposizioni riguardanti il testo unico del debito pubblico e un per la clausola di invarianza finanziaria.

CAPITOLO IV

LA FIGURA DEL CONSULENTE FINANZIARIO

Dopo una disamina approfondita sulla figura dell'investitore, sulle norme previste a sua tutela e sulla normativa della consulenza finanziaria; una particolare attenzione merita, quindi, il consulente finanziario. Come si è già detto, quest'ultimo rappresenta una guida per i soggetti che si affacciano sul mercato finanziario. E' dunque una vera e propria figura apicale a cui rivolgersi per avere informazioni affidabili su tematiche relative al mondo degli investimenti e sull'andamento del proprio portafoglio.

Basti pensare, che dai risultati della ricerca annuale Schroders⁷⁹ Global Investor Study 2019 è emerso che su un campione di 25.000 investitori italiani, il 51% degli stessi ritiene che la figura del consulente finanziario spicca come la più affidabile tra le diverse fonti di informazione su tematiche relative al mondo degli investimenti e al proprio portafoglio.

Lo studio⁸⁰ evidenzia, infatti, che per ottenere informazioni sull'asset allocation consigliata in base all'outlook dei mercati finanziari, il 51% degli italiani parla con il proprio consulente, mentre il 25% fa riferimento alla stampa (giornali,

⁷⁹ società d'investimento globale fondata nel 1804 e quotata alla borsa di Londra dal 1959.

⁸⁰ <https://www.financialounge.com/azienda/schroders/news/consigli-investimenti-consulentete/>

riviste, siti web, blog), il 16% allo sportello bancario e l'8% alle società di gestione del risparmio.

La predilezione per i consulenti finanziari come fonte più affidabile viene confermata anche per quanto riguarda l'acquisizione di informazioni sulle caratteristiche tecniche dei prodotti finanziari (a scegliere questo canale è il 49% degli investitori italiani), sui costi e le fee degli investimenti (46%) e sulle novità normative in ambito finanziario (46%). Anche in questo caso, la stampa rappresenta la seconda fonte informativa scelta degli italiani, seguita dallo sportello bancario e dagli asset manager.

Proprio per la centralità di questa figura è importante analizzare, in questa sede, ruoli e adempimenti consulente finanziario fino ad arrivare ai rischi legati a tale attività focalizzando l'attenzione sul consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede (in quanto della nuova figura del consulente finanziario autonomo se ne è già parlato in sede di novità introdotte con MiFID II).

In linea di continuità con il presente lavoro si commenterà il report CONSOB 2018 sulle abitudini di investimento delle famiglie italiane e sulla domanda di consulenza in Italia.

4.1 L'organismo dei Consulenti Finanziari (OCF)

L'albo dei promotori finanziari (Apf) è sostituito, dal 2016, con l'Organismo per la tenuta dell'Albo dei Consulenti finanziari (OCF). Sono ora previste tre “nuove” tipologie di consulenti: il Consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede (di cui all'art.31 TUF- ex Promotore finanziario); il Consulente finanziario autonomo (non soggetto alla disciplina del mono-mandato, ex art. 18-*bis* TUF); la società di mera consulenza finanziaria (ex art. 18-*ter* TUF).

Secondo la nuova formulazione⁸¹: il **Consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede** è la persona fisica che in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l'offerta fuori sede (promozione e collocamento presso il pubblico) di strumenti finanziari e servizi di investimento per i soggetti abilitati. Le due uniche limitazioni sono: l'obbligo di operare esclusivamente per un solo soggetto abilitato e il divieto di detenere somme di denaro e/o strumenti finanziari del cliente⁸². Ai sensi dell'art. 31 comma 3-bis, pur essendo previsto l'obbligo di iscrizione all'albo unico dei consulenti finanziari, i soggetti abilitati sono comunque tenuti a verificare che “*i medesimi possiedano le conoscenze e la competenza adeguate per essere in grado di prestare i servizi d'investimento o i servizi accessori*”, rispondendo in solido dei danni arrecati a terzi dal consulente, anche in caso di responsabilità di quest'ultimo accertata in sede penale.

⁸¹ Art. 31 del TUF.

⁸² art. 31 co. 2 e 2-*bis* del TUF

Inoltre, per conseguire l'iscrizione all'albo unico dei consulenti finanziari in qualità di consulente abilitato all'offerta fuori sede è necessario essere in possesso dei seguenti requisiti:

- **Requisiti di onorabilità e assenza di situazioni impeditive o di incompatibilità con l'attività:** è necessario essere in possesso dei requisiti previsti dall'art. 1 del decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze dell'11 novembre 1998, n. 472, nonché non versare in una delle situazioni previste dall'art. 2 del predetto Decreto Ministeriale. E' inoltre necessario non versare in una situazione che comporti l'incompatibilità con l'esercizio dell'attività di cui all'art. 157 del Regolamento Intermediari.
- **Requisiti professionali:** è necessario aver conseguito un titolo di studio non inferiore al diploma di istruzione secondaria superiore rilasciato a seguito di un corso di durata quinquennale (ovvero quadriennale con anno integrativo), nonché aver superato la prova valutativa indetta dall'Organismo. Sono esonerati dal superamento della prova valutativa coloro che risultano in possesso dei requisiti di professionalità accertati dall'Organismo previsti dall'art. 4 del decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze dell'11 novembre 1998, n. 472.

Il consulente finanziario autonomo è disciplinato, invece, all'art. 18-*bis* del TUF ed è un professionista remunerato esclusivamente a parcella, che studia i mercati finanziari e prospetta le alternative migliori, spiegando al cliente vantaggi, costi e

rischi di ogni alternativa. Il compito di tale Consulente è quello di capire a fondo le esigenze del cliente per poter scegliere gli strumenti che hanno la più alta probabilità di raggiungere gli obiettivi che si pone il cliente nel rispetto dei vincoli di rendimento, rischio e costi.

Infine, la società di mera consulenza finanziaria è definita dall'art.18-*ter* del TUF.

Queste sono società costituite in forma di società per azioni o a responsabilità limitata che prestano la consulenza in materia di investimenti relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi d'investimento collettivo, senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti. La caratteristica distintiva dei consulenti autonomi e delle società di consulenza è il possesso, oltre che di requisiti di onorabilità e professionalità previsti anche per gli ex promotori finanziari, di requisiti di indipendenza e di requisiti patrimoniali.

I requisiti di indipendenza⁸³, che sono uguali sia per la società di consulenza che per il consulente autonomo, prevedono di non intrattenere, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare con:

- emittenti e intermediari;
- società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo

⁸³ Art. 3 del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n.66 del 5 aprile del 2012 per le società di mera consulenza finanziaria; art. 5 del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n.206 del 2008, per i consulenti autonomi.

azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società;

- amministratori o dirigenti di tali società;
- se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.

Per quanto invece riguarda i requisiti patrimoniali⁸⁴, questi sono differenti per le due figure. Infatti, il consulente finanziario che opera in proprio deve sottoscrivere un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale, che operi per tutto il periodo dell'iscrizione e che assicuri una copertura di almeno 1.000.000 di euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 1.500.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo.

Invece i requisiti patrimoniali⁸⁵ della società di consulenza prevedono la sottoscrizione di un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale, che operi per tutto il periodo dell'iscrizione e che assicuri una copertura di almeno 1.000.000 di euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 5.000.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo.

⁸⁴ Art.6 del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n.206 del 2008

⁸⁵ Art.4 del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n.66 del 2012

Il nuovo statuto dell'OCF prevede che siano a esso trasferiti le funzioni di vigilanza (su tutti gli iscritti alle diverse funzioni dell'Albo unico) finora di spettanza della CONSOB. Tale statuto, inoltre, prevede che le associazioni rappresentative degli iscritti alle nuove sezioni potranno partecipare all'Assemblea dell'OCF e al Comitato direttivo. I componenti del Direttivo possono essere rieletti senza alcun limite.

4.2 Focus sul consulente abilitato all'offerta fuori sede

Secondo quanto previsto dalla delibera Consob 16190/2007 (art. 104), il Consulente deve svolgere il proprio compito e assolvere gli obblighi a esse demandati, ai sensi delle disposizioni disciplinanti l'attività dei soggetti abilitati sulla base e nei limiti dell'incarico conferito.

Per offerta fuori sede, ai sensi dell'art.30, comma 1 del TUF, si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico:

- di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del preponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
- di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività.

L'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede è **sospesa per sette giorni**⁸⁶ decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte del legislatore. Tale previsione normativa è prevista perché, durante questo termine, l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese e corrispettivo al consulente finanziario; tale facoltà è indicata nel prospetto informativo fornito all'investitore. Il comma 7 dell'articolo 30 del TUF, stabilisce inoltre che l'omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli o formulari comporta la nullità relativa del contratto, che può essere fatta valere solo dal cliente. Inoltre, secondo sempre l'articolo 30, comma 8, del TUF, il diritto di recesso non si applica alle offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione:

- di azioni con diritto di voto;
- di altri strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni con di diritto di voto. Ciò a condizione che le azioni o gli strumenti finanziari siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di Paesi dell'Unione Europea.

Tale esclusione dal diritto di recesso in capo all'investitore, trova la sua giustificazione nella necessità di garantire il corretto funzionamento delle

⁸⁶ Art. 30 comma 6 del TUF.

operazioni di collocamento, che richiedono tempi ristretti, per consentire tempestivamente le procedure di riparto e procedere alle negoziazioni.

Il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede è obbligato al rispetto dei principi contenuti nel TUF e specificati dalle prescrizioni regolamentari della Consob.

Al momento del primo contatto col cliente (o potenziale cliente) il Consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede deve:

- consegnare al cliente copia di una dichiarazione redatta dal soggetto abilitato, da cui risultino tutti gli elementi identificativi di tale soggetto, gli estremi di iscrizione all'albo e dati anagrafici, e il domicilio al quale indirizzare la dichiarazione di recesso (eventuale);
- consegnare al cliente copia di una comunicazione conforme al modello di cui all'allegato 4 del Reg. Consob 16190/07 (dove sono elencati gli obblighi e le regole di comportamento nei confronti del cliente);
- verificare che il cliente abbia compreso le caratteristiche dell'operazione;
- verificare l'identità del cliente, prima di raccogliere eventuali sottoscrizioni e rilasciare a quest'ultimo copia dei contratti e di qualsiasi atto sottoscritto.

Per la conseguente e immediata trasmissione il Consulente può ricevere dal cliente: assegni bancari o circolari intestati al soggetto per conto del quale

opera, ordini di bonifico o strumenti simili che abbiano come beneficiario il soggetto indicato in precedenza.

Infine, la delibera 16190/07 stabilisce che i consulenti finanziari devono partecipare a corsi di aggiornamento professionale su base periodica e, gli intermediari devono dotarsi di procedure adatte a garantirne la formazione. I corsi devono rilasciare apposito attestato di frequenza.

4.2.1 Offerta fuori sede: i rischi legati all'attività

In questa sede si approfondiranno alcuni rischi che sono insiti nell'operatività del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, che, proprio in virtù del proprio ruolo, si espone ed espone l'intermediario per il quale opera.

Questi rischi sono: operativo, di compliance e reputazionale.

Il rischio operativo è secondo quanto enunciato dal Comitato di Basilea nel 2001, *“il rischio di perdite conseguenti a inadeguati processi interni, errori umani, carenze nei sistemi operativi o a causa di eventi esterni”*. Dunque, tale rischio si configura in eventuali perdite che l'intermediario può subire anche a seguito dell'operare delle risorse umane. Tali risorse infatti, se operano con negligenza, possono commettere errori involontari e/o di natura dolosa. Le frodi interne e gli errori involontari sono eventi col maggiore impatto monetario: tale impatto è,

solitamente, minore nel caso in cui il Consulente violi norme e regolamenti interni e/o esterni (quali la necessaria e preventiva analisi sui bisogni della clientela).

La normativa di vigilanza, al fine di individuare i diversi rischi operativi, ha circoscritto tale area prevedendo i singoli eventi che possono generarli. Ad esempio, uno specifico evento riguarda la clientela, i prodotti e la prassi professionale. In tal caso il riferimento è alle perdite derivanti da inadempienze relative ad obblighi professionali verso i clienti, alle caratteristiche del prodotto e del servizio prestato. Rientrano in tale ambito tutte le violazioni delle norme che regolano i rapporti con i clienti (privacy, informativa corretta), con il mercato (antitrust, riciclaggio, manipolazione del mercato) nonché gli errori di modello o vizi di prodotto.

Il rischio di compliance riguarda il rischio di subire conseguenze negative a seguito dell'inosservanza di norme o regole, sia assumendo comportamenti vietati (per esempio, utilizzando informazioni riservate nella gestione dei propri investimenti), sia omettendo adempimenti obbligatori (per esempio, quelli relativi alla comunicazione di operazioni in conflitto di interesse).

In altre parole, si assiste a “scostamenti” rispetto a quanto contenuto in leggi, regolamenti, standard operativi e regole di condotta sancite all'interno e all'esterno della banca intermediaria.

La non conformità alla norma genera il rischio di incorrere in una sanzione oltre che in una perdita finanziaria rilevante.

La normativa di vigilanza evidenzia inoltre che il rischio di compliance è “... diffuso a tutti livelli dell’organizzazione aziendale, soprattutto nell’ambito delle linee operative; l’attività di prevenzione deve svolgersi in primo luogo dove il rischio viene generato: è pertanto necessaria un’adeguata responsabilizzazione di tutto il personale”⁸⁷ (quindi anche del Consulente finanziario quale “personale di contatto” oltre che collaboratore dell’intermediario).

Per esempio, rappresentano applicazioni concrete di rischi di compliance le situazioni qui di seguito illustrate:

- vendita alla clientela di prodotti finanziari inadeguati o inappropriati, o senza rispettare gli adempimenti previsti dalla normativa MiFID II; ciò comporta una sanzione amministrativa e il risarcimento ai clienti delle eventuali perdite, nonché, in alcuni casi, anche imputazioni di carattere penale, producendo in ogni caso pesanti impatti sulla reputazione delle banche coinvolte (si pensi al collocamento di alcuni bond bancari subordinati);
- violazione degli adempimenti previsti dalla legge antiriciclaggio (identificazione cliente o del titolare effettivo, segnalazione operazioni sospette ecc.), che comporta una sanzione amministrativa, potenziali imputazioni di carattere penale e danni all’immagine della banca;

⁸⁷ COMUNICATO della BANCA DI ITALIA “Disposizioni di vigilanza in materia di conformità e di compliance” (GU Serie Generale n.172 del 26-07-2007)

– l’applicazione alla clientela di tassi usurari, che comporta una sanzione e il rimborso degli interessi in eccedenza rispetto al tasso di usura, e che potrebbe danneggiare la reputazione della banca.

Infine, il rischio reputazionale, che il Comitato di Basilea definisce “*come il rischio attuale e prospettico di flessione degli utili o del capitale, derivante da una percezione negativa dell’immagine della banca da parte dei clienti, controparti, azionisti, investitori o autorità di vigilanza.*” può essere considerato un rischio secondario, ossia diretta conseguenza di un rischio primario (come quello operativo, di mercato, di liquidità, ecc.); questo, nell’ambito del servizio di consulenza, può essere originato da pratiche commerciali scorrette o illegali posti in essere dal Consulente Finanziario.

4.3 Il conflitto di interesse nella consulenza non – indipendente

La figura del consulente finanziario indipendente è stata, come ampiamente sottolineato, tipizzata dalla direttiva MiFID II.

Il consulente finanziario indipendente, o autonomo, è un soggetto che, essendo remunerato a parcella (Fee-Only) solo dal proprio cliente, opera in totale assenza di conflitto di interesse commerciale. Il consulente finanziario indipendente, come si è ampiamente già detto, esaminerà la vasta gamma di prodotti offerti dal mercato e consiglierà al cliente la soluzione migliore per lui, accompagnando la crescita della cultura finanziaria dello stesso.

Invece, il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede (quindi non indipendente), deve rendere conto a due parti con interessi differenti:

- il cliente che vuole effettuare un investimento vantaggioso, poco rischioso e altamente remunerativo;
- e
- la banca che vuole che vengano collocati il maggior numero di prodotti possibile, indipendentemente dalla genuinità del prodotto.

Tuttavia, sono presenti differenti impianti normativi⁸⁸ che cercano di tutelare l'investitore da eventuali conflitti di interesse che possono interessare l'intermediario che offre il servizio di consulenza, e/o un qualsiasi altro servizio di investimento.

Sempre in previsione della maggior tutela dell'investitore il TUF, così modificato a seguito della MiFID, stabilisce all'art 21 comma 1 *bis* la necessità di informare il cliente, prima di agire per suo conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti, quando le misure dell'intermediario non sono sufficienti per assicurarlo dal rischio di nuocere i suoi interessi.

⁸⁸ Si fa riferimento sia al regolamento congiunto della Banca d'Italia e la Consob, che alle previsioni previste all'art. 21 del TUF

Alle disposizioni di cui all'art.6, comma 2-*bis*, del TUF la Banca d'Italia e la Consob provvedono con l'emanazione del Regolamento congiunto⁸⁹, il quale, nella Parte III, denominata "Conflitti di interesse", propone una serie di articoli (23-28) in cui sono individuati i principi generali, la politica di gestione dei conflitti di interesse, nonché la tenuta dei registri relativi alle situazioni nelle quali sia sorto un conflitto di interesse e la gestione dei conflitti inerenti all'attività di ricerca in materia di investimenti.

In particolare, il Regolamento stabilisce che le informazioni da fornire al cliente in merito alla natura e/o alle fonti del conflitto debbano essere prodotte su un supporto duraturo e debbano presentare un grado di dettaglio che tenga conto della natura del cliente⁹⁰.

In particolare, si verificano situazioni di conflitto di interesse nel momento in cui l'impresa:

- realizza un guadagno finanziario o evita una perdita, a spese del cliente;
- ha un interesse distinto da quello del cliente nel risultato del servizio prestato o dell'operazione realizzata per conto di quest'ultimo;

⁸⁹ Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (Adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con atti congiunti Banca d'Italia/Consob del 9 maggio 2012, del 25 luglio 2012, del 19 gennaio 2015, del 27 aprile 2017 e con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018) 1

⁹⁰ Art.23, comma 4 del Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio

- ha un incentivo finanziario (o di altra natura) a privilegiare gli interessi di un altro cliente, rispetto a quelli del cliente interessato;
- svolge la stessa attività del cliente;
- riceve da una persona diversa del cliente un incentivo, in relazione con il servizio prestato al cliente, sottoforma di denaro, beni o di servizi differenti da commissioni.

Al fine di individuare e gestire correttamente i conflitti di interesse gli intermediari sono tenuti ad adottare e mantenere disposizioni organizzative e amministrative efficaci ad identificare le nuove situazioni.

Nel caso in cui questo non sia sufficiente per assicurare con ragionevole certezza il rischio di nuocere al cliente, l'impresa deve:

1. informare sulla natura generale e delle fonti;
2. elaborare, in un documento scritto, la politica di gestione del conflitto di interesse adeguata alle dimensioni e alle caratteristiche organizzative dell'impresa.

Tale policy deve, dunque, consentire l'individuazione delle ipotesi di conflitti e definire le procedure idonee a gestirli.

4.4 Analisi sulle scelte di investimento delle famiglie italiane e sulla domanda di consulenza: Report CONSOB 2018

Un'importante indagine statistica su conoscenze e abitudini finanziarie degli italiani viene condotta ogni anno dalla Consob che provvede, poi, a pubblicare i risultati in un report annuale.

Tale Report⁹¹ fornisce evidenze in merito alle scelte di portafoglio degli investitori retail alla luce dei relativi modelli decisionali, livello di conoscenze finanziarie e attitudini comportamentali.

Il campione intervistato, per l'indagine, è composto da 1601 individui, costituito dai decisori finanziari italiani (ossia l'uomo più anziano, quando nessuno lavora, o la femmina più anziana quando non ci sono maschi familiari) di età compresa tra i 18 e 74 anni.

Con riferimento all'attitudini personali l'indagine ha evidenziato che, la maggior parte del campione risulta incline all'utilizzo di informazioni numeriche, ad attività cognitive impegnative e all'ansia finanziaria (questa risulta essere più comune tra le donne e gli intervistati con un grado di istruzione più basso); è molto frequente la propensione all'ottimismo e alla fiducia negli altri.

Un ultimo profilo riguarda le 'personalità finanziarie' degli intervistati (cosiddetti behavioural investors' type), di cui l'Indagine dà conto per la prima volta,

⁹¹ Presente nell'APPENDICE di questo elaborato.

evidenziando, tra i caratteri più diffusi, la prevalenza dell'attitudine ad essere coscienzioso.

Con riferimento alla conoscenza finanziaria, l'Indagine evidenzia che la cultura finanziaria delle famiglie italiane rimane piuttosto contenuta: le nozioni di base (inflazione, relazione rischio/rendimento, diversificazione, mutui, interesse composto) sono comprese da circa il 50% degli intervistati, mentre per i concetti più avanzati (relazione prezzo/tassi di interesse delle obbligazioni e rischiosità delle azioni) si registrano meno del 20% di risposte corrette.

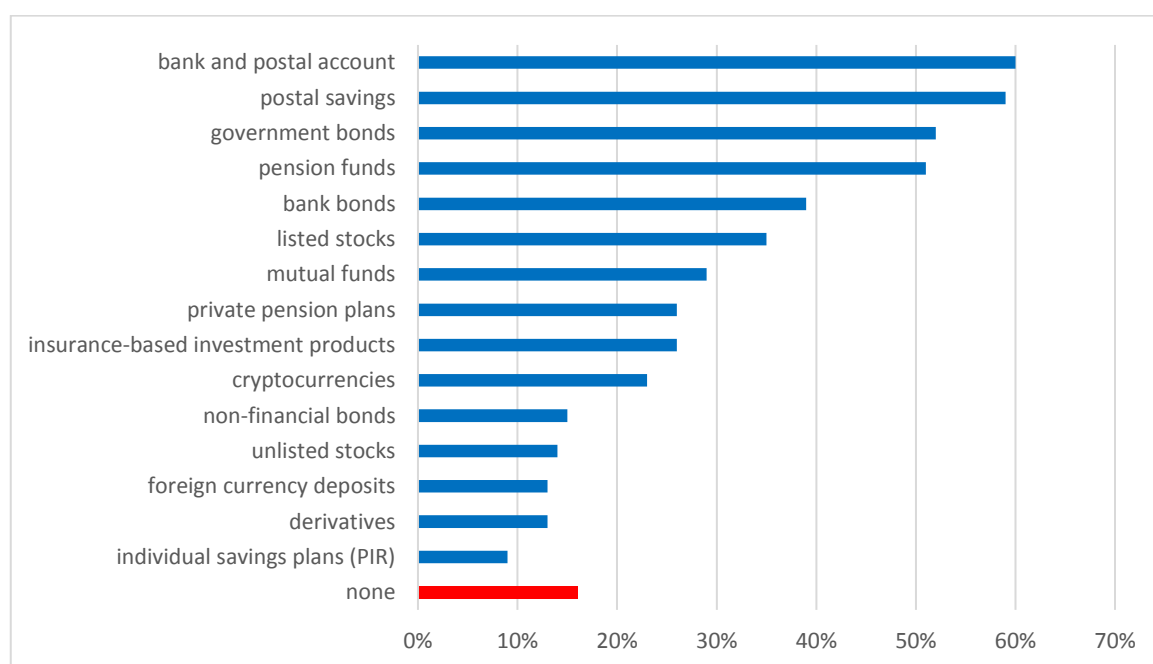
Però gli investitori rispondono meglio: ad esempio, alle domande su inflazione e relazione rischio/rendimento rispondono correttamente 7 investitori su 10, a fronte di 5 non investitori su 10.

I dati rivelano, inoltre, un disallineamento fra conoscenze finanziarie reali (cioè l'accuratezza delle risposte fornite in merito ai relativi concetti) e conoscenza percepita (ciò che gli intervistati dichiarano di conoscere), che interessa circa il 30% degli intervistati. La mancata corrispondenza tra conoscenza effettiva e conoscenza percepita viene registrata sia quando l'intervistato dichiara di aver compreso concetti che non è in grado di definire (upwardmismatch), e, sia quando lo stesso risponde correttamente a domande legate a concetti che egli aveva dichiarato di non conoscere (downward-mismatch).

La propensione all'overconfidence (ossia a sopravvalutare le proprie conoscenze finanziarie) è meno frequente tra gli individui con maggiori conoscenze finanziarie.

Il quadro delle conoscenze finanziarie si completa con la cosiddetta risk literacy: posti di fronte alla domanda di ordinare alcuni strumenti finanziari (azioni, fondi azionari, derivati, obbligazioni non finanziarie) in funzione del livello di rischio, solo il 10% campione è in grado di ordinare correttamente le alternative di investimento per livello di rischio, come è possibile vedere nella Figura 4.1⁹².

Con quale dei seguenti prodotti finanziari hai familiarità?



⁹² Elaborazione personale, in base alla figura 3.6 del “Report Consob 2018” (Report on financial investments of Italian households Behavioural attitudes and approaches). Il report è stato predisposto da Nadia Linciano (coordinator), Valeria Caivano, Monica Gentile e Paola Soccorso

Per quanto riguarda, infine, la domanda di consulenza finanziaria, il Report rileva numerose criticità nei comportamenti che guidano il processo di investimento.

Infatti, particolarmente diffusa è la consulenza informale ossia il ricorso al consiglio di amici e parenti. Soltanto poco più del 20% si affida alla consulenza professionale o delega un esperto, il 28% sceglie in autonomia.

Più del 50% degli intervistati non è in grado di definire in cosa consista il servizio di consulenza in materia di investimenti, credendo infatti che il servizio di consulenza sia gratuito, e nella scelta del consulente sono influenzati dalla fiducia.

Vi è così poca percezione del servizio di consulenza che, dopo aver ricevuto la raccomandazione, quasi nessuno segue il consiglio ricevuto oppure si ha la tendenza a richiedere una second opinion. Un altro aspetto sconcertante è che vi è mancato contatto con il professionista a cui si sono affidati i propri investimenti e se, l'investitore ha un contatto con quest'ultimo, gli argomenti principali di conversazione riguardano, dopo l'andamento dell'investimento, gli aggiustamenti di portafoglio resi necessari dalla congiuntura di mercato.

L'indagine Consob, in linea definitiva, ha fatto emergere alcuni aspetti rilevanti che è importante sottolineare; innanzitutto il Rapporto evidenzia come in Italia continui ad essere diffusa la propensione all'investimento «fai da te»: una tendenza che si associa spesso ad una sopravvalutazione delle proprie conoscenze in materia finanziaria. Infatti, le competenze finanziarie degli italiani sono basse e molto spesso insufficienti per compiere scelte di investimento efficaci e

consapevoli, nonostante ciò, il rapporto evidenzia che il tasso di partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane è intorno al 29%. Vi è infine, poca consapevolezza del servizio di consulenza finanziaria, molti italiani, dunque, ignorano che una corretta pianificazione ad opera di un soggetto con un elevato grado di conoscenza finanziaria possa garantire il raggiungimento degli obiettivi di investimento prefissati. Il consulente, viene scelto dall'investitore, in via marginale per le sue competenze ma molto di più risultano rilevanti le caratteristiche empatiche ossia la capacità di tener conto degli obiettivi dell'investitore, di farlo sentire importante e la sua disponibilità.

Conclusioni

Con il presente lavoro si è cercato di definire in misura appropriata una delle figure più emblematiche del mondo finanziario, l'investitore e, si è cercato di analizzare i diversi punti di un'importante innovazione legislativa prevista a sua tutela.

Nel primo capitolo è stato descritto l'investitore, sotto un nuovo punto di vista, introdotto con la diffusione dell'Economia Comportamentale, ossia come un soggetto influenzato nelle scelte di investimento da innumerevoli fattori psicologici come ad esempio la sensazione del rimpianto (*regret*), o l'errore di attribuzione (*attribution bias*), ossia la ricerca di una causa esterna alla quale imputare la responsabilità di scelte sbagliate che spiega anche la tendenza a seguire il comportamento della maggioranza. Ma l'aspetto più rilevante, che influenza in maniera determinante le scelte di investimento, riguarda la teoria di Thaler del *mental accounting*.

Infatti, mentre per la finanza convenzionale il denaro è fungibile, se trovo 10 euro a terra li spenderò allo stesso modo di come spendo i soldi in busta paga, per Thaler non è così in quanto nella nostra mente esisterebbero "cassetti" separati (appunto diversi conti mentali) in cui sistemare il denaro a seconda della provenienza e della destinazione. Proprio per questo, accade che gli individui

sono più propensi a rischiare il denaro che hanno ottenuto a seguito di una vincita occasionale, in quanto tal denaro sarebbe percepito come di altrui.

Dunque, per evitare che l'investitore sia sopraffatto da questi *bias comportamentali*, è necessario che sia supportato nelle scelte di investimento sia dal punto di vista normativo che relazionale.

Nel secondo capitolo è stato analizzato il servizio di consulenza finanziaria e la sua evoluzione normativa, mostrando come il legislatore europeo è andato sempre più alla ricerca di maggiore trasparenza informativa, cercando di ridurre i conflitti d'interesse e di responsabilizzare il consulente nello svolgere il suo compito unicamente nel migliore interesse del cliente. Le previsioni più rilevanti sotto questo profilo sono quelle relative alla riserva di attività per il servizio di consulenza, alla valutazione di adeguatezza e all'informativa precontrattuale.

In linea di continuità con il secondo capitolo, nel terzo è stata introdotta la nuova normativa europea che regola i mercati finanziari ossia la Direttiva 2014/65/UE meglio nota come MiFID II. Questa ha migliorato ulteriormente, superando i limiti del precedente impianto legislativo, il servizio di consulenza finanziaria. Infatti, la MiFID II ha regolato una nuova tipologia di consulente finanziario ossia quello indipendente; quest'ultimo non avendo vincoli con l'intermediario, ha come fine ultimo l'interesse dell'investitore e il raggiungimento dei suoi obiettivi. La normativa ha migliorato la tutela dell'investitore anche prevedendo una nuova

organizzazione dei mercati predisponendo, ad esempio, che tutte le negoziazioni avvengano in mercati regolamentati, introducendo così gli OTF.

Infine, nell'ultimo capitolo, è stata analizzata la figura del consulente finanziario (particolarmente quella del consulente abilitato all'offerta fuori sede) e il nuovo Organismo per la tenuta dell'Albo dei Consulenti finanziari che, dal 2016, ha sostituito l'albo dei promotori finanziari (Apf).

Il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, essendo legato all'intermediario, è più soggetto ad eventuali conflitti di interesse. Anche per questo, il legislatore attraverso il TUF e un Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob, ha previsto specifici articoli volti a una maggiore tutela dell'investitore che si affida a questa tipologia di consulente.

Tutti questi aspetti hanno sicuramente incrementato la protezione dell'investitore ma, necessariamente, a parere di chi scrive, devono essere combinati con l'adozione di misure di *educazione finanziaria*, che consentirebbero di arginare ancora in misura più stringente le asimmetrie informative – tra imprese e investitore – che caratterizzano il settore dei mercati finanziari, soprattutto a fronte della sempre maggiore complessità degli strumenti finanziari.

L'investor education, infatti, è un aspetto molto curato in diversi contesti, in particolar modo in quello statunitense; recentemente si è data attuazione a diverse iniziative in modo capillare, mediante l'interazione tra le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari, le associazioni di categoria e le scuole. L'attività divulgativa di

education, mirata a rendere le famiglie edotte delle regole fondamentali di calcolo degli interessi e dunque dei costi dell'indebitamento, è stata accompagnata talvolta anche dalla previsione dell'obbligo di avvalersi di un servizio di counselling individuale, messo a disposizione dagli organismi coinvolti, prima di stipulare un contratto di finanziamento.

Tali misure potrebbero essere vantaggiose anche se adottate nel nostro Paese dove la situazione di asimmetria informativa tra i soggetti del mercato finanziario, non si è mai effettivamente risolta, come è stato evidenziato dall'analisi dell'ultimo Rapporto Consob. Infatti, da quest'ultimo è emerso che l'investitore retail ha ancora bassa conoscenza finanziaria e si affida, per questo, a fonti di consulenza non ufficiali e informali e, proprio perché non conosce l'importanza di questa figura, dopo il parere del consulente va alla ricerca di una *second opinion*.

Proprio per questo, è necessaria l'adozione di specifiche misure di educazione finanziaria che, da un lato, consentirebbero di minimizzare l'asimmetria informativa tra impresa di investimento e investitore e, dall'altro porterebbero l'investitore ad affidarsi con maggiore fiducia a un consulente esperto.

Bibliografia

Cataldo S.- Marchetta G., *La consulenza finanziaria in tempi di MiFID II, nozioni di base e aggiornamento professionale*, Santarcangelo di Romagna, Maggioli editore, 2018.

Civale, F. (2015, marzo), *Consulenza e MiFID 2: il nuovo assetto a “geometria variabile”*, Rivista di diritto bancario (www.dirittobancario.it).

CONSOB Studi e Ricerche, N. Linciano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento le indicazioni di policy della finanza comportamentale dei risparmiatori retail*, n.66 gennaio 2010.

CONSOB, *Report on financial investments of Italian households, behavioural attitudes and approaches*,2018.

D. Kahneman – A.Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, *Econometrica*, 47(2), 1979.

D.lgs. 17 settembre 2007, n. 164 Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993.

D.lgs. 28 febbraio 1998 n. 58 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

Di Ciommo F., *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici*, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 1/2017, Luiss, Roma.

Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Direttiva 2006/73/CE della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE.

Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Direttiva 93/22/CEE del Consiglio Europeo, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari.

Direttiva Delegata (UE) 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE.

E.Fama, 1970, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Volume 25, Issue n.2, May.

E.M. Cervellati, *Finanza comportamentale e investimenti – Oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori*, Milano, McGraw-Hill, 2012.

Enea, F. (2017, dicembre), *La "product intervention" del mondo MIFID II/MIFIR*. Rivista di diritto bancario (www.dirittobancario.it).

Final Report - ESMA *Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*

- ESMA/2014/1569.

K. Cuthbertson – D.Nitzsche, *Economia finanziaria quantitativa*, Il Mulino, Bologna, 2005

L. 2 gennaio 1991 n.1 Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari.

Manelli A., *Finanza Aziendale, L'efficienza dei mercati, Analisi fondamentale e Analisi tecnica*, Ancona, Clua Edizioni.

MiFID. Tratto da bankpedia, enciclopedia di banca borsa e finanza:

<http://www.bankpedia.org>

Moneyfarm. (2018). *MIFID 2 Una direttiva per salvare il risparmio*.

P.L. Fabrizi, *Economia del Mercato mobiliare*, Milano, Egea, 2013.

PASF Sintesi. Tratto da Eur-lex L'accesso al diritto dell'Unione europea:

<http://eur-lex.europa.eu>

Pezzuto E.- Razzante R., *MiFID II: le novità per il mercato finanziario*, Giappichelli, Torino, 2018.

Regolamento (CE) n. 1287/2006 della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE.

Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

Rossi P., *Il nuovo regime della consulenza finanziaria nella MiFID II: prime riflessioni*, Rivista Amministrazione in cammino, dicembre 2017.

Tedeschi F. (dicembre 2008), *MiFID – La consulenza finanziaria e l’ambito di applicazione ai promotori finanziari. Parere pro veritate, di Fabrizio Tedeschi*, Rivista di diritto bancario (www.dirittobancario.it).

Vaciago G.-Verga G., *Efficienza e stabilità dei Mercati Finanziari*, Bologna, Il Mulino, 1995.