



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Curriculum Amministrazione, Finanza e Controllo

**LE PREFERENZE DI SOSTENIBILITÀ TRAMITE I
QUESTIONARI MIFID: UN'ANALISI EMPIRICA**

**SUSTAINABILITY PREFERENCES THROUGH
MIFID SURVEYS: AN EMPIRICAL ANALYSIS**

Relatore: Chiar.ma
Prof. Lucarelli Caterina

Tesi di Laurea di:
Abordiencei Bianca Mariana

Correlatore: Chiar.ma
Prof. Mazzoli Camilla

Anno Accademico 2022 – 2023

LE PREFERENZE DI SOSTENIBILITÀ TRAMITE I QUESTIONARI MIFID: UN'ANALISI EMPIRICA

Sustainability Preferences through MiFID Surveys: An Empirical Analysis

INTRODUZIONE	1
--------------------	---

CAPITOLO 1

UNA PROSPETTIVA STORICA DELLA NORMATIVA IN MATERIA DI CONSULENZA FINANZIARIA

1.1 – DIRETTIVA 2004/39/CE	3
<i>1.1.1 – Il Contesto normativo precedente</i>	3
<i>1.1.2 – La direttiva MIFID I</i>	6
<i>1.1.3 – La profilazione del cliente</i>	9
<i>1.1.4 – CESR: chiarimenti sulla definizione di consulenza</i>	13
<i>1.1.5 – Criticità dei Questionari MIFID prima della MIFID II: caso studio</i>	16
1.2 – DIRETTIVA 2014/65/UE MIFID II	19
<i>1.2.1 – Novità della Direttiva MIFID II</i>	21
<i>1.2.2 – L'attribuzione dei poteri di product intervention all'ESMA</i>	22
<i>1.2.3 – Nuovo sistema di negoziazione OTF</i>	23
<i>1.2.4 – I Sistemi di Whistleblowing</i>	24

CAPITOLO 2

ASPETTI DI PROFILATURA E SOSTENIBILITÀ NELLA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA TRAMITE I QUESTIONARI MIFID

2.1 – ORGANISMO DI VIGILANZA E TENUTA DELL'ALBO UNICO DEI CONSULENTI FINANZIARI (OCF)	28
2.1.1 – <i>Le tre tipologie di Consulenti finanziari</i>	29
2.1.2 – <i>Personale di banche ed intermediari</i>	32
2.2 – ESG, GLI INDICATORI AMBIENTALI, SOCIALI E DI GOVERNANCE	34
2.2.1 – <i>La nascita dei fattori</i>	34
2.2.2 – <i>Finanza sostenibile</i>	38
2.2.2.1 – <i>Tassonomia EU</i>	40
2.2.3 – <i>BlackRock: sondaggio 2020</i>	42
2.3 – QUESTIONARIO MIFID	45
2.3.1 – <i>Evoluzione del quadro normativo</i>	45
2.3.2 – <i>Modifiche Orientamento ESMA</i>	48
2.3.3 – <i>L'Integrazione della Sostenibilità</i>	52
2.3.4 – <i>L'Analisi della Struttura</i>	55

CAPITOLO 3

INDAGINE SULLE PREFERENZE DEI FATTORI ESG

3.1 – ANALISI EMPIRICA	60
3.3.1 – <i>Approccio Metodologico e Sezioni del Questionario</i>	60
3.3.2 – <i>Discussione e Analisi risultati</i>	63
3.3.3 – <i>Risultati e relazioni: un'indagine approfondita</i>	73

CONCLUSIONI	82
QUESTIONARIO “PREFERENZE SUGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI”	86
APPENDICE	93
BIBLIOGRAFIA	126
SITOGRAFIA	129

INTRODUZIONE

L'elaborato si focalizza su uno dei più recenti aggiornamenti dei questionari Mifid che prevede l'introduzione delle preferenze riguardo ai fattori ESG.

Il lavoro in questione inizia trattando l'evoluzione delle regolamentazioni finanziarie che ha subito una trasformazione significativa nel corso degli anni, attraversando diverse fasi normative che hanno plasmato il panorama degli investimenti e dei servizi finanziari. In particolare, il periodo precedente alla MiFID I (Markets in Financial Instruments Directive) è stato contraddistinto da un quadro normativo che presentava alcune lacune e limiti nella garanzia della trasparenza e della protezione degli investitori.

Con l'emanazione della MiFID I, si è manifestato un radicale cambiamento nel contesto della regolamentazione finanziaria. Questa direttiva segna un punto di svolta per la protezione dei consumatori, in quanto stabilisce l'obbligo di condurre una profilazione del cliente attraverso l'omonimo questionario, nel momento in cui quest'ultimo intende effettuare un investimento. Tale procedura mira a fornire una comprensione più approfondita del cliente stesso e a garantirgli un'idonea tutela in base alla categoria di appartenenza presso l'intermediario finanziario.

La direttiva non ha mai imposto un questionario standard da seguire, ed è proprio per questo motivo che è stata soggetta a numerose modifiche per affrontare le molteplici criticità che hanno anche portato all'introduzione della MiFID II. Questa ha ulteriormente ridefinito il panorama normativo, affrontando alcune delle lacune emerse con la normativa precedente e ponendo maggiore enfasi sulla protezione degli investitori, sulla gestione dei conflitti di interesse e sulla trasparenza dei mercati finanziari.

Successivamente, nel secondo capitolo, si tratta della profilatura del cliente fornendo una descrizione delle varie categorie sottolineando anche la necessità di adottare approcci differenziati nella prestazione dei servizi di consulenza finanziaria. Questo permette agli operatori finanziari di comprenderne meglio i bisogni e gli obiettivi d'investimento, al fine di ottenere una panoramica completa sulle scelte di investimento. Il costante mantenimento e miglioramento nel tempo di questi principi sottolineano l'importanza di fornire ai clienti un servizio personalizzato che sia in linea con le loro esigenze.

Sempre all'interno di questo secondo capitolo viene fatta una descrizione del questionario MiFID e dei fattori ESG trattando anche della Finanza sostenibile e della Tassonomia EU.

Il questionario, che è stato concepito appositamente per le finalità indicate sopra, offre a ciascun intermediario la possibilità di personalizzarlo a suo giudizio, garantendo al contempo un costante aggiornamento in conformità con le nuove normative e direttive. Questo strumento fornisce una solida base per l'adeguata valutazione e gestione del rischio nei servizi di investimento, consentendo alle istituzioni finanziarie di adempiere ai requisiti normativi e alle direttive vigenti.

Al contempo, l'integrazione delle tematiche sostenibili nei modelli di investimento rappresenta un passo significativo nell'evoluzione finanziaria contemporanea, permettendo ai clienti di associare obiettivi finanziari redditizi a quelli legati al benessere sociale e al sostegno delle pratiche etiche aziendali. Ciò amplia il ruolo dei consulenti nell'ambito degli investimenti, non limitandosi a offrire semplici suggerimenti, ma includendo anche il supporto nell'implementazione di strategie che tengono conto dell'impatto ambientale, dell'equilibrio sociale e della gestione aziendale.

Il terzo capitolo si concentra sull'indagine empirica condotta, offrendo una dettagliata analisi del questionario intitolato "Preferenze sugli investimenti sostenibili". Tale questionario è stato somministrato a un campione di cento individui, fornendo inizialmente i risultati delle domande più rilevanti attraverso grafici appositamente realizzati. A seguire, sono descritti i risultati emersi da analisi bivariate, ottenuti incrociando dati provenienti da diverse domande.

L'obiettivo di questo lavoro è duplice. In primo luogo, si mira ad osservare il comportamento degli individui intervistati di fronte a una situazione ipotetica di investimento, resa possibile grazie all'utilizzo di domande direttamente tratte da questionari MIFID di diverse banche. In secondo luogo, si intende comprendere l'attuale importanza attribuita dagli individui ai fattori ESG.

UNA PROSPETTIVA STORICA DELLA NORMATIVA IN MATERIA DI CONSULENZA FINANZIARIA

1.1 – DIRETTIVA 2004/39/CE

1.1.1 – Il Contesto normativo precedente

Si sono susseguite molte normative e leggi che hanno portato all'attuale direttiva MIFID e al suo questionario.

Volendo fare un accenno delle origini si può considerare la legge n.1 del 1991, denominata “*Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*”, che porta alla nascita della consulenza finanziaria in Italia. Essa rappresenta una tappa importante in quanto, oltre a sancire delle differenze tra diverse tipologie di consulenti finanziari, pone l'attenzione anche sul cliente focalizzandosi sul comportamento che gli intermediari finanziari devono attuare nella prestazione dei servizi di investimento. Il legislatore, infatti, per la prima volta fornisce delle indicazioni di carattere comportamentale stabilendo che gli intermediari “*devono comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente*”¹ assegnandogli anche il compito di dover informare e informarsi riguardo al cliente per potergli offrire il miglior servizio possibile.

Dopo questa prima legge, due anni dopo il consiglio CEE (Comunità Economica Europea) interviene con la direttiva 93/22/CEE nominata ISD (Investment Services Directive) che fu recepita nel nostro ordinamento con il D.lgs. 415/1996 noto come Decreto Eurosim, integrato in seguito con il d.lgs. 58/1998 denominato Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria (TUF) normativa primaria che è stata completata con quella secondaria costituita dal regolamento Consob 1° luglio 1998, n. 11522.

Con il Decreto Eurosim si inserisce la consulenza finanziaria tra i servizi accessori, e non tra i servizi di investimento, dando la possibilità a chiunque di esercitarla

¹ Cfr. Legge n.1/1997 Art. 6/1997 Art. 6 “Principi generali e regole di comportamento”, comma 1, lettera a)

liberamente, limitando l'obbligo di rispetto della disciplina e dei regolamenti, previsto dal decreto 58/1998 (TUF), agli intermediari che devono svolgere la propria attività allargando la tutela della normativa, non più solo all'investitore, ma anche all'integrità del mercato.

Da questo momento in avanti, si pongono le basi fondamentali per un corretto funzionamento dei mercati finanziari e si stabiliscono precisi criteri normativi volti alla salvaguardia degli investitori. Sul fronte della regolamentazione, vengono introdotte disposizioni comportamentali, un regime di autorizzazione e specifiche linee guida organizzative per le imprese di investimento, mirando a promuovere un ambiente equo, trasparente ed efficiente. Per quanto concerne l'attività di investimento, diventa responsabilità dell'intermediario comprendere non solo gli obiettivi, ma soprattutto le conoscenze finanziarie del cliente al fine di determinare il livello di tutela necessario per il soggetto coinvolto. A tal fine, l'intermediario è tenuto a possedere le competenze adeguate, evitando conflitti d'interesse e trattando il cliente in modo equo e onesto, impegnandosi a raccogliere il maggior numero possibile di informazioni sulla sua situazione finanziaria.

In questo contesto i tre elementi che iniziano ad essere usati per verificare l'adeguatezza del lavoro svolto dagli intermediari sono la trasparenza, la diligenza e la correttezza.

Alla fine degli anni 90', con il d.lgs. 58/1998, si passa al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)² che dal momento della sua approvazione, e ancora oggi, è in continuo aggiornamento.

Tra gli aspetti introdotti o aggiornati rispetto al decreto precedente è possibile considerare, come riportato dal considerando numero 58 della Direttiva, la facoltà assegnata ai vari Stati membri di poter scegliere le autorità competenti che si occupino della vigilanza e del controllo che gli obblighi previsti dalla presente Direttiva.

In Italia le autorità competenti sono la CONSOB e la Banca d'Italia che trasmettono le informazioni alla Commissione, all'ESA e alle autorità competenti degli altri Stati membri.

Considerando la distinzione tra i compiti assegnati a queste due autorità, la Consob "*è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti*"³ e la Banca d'Italia che diventa "*competente per quanto riguarda*

² Decreto che dal momento della sua approvazione, e ancora oggi, è in continuo aggiornamento

³ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), Art. 5 "Finalità e destinazione della vigilanza", comma 3

il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari”⁴. Inoltre, è responsabilità di quest’ultima stipulare accordi con l'Autorità di vigilanza degli altri Paesi europei al fine di instaurare le collaborazioni necessarie per una sorveglianza adeguata dei gruppi che lavorano nei vari Stati membri dell'Unione europea.

Prima dell’arrivo della MIFID I si susseguono una serie di revisioni normative volte a fronteggiare l’aumento della complessità degli strumenti finanziari che sono l’oggetto dei contratti di investimento.

Nel 1997 si fonda il Forum for European Securities Commissions (FESCO), che è una rete di autorità di vigilanza dei mercati finanziari, volta a promuovere la collaborazione tra le diverse autorità di regolamentazione finanziaria nell'Unione Europea al fine di garantire un ambiente finanziario sicuro ed equo per gli investitori e le istituzioni finanziarie.

Due anni dopo, nel 1999, la Commissione europea approva il Financial Services Action Plan (FSAP) che identifica gli obiettivi strategici che devono essere perseguiti per il progresso del settore finanziario europeo ovvero *“l'integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso, l'apertura e la sicurezza dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio e l'armonizzazione e il rafforzamento delle regole di vigilanza”*⁵.

Al fine di raggiungerli, il Piano di Azione contempla l'implementazione di 42 Direttive finanziarie che comprendono direttive, regolamenti e raccomandazioni, ciascuno rivolto a specifici settori del mercato finanziario.

Sempre la Commissione europea istituisce il Committee of European Securities Regulators (CESR), ai sensi della decisione 2001/527/CE. La sua funzione consultiva verso la Commissione Europea non solo sostiene la creazione di regolamenti e direttive relative ai mercati finanziari, ma va oltre, assicurando un efficace coordinamento tra le autorità nazionali per l'applicazione uniforme di tali disposizioni nei singoli Stati membri.

Il suo impegno si articola in diversi compiti, tra cui il miglioramento del coordinamento tra le autorità di vigilanza, attraverso lo sviluppo di meccanismi operativi volti a garantire una regolamentazione continua e un controllo efficace sul mercato unico degli strumenti finanziari. Inoltre, agendo come gruppo consultivo,

⁴ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), Art. 5 “Finalità e destinazione della vigilanza”, comma 2

⁵ Cfr. Consob; “Il Quadro Regolamentare Europeo”; sito: www.consob.it; url: <https://www.consob.it/web/investor-education/il-quadro-regolamentare-europeo>.

il CESR fornisce assistenza alla Commissione Europea nel processo di sviluppo normativo relativo ai mercati finanziari.

Uno degli aspetti più rilevanti è la sua responsabilità nel garantire l'attuazione tempestiva e accurata delle legislazioni comunitarie all'interno degli Stati membri, contribuendo così a promuovere l'armonizzazione e l'integrità del mercato finanziario europeo.

Alla conclusione di questo intricato processo, il legislatore europeo interviene mediante la MiFID, ossia la Market in Financial Instruments Directive. Questa direttiva, in linea con quanto definito nella risoluzione del Consiglio europeo di Stoccolma di marzo 2001, elaborata dal Comitato dei saggi noto come Comitato Lamfalussy⁶, per quanto concerne la regolamentazione dei mercati mobiliari, si articola in tre livelli di armonizzazione.

1.1.2 – La direttiva MIFID I

Il punto di partenza che ha segnato l'evoluzione della consulenza finanziaria e la nascita dei questionari Mifid, emanata dal Parlamento e dal Consiglio Europeo, è la direttiva 2004/39/CE denominata Market in Financial Instruments Directive (MIFID) che deriva dalla modifica della precedente regolamentazione istituita dall'Investment Services Directive (ISD).

La direttiva si focalizza su due principali obiettivi:

1. Tutelare gli investitori e salvaguardare l'integrità del mercato, fissando requisiti armonizzati per l'attività degli intermediari autorizzati;
2. promuovere l'equità, la trasparenza, l'efficienza e l'integrazione dei mercati finanziari.

Essa è strutturata su tre livelli di armonizzazione:

1. La direttiva 2004/39/CE, in cui vengono stabiliti i principi generali della regolamentazione.

⁶ Il nome deriva dal Presidente del Comitato Europeo di saggi, quale fondatore, Alexandre Lamfalussy.

2. Le misure di esecuzione dei principi generali, dove troviamo due provvedimenti:
Regolamento (CE) n. 1287/2006 della commissione del 10 agosto 2006⁷ e la Direttiva 2006/73/CE Della Commissione Del 10 Agosto 2006⁸.
3. Affidamento ad appositi organi tecnici, inizialmente al CESR e successivamente, dal 2011, all'ESMA (European Securities and Markets Authority)

Il necessario passaggio alla MIFID I, viene evidenziato all'interno della direttiva stessa.

Infatti, a fronte del numero crescente d'investitori, che operano nei mercati finanziari, e della maggiore complessità dei servizi e strumenti, che possono essere proposti, *“occorre che il quadro giuridico comunitario disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è indispensabile 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, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine. In considerazione di quanto precede, è necessario che la direttiva 93/22/CEE sia sostituita da una nuova direttiva.”*⁹

L'implementazione della MiFID a livello europeo è stata parte integrante del piano d'azione per i servizi finanziari adottato dalla Commissione Europea nel 1999, noto come Financial Services Action Plan (FSAP). Questo piano aveva come obiettivo principale la creazione di un mercato finanziario unificato e integrato in Europa, promuovendo la competitività e l'efficienza dei mercati. La MIFID, quindi, ha costituito uno dei pilastri di questa strategia, contribuendo a stabilire un quadro normativo comune per gli strumenti finanziari e le attività di investimento nell'intera Unione Europea.

⁷ Che attua la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi di tenuta dei registri per le imprese di investimento, la rendicontazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e i termini definiti ai fini di tale direttiva.

⁸ Recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.

⁹ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), pag. 1, considerando n. 2

La direttiva è il risultato di un lungo processo di innovazione nella regolamentazione dei mercati finanziari e dei servizi legati alle attività di investimento, sia a livello comunitario che nazionale.

Viene eliminata anche la distinzione che la precedente direttiva aveva sancito tra le diverse tipologie di consulenza a seconda che si tratti di un intermediario autorizzato o da un altro soggetto, in quanto la consulenza in materia di investimenti diventa la *“prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari”*¹⁰

Quindi la raccomandazione deve essere bilaterale, ovvero tra cliente e intermediario, personalizzata per lo specifico cliente e deve riguardare uno specifico strumento finanziario

Un altro aspetto di particolare rilevanza riguarda la reintroduzione della consulenza in materia di investimenti all'interno dei servizi e delle attività di investimento che richiedono autorizzazione. In aggiunta, la MiFID ha ampliato la gamma dei servizi di investimento includendo la gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Da notare anche un aumento dell'offerta di strumenti finanziari, con un incremento dei contratti di opzione, contratti a termine (futures), swap e strumenti derivati.

Per quanto riguarda i servizi accessori vengono inseriti tra la *“ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari.”*¹¹

Le ulteriori modifiche introdotte dalla MiFID possono essere suddivise in tre principali ambiti: mercati finanziari, requisiti organizzativi, relazione tra intermediari e clienti.

In Italia la direttiva Mifid è stata recepita con il decreto legislativo n. 164 del 17 settembre 2007 e poi successivamente entrata in vigore il 1° Novembre. La trasposizione della Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari (MIFID) e delle relative misure esecutive di secondo livello determina anche significative revisioni al Testo Unico della Finanza (TUF) in Italia.

¹⁰ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), pag. 10, Art. 4 “Definizioni”, comma 4

¹¹ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID); Allegato I; Elenco dei servizi delle attività e degli strumenti finanziari; sezione B, considerando n.5

Queste modifiche hanno influenzato diversi aspetti del sistema finanziario italiano, tra cui la tutela degli investitori, la trasparenza dei mercati, la concorrenza tra gli intermediari finanziari e la vigilanza finanziaria con l'obiettivo di allineare il quadro normativo italiano agli standard europei.

In questa prospettiva, è fondamentale considerare le sfide e le opportunità che il recepimento della MiFID ha comportato per l'Italia in quanto si è reso necessario tener conto delle specificità del mercato finanziario italiano e delle esigenze nazionali, garantendo al contempo la piena conformità con le normative europee. Ad esempio, le nuove regole sulla trasparenza e la protezione degli investitori hanno migliorato il funzionamento dei mercati finanziari italiani, ma hanno anche richiesto un adeguamento significativo da parte degli intermediari finanziari e delle autorità di regolamentazione.

1.1.3 – La profilazione del cliente

È fondamentale sottolineare che la MiFID ha introdotto un'innovazione significativa riguardo alla categorizzazione dei clienti, sulla base della quale si implementa un sistema di protezione variabile in base al profilo del cliente. Infatti, la direttiva stabilisce che *“uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori [..]”*¹²

La tutela prevista per il cliente si basa sulla valutazione di adeguatezza che *“rappresenta uno degli strumenti più rilevanti per la tutela dell'investitore che decida di avvalersi del servizio di consulenza finanziaria per gli investimenti e del servizio di gestione del portafoglio”*¹³

I consulenti precedentemente osservati hanno il compito di agire nell'interesse del cliente, cercando di comprendere al meglio i suoi obiettivi e di tutelarli quando si ritiene necessario, specialmente se il cliente non possiede le caratteristiche adeguate a comprendere pienamente i rischi connessi agli investimenti.

Nel promuovere scelte d'investimento coerenti con il profilo dell'investitore, la valutazione di adeguatezza contribuisce, tra l'altro, a consolidare la fiducia negli operatori finanziari e, su scala più ampia, a garantire l'efficienza dei mercati.

¹² Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), considerando n. 31

¹³ Cfr. “Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza”; F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso, novembre 2022.

Identificando le diverse tipologie di profili, è possibile sviluppare prodotti e servizi mirati per soddisfare le esigenze di specifici gruppi di clienti. Dall'altra parte, mediante l'analisi delle informazioni raccolte, è possibile accrescere la fiducia del cliente offrendo soluzioni su misura in base al suo profilo.

I clienti vengono distinti in tre principali categorie:

1. I clienti al dettaglio (retail), che fanno parte della categoria che ricevono la massima protezione in termini di doveri informativi, chiarezza, valutazione del profilo di rischio e procedure di esecuzione, devono essere rispettati dagli intermediari finanziari in relazione a tali clienti.
2. I clienti professionali, che beneficiano di una protezione limitata in quanto si presume abbiano conoscenze adeguate a prendere decisioni di valutazione e di investimento in modo autonomo, tenendo conto dei rischi connessi. I criteri da soddisfare per rientrare in questa categoria sono riportati dall'articolo 4, comma 2, numero 11 della Direttiva.
3. Le controparti qualificate, come definite dall'articolo 24 della Direttiva, sono riconosciute come una sottocategoria all'interno del gruppo dei clienti professionali e soggette a un livello di protezione minore.

Le società di investimento sono obbligate a comunicare ai propri clienti a quale tipologia di gruppo di cliente appartengono, in base alla classificazione precedentemente discussa. Tuttavia, è possibile che ciascun tipo di cliente, su sua richiesta, possa richiedere un diverso livello di protezione o essere assegnato a uno status differente. Ad esempio, il cliente appartenente alla fascia "professionale" può *"chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti"*¹⁴. Al contrario, un soggetto che rientra nel gruppo di "controparte qualificata" ha il diritto di chiedere una maggiore tutela e, quindi, di essere trattato come cliente professionale o cliente al dettaglio, a seconda delle proprie preferenze. Infine, il cliente al dettaglio ha la possibilità di richiedere di essere trattato come un "cliente professionale"; tuttavia, devono essere soddisfatti dei criteri come illustrato dall'allegato II della Direttiva.

Va notato che esiste una procedura da seguire solo per quest'ultima specifica categoria di clienti. Poiché si tratta di una diminuzione del livello di tutela nei confronti del cliente, l'intermediario è tenuto a condurre una valutazione per

¹⁴ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), allegato II.

accertare le sue competenze e la sua reale capacità di comprendere i rischi e di prendere decisioni in modo autonomo.

Tenendo in considerazione che le informazioni fornite ai clienti attuali o potenziali devono essere "*corrette, chiare e non fuorvianti*"¹⁵, invece con riferimento agli obblighi che gli intermediari devono rispettare si fa riferimento ai seguenti articoli della Direttiva MIFID che vengono riportati nell'appendice nella parte finale dell'elaborato.

- Articolo 28, della Direttiva 2006/73/CE "Informazioni riguardanti la classificazione dei clienti". (Articolo 19, paragrafo 3, della direttiva 2004/39/CE);
- Articolo 21, della Direttiva 2004/39/CE "Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente";
- Articolo 44, della Direttiva 2006/73/CE "Criteri riguardanti l'esecuzione alle condizioni migliori" (Articolo 21, paragrafo 1, e articolo 19, paragrafo 1, della direttiva 2004/39/CE);
- Articolo 26, della Direttiva 2006/73/CE "Incentivi" (Articolo 19, paragrafo 1, della direttiva 2004/39/CE).

Successivamente nella sezione 2 della Direttiva 2004/39/CE, chiamata "*Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori*", vengono definite ulteriori regole comportamentali per la prestazione di servizi d'investimento ai clienti, in base al loro profilo individuale.

Tuttavia, la tutela garantita dalla MiFID I non si limita solamente alla classificazione dei clienti, ma viene estesa anche in base alla natura del servizio finanziario prestato, con un particolare focus sulle informazioni che le imprese di investimento devono raccogliere dai clienti. Si possono identificare tre categorie di protezioni.

In primo luogo, l'intermediario è tenuto a effettuare una valutazione di adeguatezza delle operazioni e degli investimenti che consiglia quando eroga servizi di

¹⁵ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), Art 19 "Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti", comma 2

consulenza o di gestione del portafoglio. Infatti, *“quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, l'impresa di investimento ottiene 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.”*

Quindi, la raccomandazione è considerata adeguata se si allinea con gli obiettivi di investimento del cliente. Per quanto riguarda il cliente professionale, l'intermediario può ritenere che *“il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento connesso compatibile con gli obiettivi di investimento di tale cliente.”*¹⁶

Se l'intermediario non riesce a ottenere le informazioni necessarie sul cliente, non può formulare raccomandazioni relative ai servizi di investimento per i clienti attuali o potenziali, poiché non disporrebbe delle informazioni complete per classificarli in modo adeguato.

In secondo luogo, si prevede la fase di valutazione di appropriatezza da parte dell'intermediario. *“Quando prestano servizi di investimento diversi (dalla consulenza in materia di investimenti e della gestione di portafoglio) le imprese di investimento chiedano al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle sue conoscenze e esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è adatto al cliente.”*¹⁷

Infine, non è necessario acquisire alcuna informazione dal cliente nel caso in cui l'impresa offre servizi di esecuzione e/o di ricezione e trasmissione di ordini relativi ad azioni quotate su mercati regolamentati, strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di credito, OICVM e altri strumenti *“non complessi”*. L'elenco degli strumenti finanziari non complessi viene illustrato nell'articolo 38 denominato *“Prestazione di servizi relativi a strumenti non complessi”* della direttiva 2006/73/CE.

¹⁶ Cfr. Direttiva 2006/73/CE, Art 35 *“Valutazione dell'adeguatezza”*, comma 2

¹⁷ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), Art 19 *“Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti”*, comma 5

1.1.4 – CESR: chiarimenti sulla definizione di consulenza

Nel 2001 viene istituito il Committee Of European Securities Regulators (CESR) che svolge un ruolo di consulenza molto importante per la Commissione Europea, specialmente per quanto riguarda la creazione della normativa di attuazione delle direttive e dei regolamenti concernenti i mercati finanziari. In aggiunta, coordina anche le Autorità nazionali nel processo di implementazione delle norme comunitarie all'interno dei singoli Stati membri.

I suoi compiti specifici includono il miglioramento del “*coordinamento tra le autorità di vigilanza sui mercati, sviluppando meccanismi operativi per migliorare costantemente la regolamentazione e il controllo del mercato unico degli strumenti finanziari*”. Inoltre, agiscono “*come gruppo di consultazione per assistere la Commissione Europea nello sviluppo della normativa in tema di mercati di strumenti finanziari*”. Infine, lavora “*per garantire la corretta e tempestiva implementazione delle legislazioni comunitarie negli Stati membri*.”¹⁸

In seguito, il 14 ottobre 2009, il Committee of European Securities Regulators (CESR) pubblica un documento di consultazione (CP) intitolato "*Understanding The Definition Of Advice Under MiFID*" (riferimento: CESR/09-665). In tale documento, il CESR affronta questioni fondamentali riguardanti la definizione di consulenza in materia di investimenti ai sensi della Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID). Questa definizione riveste un'importanza cruciale poiché determina quali imprese saranno considerate fornitori di consulenza in materia di investimenti e, di conseguenza, saranno soggette a specifiche norme e regolamenti previsti dalla direttiva.

Il CESR ha organizzato il suo documento di consultazione utilizzando una serie di domande e risposte mirate, concepite per chiarire e illustrare le circostanze in cui le imprese possono o non possono essere classificate come fornitori di consulenza in materia di investimenti in conformità con la MiFID. Questa iniziativa è risultata fondamentale nel garantire una comprensione chiara delle normative applicabili e nel promuovere la conformità da parte delle entità coinvolte nei servizi finanziari. Le risposte fornite si basano su cinque test chiave, i quali trovavano fondamento nell'articolo 52, nominato “*Consulenza in materia di investimenti*”, presente nella sezione 9 “*Definizioni*” di taluni termini ai fini della direttiva 2006/73/CE, della

¹⁸ Cfr. Borsa italiana; “Glossario Finanziario - Committee Of European Securities Regulators (CESR)”; sito: www.borsaitaliana.it; url: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/committee-of-european-securities-regulators.html>;

direttiva MiFID. Perché un servizio venga considerato consulenza in materia di investimenti, è necessario che tutti e cinque dei seguenti test fossero soddisfatti. Questi test costituiscono criteri essenziali per determinare se un'attività di consulenza in materia di investimenti è soggetta alle disposizioni della MiFID, rappresentando quindi un importante punto di riferimento nel settore finanziario per l'interpretazione e l'applicazione delle norme pertinenti.

È possibile esaminare alcune delle risposte fornite a queste domande al fine di identificare i chiarimenti introdotti.

Si esaminerà attentamente il concetto di "*raccomandazione*" ai sensi della MiFID, ponendo particolare enfasi sulla distinzione critica tra la prestazione di consulenza e la semplice divulgazione di informazioni. Il Consultation Paper (CP), ovvero il documento di consultazione, suggerisce che "*la consulenza richiede un elemento di opinione*" a differenza della fornitura di informazioni che non contiene "*alcun commento o giudizio di valore sulla loro rilevanza per le decisioni che un investitore può prendere*"¹⁹.

Tuttavia, è stato sottolineato che le informazioni possono assumere il carattere di consulenza quando le circostanze in cui vengono fornite conferiscono loro un'influenza simile a quella di una raccomandazione. Anche la raccomandazione può indicare una consulenza in materia di investimenti se essa "*è proposta in modo tale che un osservatore ragionevole la consideri basata su una considerazione della situazione del cliente o presentata come adeguata (a condizione che siano soddisfatti gli altri quattro test)*"²⁰.

Successivamente, si pone l'attenzione sulla distinzione tra due concetti: la consulenza generica e le raccomandazioni generali. Si afferma chiaramente che nessuno dei due deve essere considerato come consulenza in materia di investimenti. La consulenza generica non è da considerare tale poiché non si concentra su uno strumento finanziario specifico, mentre le raccomandazioni generali non lo sono in quanto sono rivolte a un pubblico generale e non derivano da valutazioni specifiche basate sulle circostanze individuali di un investitore particolare.

Inoltre, il CESR ha specificato che una raccomandazione può comprendere la

¹⁹ Committee Of European Securities Regulators (CESR); "Understanding the definition of advice under MiFID"; Ref.: CESR/10-294, 19 Aprile 2010; pagina 6.

²⁰ Committee Of European Securities Regulators (CESR); "Understanding the definition of advice under MiFID"; Ref.: CESR/10-294, 19 Aprile 2010; pagina 8.

presentazione di diverse alternative di strumenti finanziari specifici, anziché essere necessariamente limitata a un unico prodotto.

Emergono dei vincoli per quanto riguarda i servizi. Difatti, un servizio per poter essere effettuato come consulenza in materia di investimenti ai sensi della MiFID deve essere sottoposto e soddisfare cinque test, che sono delle domande:

1. Il servizio offerto costituisce una raccomandazione?
2. La raccomandazione è relativa ad una o più operazioni su strumenti finanziari?
3. La raccomandazione è almeno presentata o come idonea o sulla base di una considerazione delle circostanze della persona?
4. La raccomandazione è emessa in modo diverso da quello esclusivo attraverso i canali di distribuzione o al pubblico?
5. La raccomandazione è stata fatta a una persona in qualità o di un attuale/potenziale investitore o di un agente di un attuale/potenziale investitore?

Un ulteriore aspetto rilevante riguarda le modalità di comunicazione delle raccomandazioni ai clienti, compreso l'invio simultaneo della stessa raccomandazione a più destinatari.

In questo contesto, è fondamentale distinguere tra raccomandazioni di carattere generale, indirizzate a un pubblico più ampio in modo impersonale, e raccomandazioni personalizzate. Inoltre, è possibile inviare la stessa raccomandazione a diversi clienti, purché sia formulata in modo tale da essere percepita dal cliente come un consiglio d'investimento che tiene conto delle sue caratteristiche personali.

Queste caratteristiche personali, che sono indicate nel criterio di selezione dei destinatari del messaggio, devono essere accuratamente considerate al fine di garantire un servizio di consulenza adeguato e mirato.

1.1.5 – Criticità dei Questionari MIFID prima della MIFID II: caso studio

La totalità della normativa su cui si fonda la MiFID I non è adeguata a garantire la completa assenza di criticità nei questionari utilizzati per profilare i clienti. Con l'entrata in vigore della MiFID II, le categorie di domande formulate nelle varie sezioni, oggetto di discussione nel prossimo capitolo, saranno in grado di affrontare e correggere molte delle critiche precedentemente mosse.

Si può prendere in considerazione lo studio di Linciano e Soccorso 2012 nel quale si esamina un campione di 20 questionari che vengono analizzati nel loro insieme mediante un'intervista composta da dieci domande formulate dalla Consob a diversi intermediari.

Dallo studio risulta che solo due questionari possono essere considerati sufficientemente chiari e corretti per la profilatura del cliente grazie sia alla precisione delle domande da cui sono composti e sia per le variabili di misurazione scelte. Gli altri questionari esaminati valutano in modo simile l'atteggiamento verso il rischio, la capacità di gestirlo, la tolleranza e gli obiettivi di investimento; tuttavia, presentano lacune in termini di chiarezza lessicale e comprensibilità.

Dalle dieci domande sottoposte agli intermediari nella maggior parte dei casi innanzitutto emerge che gli intermediari hanno dichiarato di non aver coinvolto figure professionali specifiche nell'elaborazione dei propri questionari, e solo una minoranza ha scelto di consultare esperti nelle aree di competenza come comunicazione, statistica o nel campo normativo di MiFID, come ad esempio società di consulenza esterne. Tante vero che l'elaborazione di un questionario valido e affidabile richiede competenze specialistiche e multidisciplinari; pertanto, si sottolinea l'importanza di investire in una formazione mirata al fine di assicurare la qualità e l'efficacia di tali strumenti.

In secondo luogo, le banche conducono test per valutare la comprensibilità di un questionario creato su un campione di soggetti, analizzando anche il tempo impiegato per compilare il sondaggio. Tuttavia, non tutti gli intermediari hanno effettuato tale verifica; solamente alcuni hanno sottoposto i questionari precedentemente impiegati a valutazione, al fine di determinare se fosse necessario rivedere la struttura.

Successivamente elaborano anche due tipologie di questionari a seconda che il cliente sia una persona fisica o giuridica; tuttavia, solo tre su venti istituti prevedono

una distinzione in base alla classificazione del soggetto come appartenente alle categorie retail o professionale.

Come è stato possibile constatare in precedenza, le categorie di classificazione del cliente sono cruciali per determinare la tipologia di tutela più adeguata, poiché riflettono le sue conoscenze personali nell'ambito finanziario.

Infine, gli istituti di credito fornisce una formulazione ai funzionari che hanno il compito di somministrare il questionario. Ciononostante, sono principalmente corsi di aggiornamento riguardo alle normative vigenti o su percorsi formativi generici per consulenti. La carenza di sezioni specifiche riguardanti il questionario MiFID all'interno dei corsi di formazione destinati agli operatori finanziari, insieme al limitato approfondimento dei meccanismi cognitivi e comportamentali essenziali per una corretta somministrazione di questo strumento, ha evidenziato un'area di miglioramento nella preparazione di tali professionisti.

Rispetto ai contenuti, emerge una significativa discrepanza rispetto alle raccomandazioni della letteratura economica, sebbene siano conformi alle linee guida della direttiva. Questo non solo compromette la chiarezza e la comprensione dei questionari, ma solleva anche interrogativi critici riguardo all'effettiva efficacia di tali strumenti nel rispetto dei requisiti normativi.

All'interno di diverse domande, sia a livello strutturale che linguistico, si evidenzia una complessità che, spesso, si sovrappone a diversi temi o fa uso di un linguaggio tecnico, rendendo ardua la chiarezza e la comprensione.

Uno dei principali problemi emersi riguarda l'assenza di domande mirate a valutare il livello di istruzione finanziaria degli investitori, contrapposta alla presenza di molte domande che richiedono all'investitore di autovalutarsi. Questo evidenzia una grave carenza di strumenti idonei per misurare effettivamente la conoscenza degli investitori, soprattutto in merito alla comprensione dei rischi associati agli strumenti finanziari. L'abbondanza di domande basate sull'autovalutazione potrebbe compromettere la precisione delle risposte, non fornendo un quadro completo della comprensione effettiva dei rischi finanziari. Tale carenza è ulteriormente evidenziata dalla mancanza di domande specifiche riguardanti concetti fondamentali come la relazione tra rendimento atteso e rischio, l'inflazione e le operazioni di attualizzazione e capitalizzazione.

Nell'attuale contesto normativo MiFID, la facoltà di autovalutazione è circoscritta

ai clienti classificati come "professionali" o "controparti qualificate", poiché, in seguito a un'analisi approfondita, si ritiene che possano essere in grado, autonomamente, di assumere decisioni finanziarie.

Si evidenzia altresì la mancanza di interrogativi riguardanti le variabili socioeconomiche fondamentali, quali la struttura del nucleo familiare, il reddito e il patrimonio, sia a livello individuale che familiare, ritenute cruciali per ottenere una valutazione accurata delle condizioni finanziarie del soggetto.

Questo studio ha evidenziato la necessità di migliorare i metodi di raccolta dati e la valutazione della conoscenza degli investitori, al fine di ottenere una panoramica più completa e dettagliata della situazione dei clienti. Questo miglioramento garantirebbe un supporto più efficace e mirato nelle decisioni finanziarie e nell'assistenza offerta.

Considerando i questionari attuali, di cui parleremo di seguito, emerge che sono state apportate modifiche e miglioramenti mirati a risolvere i punti deboli evidenziati nello studio.

Nell'attuale contesto normativo di MIFID, la possibilità di autovalutazione è limitata esclusivamente ai clienti classificati come "professionali" o "controparti qualificate". Questa restrizione si basa su un'analisi dettagliata che presume la loro capacità di prendere decisioni finanziarie in modo indipendente. Tuttavia, si è riconosciuto l'importante impatto della struttura, del linguaggio e della formulazione dei questionari sulla qualità delle risposte e delle valutazioni dei partecipanti. Di conseguenza, i nuovi questionari sono formulati con domande più semplici al fine di garantire una migliore comprensione da parte del cliente. Questi adattamenti hanno mirato a ottimizzare l'aderenza alle direttive MIFID e a rendere le informazioni accessibili agli utenti in modo più efficace.

1.2 – DIRETTIVA 2014/65/UE MIFID II

La direttiva MiFID, 2004/39/EC entrata in vigore il 2007 ha disciplinato i mercati finanziari dell'Unione Europea fino al 2018. Successivamente, *“dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione la nuova direttiva MiFID II (2014/65/UE) che, insieme alla MiFIR o Markets in financial instruments regulation (regolamento UE n. 600/2014) ha preso il posto delle precedente regolamentazione europea.”*²¹

La situazione che innesca la necessità di adottare una nuova direttiva è probabilmente la crisi finanziaria del 2008, che ha origini negli Stati Uniti e si diffonde successivamente anche in Europa. Questa crisi mette in evidenza le lacune nel quadro normativo europeo riguardante le istituzioni bancarie e i mercati finanziari.

Il focus si pone sull'inefficacia, da parte di alcune banche di investimento, della fase di implementazione e enforcement delle norme relative al monitoraggio dei rischi. Infatti, è evidente una scorretta applicazione delle norme di trasparenza e comunicazione a fini di tutela dei clienti retail. L'analisi della crisi ha rivelato che alcuni investitori hanno assunto rischi eccessivi, probabilmente senza esserne pienamente consapevoli, attraverso la negoziazione di titoli che non erano adeguati o appropriati per loro. Questo significa sia che alcuni degli intermediari sono venuti meno al principio secondo cui devono *“comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”*²² sia che le autorità competenti, europee e nazionali, incaricate a monitorare e sanzionare non hanno svolto in modo adeguato il loro compito di vigilanza.

Per queste ragioni e altre, il legislatore europeo ha avviato una delle nuove riforme con l'obiettivo di potenziare la resilienza del settore bancario e dei mercati finanziari.

Sul lato bancario nel 2013, si è avviato il processo con l'approvazione del pacchetto noto come *"Direttiva sui requisiti patrimoniali"* (CRD IV) mediante la Direttiva 2013/36/UE, riguardante l'accesso all'attività delle istituzioni di credito e la supervisione prudenziale delle istituzioni di credito e delle imprese di investimento. Questa direttiva affronta anche i poteri, gli strumenti di vigilanza e gli obblighi di pubblicazione di alcune autorità di vigilanza prudenziale per le istituzioni di credito.

²¹ Cfr. Consob; “MIFID II”; Sito: www.consob.it; url: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/mifid-2>;

²² Cfr. D.lgs. 415/1996 Art. 17, comma 1, lettera a) (“comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”)

All'interno di questa direttiva sono inclusi anche alcuni aspetti precedentemente regolamentati dalle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, tra cui l'accesso e l'esercizio delle attività bancarie, la libera prestazione dei servizi e la supervisione prudenziale delle banche e delle imprese di investimento.

Successivamente, nel 2014 si adottano i tre pilastri dell'Unione Bancaria²³ nell'Eurozona che vede *“l’assegnazione alla Banca Centrale Europea (BCE) della vigilanza diretta sulle banche dei paesi dell’Area euro (ed eventualmente di altre economie europee che intendano aderire).”*²⁴ Dall'altra parte, per risolvere la crisi di una banca, si introduce il *“bail-in”*, tramite la Direttiva BRRD, *“che impone la partecipazione degli investitori/risparmiatori - qualora possessori di determinate attività finanziarie emesse dalla banca stessa - alle perdite patrimoniali da questa subite”*²⁵.

Sul lato dei mercati finanziari, invece, nel 2014 il legislatore è intervenuto con l'istituzione della direttiva n. 2014/65/UE (comunemente nota come MiFID II) e del regolamento 2014/600/UE (conosciuto come MiFIR), rappresentando un miglioramento rispetto alla direttiva MiFID I. Questi provvedimenti sono entrati in vigore il 3 gennaio 2018. Questo quadro normativo è stato ulteriormente arricchito da numerosi Regolamenti delegati, da una Direttiva delegata e da nuovi Orientamenti emanati dall'ESMA (European Securities and Markets Authority).

Nel nostro quadro normativo, il legislatore ha apportato delle modifiche al Testo Unico della Finanza (TUF) e alla CONSOB mediante la delibera n. 19548 del 17 marzo 2016²⁶, aggiornando contemporaneamente il Regolamento degli Intermediari (n. 16190 del 2007), il Regolamento degli Emittenti (n. 11971 del

²³ Cfr. Regolamento n. 1024/2013/UE costitutivo del Single supervisory mechanism (SSM, della Bank recovery and resolution Directive (BRRD) tramite la direttiva n. 2014/59/UE, del Meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie tramite il Regolamento n. 806/14/UE e del DGS (Deposit Guarantee Scheme) con la Direttiva n. 2014/49/UE, che ha modificato le regole sui sistemi di garanzia dei depositi.

²⁴ Consob; “L'unione Bancaria”; Sito: www.consob.it; url: <https://www.consob.it/web/investor-education/1-unione-bancaria>;

²⁵ Cfr. Consob “Bail-In: cosa succede in caso di dissesto di una banca”; Sito: www.consob.it; url: <https://www.consob.it/web/investor-education/in-caso-di-dissesto-di-una-banca>;

²⁶ Cfr. Delibera n. 19548 del 17 marzo 2016 intitolata “Modifiche alle delibere n. 16190 del 29 ottobre 2007 (disciplina degli intermediari), n. 11971 del 14 maggio 1999 (disciplina degli emittenti), n. 17130 del 12 gennaio 2010 (disciplina dei consulenti finanziari), n. 17297 del 28 aprile 2010 (disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti vigilati), n. 18731 del 18 dicembre 2013 (disposizioni attuative in materia di adeguata verifica della clientela), n. 19460, 19461 e 19462 del 16 dicembre 2015 (definizione del regime contributivo per l'esercizio 2016). (Delibera n. 19548). (GU Serie Generale n.69 del 23-03-2016).

1999) e il Regolamento dei Consulenti (n. 17130 del 2010) al fine di adeguarsi in modo ottimale alle disposizioni di MIFID II.

1.2.1 – Novità della Direttiva MIFID II

Si può notare come lo schema di base sia quello utilizzato per la creazione della MiFID I, ovvero, rimane come finalità della direttiva la protezione del risparmiatore attraverso la tutela differenziata dell'investitore in base al servizio prestato e attraverso la categoria di appartenenza. Tuttavia, al fine di tentare il recupero della fiducia degli investitori nei confronti dei mercati e degli operatori finanziari, si introducono importanti novità.

Il decreto rappresenta una rivoluzione nel panorama normativo, superando ampiamente una mera modifica della disciplina precedente. Si propone di abbracciare settori precedentemente non regolamentati e di implementare un sistema di vigilanza e applicazione delle regole più completo ed efficace. Questo ambizioso obiettivo è motivato dalla necessità di regolamentare un mercato finanziario in costante evoluzione, caratterizzato dall'ampia proliferazione di strumenti finanziari e dalla diffusione di sistemi di trading ad alta frequenza.

In definitiva, l'obiettivo principale consiste nella creazione di un mercato unificato per i servizi finanziari in Europa, un contesto in cui la trasparenza e la tutela degli investitori sono uniformemente garantite.

Questo ambizioso progetto mira a facilitare le attività internazionali per risparmiatori e imprese, proteggere gli investitori, agevolare l'accesso delle imprese ai mercati e ai capitali in modo sicuro, garantire la stabilità dei mercati e la tutela degli investitori, uniformare la regolamentazione per tutti gli Stati membri dell'Unione Europea e promuovere la competitività e la solidità del settore finanziario europeo.

La MiFID II si colloca, dunque, in un contesto di globalizzazione finanziaria in cui l'armonizzazione delle regole e la promozione della trasparenza diventano essenziali per sostenere la crescita economica e la fiducia degli operatori nei mercati finanziari.

Tra le principali novità, troviamo l'attribuzione dei poteri di product intervention all'ESMA, l'introduzione di un nuovo sistema di negoziazione OTF e l'obbligo di dotarsi di un sistema di Whistleblowing, per segnalazioni interne di violazioni delle disposizioni, che sono parzialmente connesse alla consulenza ma possono anche non esserlo. Va menzionata anche l'implementazione della consulenza indipendente e

l'approccio preventivo ai potenziali rischi. Quest'ultimo deriva dall'impegno delle imprese di investimento nell'elaborazione di strumenti finanziari destinati alla clientela, assicurandosi che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento e che la strategia di distribuzione sia compatibile con il target di clientela²⁷. Infine, l'unione sotto il termine generico di “consulenza” include diverse situazioni improntate sulla trasparenza, etica e competenza nell'impegno verso il cliente.

La riforma della regolamentazione riguardante la consulenza finanziaria è stata introdotta con l'obiettivo di migliorare la protezione degli investitori, consentendo loro di prendere decisioni informate in materia di investimenti. Questo obiettivo pone una particolare enfasi su informazioni chiare e oneste, nonché sull'esperienza e la competenza degli intermediari finanziari coinvolti nella consulenza. Quindi, la MiFID II, sotto il concetto unificante di “consulenza”, riunisce una serie di casi specifici, ognuno dei quali si contraddistingue per l'attenzione rivolta al cliente in termini di trasparenza, correttezza e competenza.

Di questi aspetti ne parleremo anche nel prossimo capitolo.

1.2.2 - L'attribuzione dei poteri di product intervention all'ESMA

Per garantire la protezione degli investitori, il regolare funzionamento dei mercati finanziari e delle merci, nonché la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso si può sottolineare la necessità di un meccanismo esplicito per regolare la commercializzazione e la distribuzione di strumenti finanziari o depositi strutturati.

Infatti, come riportato in un considerando “*È opportuno integrare i poteri conferiti alle autorità competenti con un meccanismo esplicito volto a vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di qualsiasi strumento finanziario o deposito strutturato che sollevi gravi timori in merito alla protezione degli investitori, al regolare funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci, o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario [...]*”²⁸.

La citazione evidenzia il ruolo cruciale delle autorità competenti nel monitorare e regolare l'industria finanziaria al fine di preservare la fiducia degli investitori e la stabilità dei mercati. Essa riflette l'importanza della gestione dei rischi nel mondo

²⁷ Ai sensi dell'articolo 24 “Principi di carattere generale e informazione del cliente”, comma 2 della Direttiva 2014/65/UE

²⁸ Cfr. Regolamento (UE) N. 600/2014 (sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, considerando) n. 29 MiFIR

finanziario e sottolinea il compito fondamentale di creare un ambiente sicuro ed equo per tutte le parti coinvolte.

Trattando dell'ESMA, l'articolo 40 del regolamento MiFIR disciplina quali sono i suoi *“poteri di intervento temporaneo”*, sottolineando come il suo intervento si renda necessario quando le altre autorità di vigilanza non hanno adottato delle misure sufficienti per far fronte alla minaccia²⁹

Le misure che intende adottare devono essere, comunque, prima comunicate alle autorità competenti sotto forma di proposta³⁰ e una volta messa in atto *“prevale su qualsiasi misura precedentemente adottata da un'autorità competente”*³¹

Questo articolo sottolinea il ruolo cruciale dell'ESMA come ente di regolamentazione finanziaria nell'Unione europea, fornendo gli strumenti necessari per rispondere con efficacia alle sfide e alle minacce che possono emergere nei mercati finanziari. La cooperazione e la comunicazione tra le autorità competenti sono fondamentali per garantire un'azione concertata e tempestiva al fine di preservare la fiducia.

1.2.3 - Nuovo sistema di negoziazione OTF

Sul fronte dei mercati, la novità consiste nella creazione legale del nuovo sistema di negoziazione noto come OTF (Organised trading facilities)

*“Allo scopo di rendere i mercati finanziari dell'Unione più trasparenti ed efficienti nonché di definire condizioni eque tra le varie sedi che offrono servizi di negoziazione multilaterale è opportuno introdurre una nuova categoria di sede di negoziazione, quella di sistema organizzato di negoziazione (OTF), per le obbligazioni, i prodotti finanziari strutturati, le quote di emissione e gli strumenti derivati [...]”*³²

²⁹ Cfr. Regolamento (UE) N. 600/2014 (sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012), articolo 40 “Poteri di intervento temporaneo dell'ESMA”, comma 2, lettera c “un'autorità competente o le autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte.”

³⁰ Cfr. Regolamento (UE) N. 600/2014, articolo 40 “Poteri di intervento temporaneo dell'ESMA”, comma 4 “Prima di decidere di adottare una misura ai sensi del presente articolo, l'ESMA comunica alle autorità competenti la misura proposta”

³¹ Cfr. Regolamento (UE) N. 600/2014, articolo 40 “Poteri di intervento temporaneo dell'ESMA”, comma 7

³² Cfr. Regolamento (UE) n. 600/2014; Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR); Considerando n. 8

È evidente che questo nuovo sistema di negoziazione svolge un ruolo cruciale nell'ambito della negoziazione di prodotti finanziari, concentrandosi principalmente su obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, quote di emissione e derivati. Tuttavia, la loro operatività è strettamente vincolata dalla necessità che il cliente presti il proprio consenso esplicito, fornendo alle autorità competenti una dettagliata panoramica delle modalità attraverso le quali il processo negoziale è condotto, con il rischio per i gestori delle conseguenze che possono derivare dai conflitti di interesse.

Per garantire un funzionamento efficiente e una determinazione dei prezzi accurata in questo nuovo contesto, è necessario applicare requisiti organizzativi e regole di trasparenza adeguate. In particolare, è cruciale stabilire normative che sostengono l'equità e l'efficienza nelle negoziazioni all'interno del sistema OTF. Inoltre, la nuova categoria include i sistemi per la negoziazione di derivati che soddisfano i requisiti di liquidità e sono idonei per la compensazione.

Questa innovazione rappresenta un passo significativo nella regolamentazione dei mercati finanziari, consentendo una maggiore flessibilità e adattabilità alle mutevoli esigenze e alle nuove pratiche di negoziazione.

1.2.4 – I Sistemi di Whistleblowing

Tra le principali innovazioni, spicca senz'altro la disposizione che attribuisce alle autorità di controllo la facoltà di proibire o limitare la commercializzazione di specifici strumenti finanziari, qualora ritengano che questi possano minacciare la stabilità e l'integrità dei mercati, l'efficace conduzione delle negoziazioni e i diritti degli investitori.

Attraverso la Legge 170/2016, il Parlamento ha autorizzato il Governo a implementare la quarta Direttiva contro il riciclaggio di denaro (Direttiva (UE) 2015/849³³). Questa direttiva, adottata dieci anni dopo la terza Direttiva, rafforza il sistema di prevenzione nei paesi membri, conformemente alle indicazioni fornite

³³ Relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 2006/70/CE della Commissione

dalle Raccomandazioni del GAFI³⁴ del 2012. La normativa europea aggiornata ha introdotto significative modifiche alle regole riguardanti il contrasto al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo, con un'enfasi sull'approccio basato sulla valutazione dei rischi, un elemento cruciale per la determinazione delle misure preventive e dei controlli. Inoltre, sono state inserite nuove disposizioni, in particolare in merito all'istituto della segnalazione delle violazioni e degli illeciti, noto come “*whistleblowing*”.

Questo processo di adeguamento normativo offre un contesto per lo sviluppo di una disciplina coesa nell'ambito del settore finanziario. Grazie a tale pratica, i segnalatori di violazioni sono tutelati e incoraggiati a contribuire al rafforzamento dell'integrità e della conformità all'interno delle istituzioni finanziarie attraverso la segnalazione e la denuncia di comportamenti illeciti o irregolari. In questo modo, il denunciante si sente sostenuto e protetto, consentendo allo stesso tempo alle autorità competenti di agire in modo efficace contro potenziali inadempienze.

Dal punto di vista normativo, all'interno del TUF (Testo Unico della Finanza), nella Parte I, vengono introdotti gli articoli 4-undecies e 4-duodecies. Il primo articolo, denominato “*Sistemi interni di segnalazione delle violazioni*”, impone agli intermediari, menzionati nelle parti II e III dell'atto normativo, l'adozione di specifiche procedure volte a segnalare irregolarità nelle loro operazioni. Il secondo articolo, intitolato “*Procedura di segnalazione alle Autorità di Vigilanza*”, fornisce anche istruzioni dettagliate su come effettuare segnalazioni all'Autorità di Vigilanza”³⁵.

Le procedure specifiche sono istituite per garantire in primo luogo “*la riservatezza dei dati personali del segnalante e del presunto responsabile della violazione, ferme restando le regole che disciplinano le indagini o i procedimenti avviati dall'autorità giudiziaria in relazione ai fatti oggetto della segnalazione; l'identità del segnalante [...] non può essere rivelata per tutte le fasi della procedura, salvo suo consenso o quando la conoscenza sia indispensabile per la difesa del segnalato. Successivamente “la tutela adeguata del soggetto segnalante contro condotte*

³⁴ Uif bancaditalia; “Organizzazione internazionale”; sito: <https://uif.bancaditalia.it/>; url: <https://uif.bancaditalia.it/sistema-antiriciclaggio/organizzazione-internazionale/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102&dotcache=refresh:>

Definizione: “Il Gruppo d’Azione Finanziaria Internazionale è un organismo intergovernativo creato nel 1989 in ambito OCSE con lo scopo di definire e promuovere strategie di contrasto del riciclaggio, a livello nazionale e internazionale.”

³⁵ Si intendono le autorità competenti o di vigilanza degli Stati membri specificate negli atti dell'Unione di cui all'articolo 1, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e del regolamento (UE) n. 1095/2010

*ritorsive, discriminatorie o comunque sleali conseguenti la segnalazione. Infine, “un canale specifico, indipendente e autonomo per la segnalazione.”*³⁶

La Banca d'Italia e la Consob devono pubblicare, in virtù delle rispettive competenze, i regolamenti per attuare le disposizioni menzionate nell'articolo citato. Inoltre, l'IVASS³⁷ è tenuto a formulare, previa consultazione con la Consob, le proprie norme di attuazione al fine di regolare in modo adeguato l'adesione delle compagnie di assicurazione alle nuove disposizioni.

Le Autorità competenti possono utilizzare esclusivamente le informazioni contenute nelle segnalazioni a fini di sorveglianza. Inoltre, ciascuna di esse, nell'ambito delle rispettive competenze, riceve notifiche riguardanti le violazioni delle normative stabilite dall'Unione Europea e ha il potere di stabilire regole, restrizioni e procedure per l'accettazione delle segnalazioni. Infine, *“prevedono, mediante protocollo d'intesa, le opportune misure di coordinamento nello svolgimento delle attività di rispettiva competenza, ivi compresa l'applicazione delle relative sanzioni, in modo da coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza e ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti vigilati.”*³⁸

Le nuove disposizioni assicurano una corretta e trasparente informazione per gli investitori e regolamentano i potenziali conflitti di interesse tra le diverse parti coinvolte nel settore finanziario. Inoltre, si prevede un ampliamento degli obblighi di comunicazione rivolti alla clientela. Infatti, la MiFID II richiede che le informazioni relative a tutte le voci di costo siano presentate in modo aggregato, consentendo al cliente di ottenere una visione completa del costo complessivo dell'investimento e del suo impatto sul rendimento atteso. Questa disposizione promuove una maggiore consapevolezza da parte degli investitori riguardo ai costi

³⁶ Cfr. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), Aggiornato con le modifiche apportate dal D.lgs. n. 68 del 21.5.2018; Art. 4-undecies “Sistemi interni di segnalazione delle violazioni”, comma 2, lettere a), b), c).

³⁷ L'IVASS, Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni, è un ente dotato di personalità giuridica di diritto pubblico che opera per garantire l'adeguata protezione degli assicurati perseguendo la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e riassicurazione e la loro trasparenza e correttezza nei confronti della clientela. L'Istituto persegue altresì la stabilità del sistema e dei mercati finanziari; Sito: <https://www.ivass.it/chi-siamo/index.html>.

³⁸ Cfr. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), (aggiornato con le modifiche apportate), Art. 4-duodecies “Procedura di segnalazione alle Autorità di Vigilanza”, comma 1, lettera d)

associati alle loro decisioni finanziarie, consentendo loro di prendere decisioni più informate e ponderate.

Il decreto rappresenta una rivoluzione nel panorama normativo, superando ampiamente una semplice modifica della precedente disciplina. Si propone di abbracciare settori precedentemente non regolamentati e di implementare un sistema di vigilanza e applicazione delle regole più completo ed efficace. Questo ambizioso obiettivo è guidato dalla necessità di regolamentare un mercato finanziario in continua evoluzione, caratterizzato dall'espansione di un vasto assortimento di strumenti finanziari e dalla proliferazione di sistemi di trading ad alta frequenza. I soggetti più interessati includono le banche, le società di investimento mobiliare e le società di gestione del risparmio che prestano servizi di investimento, nonché gli operatori nel settore dell'energia e delle materie prime.

In definitiva, questo approccio pionieristico è fondamentale per promuovere la competitività e la solidità del settore finanziario europeo, consentendo alle imprese di accedere ai mercati e ai capitali in modo più agevole e sicuro. Allo stesso tempo, garantisce la tutela degli investitori e la stabilità dei mercati. La MiFID II si inserisce, pertanto, in un contesto di globalizzazione finanziaria, in cui l'armonizzazione delle regole e la promozione della trasparenza diventano fondamentali per sostenere la crescita economica e per instillare fiducia tra gli operatori nei mercati finanziari.

ASPETTI DI PROFILATURA E SOSTENIBILITÀ NELLA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA TRAMITE I QUESTIONARI MIFID

2.1 – ORGANISMO DI VIGILANZA E TENUTA DELL’ALBO UNICO DEI CONSULENTI FINANZIARI (OCF)

L’OCF, soggetta alla sorveglianza della Consob come riportato dalla delibera n. 20704 del 15 novembre 2018, opera nel rispetto delle normative previste dal Testo Unico della Finanza (TUF) e dal Regolamento Intermediari³⁹, oltre a seguire le direttive stabilite nel proprio “*Statuto*” e nel “*Regolamento Interno Generale di Organizzazione e Attività*”, che sono stati approvati dal Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF) e sono accessibili nella sezione dedicata ai regolamenti dell’OCF.

L’OCF gestisce in modo indipendente l’albo professionale dei consulenti finanziari e sovrintende alla sorveglianza delle attività dei professionisti iscritti, suddivisi in tre sezioni distinte dedicate a:

1. Consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede (art. 31 del TUF);
2. Consulenti finanziari autonomi (art. 18-bis del TUF);
3. Società di consulenza finanziaria (art. 18-ter del TUF).

Nel contesto della vigilanza, si assicura che venga rispettata la disciplina cui gli intermediari sono soggetti, con particolare attenzione a garantire la tutela degli investitori e a preservare costantemente la fiducia nel sistema finanziario. Per fare tutto questo si avvale dei poteri riportati nell’articolo 31 del TUF⁴⁰.

³⁹ Cfr. Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari

⁴⁰ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), art. 31 “Consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede e Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari”, comma 4: [..] L’Organismo esercita i poteri cautelari di cui all’articolo 7–septies e i poteri sanzionatori di cui

Inoltre, verifica il soddisfacimento di specifici requisiti⁴¹ sia per le persone fisiche che per le giuridiche che desiderano l'inclusione nell'albo nei tre settori menzionati. Questa valutazione avviene in base a quanto stabilito nel Regolamento Intermediari, aggiornato alla Delibera n. 22430 del 28 luglio 2022.

Infine, ha la facoltà di poter procedere alla cancellazione degli iscritti dalla relativa sezione dell'albo nei casi previsti dall'articolo 152, denominato "Cancellazione dall'albo" della delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

2.1.1 – Le tre tipologie di Consulenti finanziari

Soffermiamoci specialmente sulle tre sezioni accennate precedentemente.

Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede

Nell'ambito di questa categoria rientrano i dipendenti, gli agenti e i mandatari di imprese di investimento e banche iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari. Ai sensi dell'articolo 31 del Testo Unico, questi soggetti hanno il diritto di svolgere la propria attività al di fuori della sede del soggetto abilitato, nonché di offrire tutti i servizi precedentemente menzionati, come stabilito dall'articolo 1, comma 5 del TUF.

Nello specifico il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede si impegna nella promozione e collocazione di servizi d'investimento e/o servizi accessori, fornisce consulenza in materia di investimenti a clienti o potenziali clienti e si occupa dell'inoltro delle istruzioni o degli ordini dei clienti riguardanti servizi d'investimento o prodotti finanziari. Inoltre, può anche promuovere e collocare contratti relativi a finanziamenti o servizi di pagamento a nome dell'ente per cui svolge l'attività fuori sede, nell'unico interesse di quest'ultimo.⁴²

A questa categoria di consulenti vengono imposte due limitazioni:

all'articolo 196[...]; i rispettivi articoli vengono chiamati: "Poteri cautelari applicabili ai consulenti finanziari autonomi, alle società di consulenza finanziaria ed ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede" e "Sanzioni applicabili ai consulenti finanziari"

⁴¹ Ai sensi del Regolamento intermediari, adottato con la delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018; Art. 148 "Requisiti per l'iscrizione nelle tre sezioni dell'albo", comma 1, 2 e 3

⁴² Ai sensi del D.lgs. 58/1998 (TUF), art. 31 "Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari", comma 2

1. *“L’attività di consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede è svolta esclusivamente nell’interesse di un solo soggetto*
2. *I consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede non possono detenere denaro e/o strumenti finanziari dei clienti o potenziali clienti del soggetto per cui operano.”*⁴³

Infine, l’articolo 31, comma 3-bis, stabilisce che nonostante l’obbligo di iscrizione nell’albo unico dei consulenti finanziari per i soggetti abilitati a svolgere le proprie attività, emerge un altro elemento di fondamentale importanza. Oltre all’iscrizione stessa, i soggetti abilitati sono tenuti a svolgere una verifica dettagliata per accertare che i consulenti finanziari in questione non solo soddisfino i requisiti formali di iscrizione, ma abbiano anche acquisito le conoscenze e competenze indispensabili per erogare servizi d’investimento e servizi accessori in modo adeguato.

Questo aspetto riveste un’importanza considerevole poiché sottolinea la necessità di assicurarsi che i consulenti finanziari siano in grado di operare con competenza nel settore finanziario, fornendo servizi di qualità ai propri clienti.

Consulente Finanziario Autonomo

Il Consulente Finanziario Autonomo è regolamentato dall’articolo 18-bis del TUF, nel quale si stabilisce che coloro che soddisfano i requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza⁴⁴ e solidità patrimoniale, nonché dispone di una struttura organizzativa in grado di garantire il rispetto degli obblighi normativi relativi alla consulenza, possono offrire servizi di consulenza in materia di investimenti senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti.

Questa tipologia di consulente si dedica allo studio dei mercati finanziari con l’obiettivo primario di comprendere le esigenze dei clienti, al fine di selezionare gli strumenti più appropriati e condurre una valutazione approfondita tra la vasta gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, al fine di raggiungere gli obiettivi desiderati dai clienti. In secondo luogo, forniscono anche consulenza in

⁴³ Cfr. del D.lgs. 58/1998 (TUF); Art 31 “Consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede e Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari”, comma 2 e comma 2-bis.

⁴⁴ Previsto dal Ministero dell’economia e delle finanze con decreto del 24 dicembre 2008, n. 206 e successivamente modificato dal decreto del Ministro dell’economia e delle finanze 5 aprile 2012, n. 66. Regolamento di disciplina dei requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria, nonché dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali delle società di consulenza finanziaria.

materia di investimenti senza coinvolgere direttamente i propri risparmi, delegandogli l'incarico di fornire istruzioni agli operatori abilitati per l'esecuzione delle operazioni consigliate.

Oltre a quanto è stato detto, è importante notare che non possono 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, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.”*⁴⁵

Le società di Consulenza Finanziaria

Le società di consulenza in materia di investimenti, disciplinate dall'articolo 18-ter del TUF, operano senza gestire direttamente fondi o strumenti finanziari appartenenti ai clienti, e sono vincolate dal divieto di ricevere qualsiasi forma di vantaggio da parte di terzi diversi dai clienti stessi ai quali forniscono servizi. Inoltre, i soggetti che possono essere soci di queste società di consulenza finanziaria non devono avere legami di natura finanziaria, professionale o altro con emittenti, intermediari, società collegate o soggette a un controllo comune, azionisti che controllano tali società, né con i dirigenti o gli amministratori di queste società, se tali relazioni possono compromettere l'indipendenza di valutazione nell'erogare consulenza sugli investimenti.⁴⁶

Infine, i requisiti di professionalità, di indipendenza ed onorabilità previsti per i consulenti finanziari vengono richiesti anche in questo caso per coloro che, all'interno della società, svolgono le funzioni di amministrazione e direzione⁴⁷

⁴⁵ Cfr. Decreto del 24 dicembre 2008, n. 206, Art. 5 “Requisiti di indipendenza”, comma 1

⁴⁶ Ai sensi del Decreto n. 66 del 5 aprile 2012:

Art. 2 Contenuto dell'attività e denominazione”, comma 1;

Art. 3 “Requisiti di indipendenza”, comma 3;

Art. 5 “Requisiti di onorabilità e indipendenza dei soci”, comma 2.

⁴⁷ Ai sensi del Decreto n. 66 del 5 aprile 2012, Art. 6 “Requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali”, comma 1

2.1.2 – Personale di banche ed intermediari

Ulteriori figure professionali fondamentali, attraverso la quale un potenziale cliente-investitore potrebbe accedere a consulenza finanziaria, sono i dipendenti delle banche e delle imprese di investimento.

In questo contesto, la competenza e l'esperienza di questi professionisti svolgono un ruolo determinante nell'aiutare nella situazione presa in considerazione.

Per questa categoria di soggetti, è consentito fornire consulenza finanziaria esclusivamente presso la filiale, a meno che non siano iscritti all'albo dei consulenti finanziari, come le figure precedentemente esaminate.

La possibilità di esercitare senza l'iscrizione prevede tuttavia altri obblighi, infatti viene richiesto che “[...] le persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi d'investimento o servizi accessori per conto dell'impresa d'investimento sono in possesso delle conoscenze e competenze necessarie ad adempiere ai loro obblighi [...]”⁴⁸

Inerenti a queste caratteristiche richieste l'ESMA ha pubblicato dei criteri di valutazione che sono racchiusi nel documento denominato “*Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze*”⁴⁹.

In aggiunta anche la Consob, sentita la Banca d'Italia disciplina con regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati in questione, relativi alla conoscenza e competenza delle persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti, strumenti finanziari, servizi di investimento o accessori per conto dei soggetti abilitati.⁵⁰ Riguardo a quest'ultimo aspetto è possibile considerare i due documenti che la CONSOB ha pubblicato:

1. Attuazione degli Orientamenti emanati dall'ESMA.

Esso viene pubblicato il 22 dicembre del 2016 nel quadro della Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II), in materia di valutazione delle conoscenze e competenze delle persone fisiche che, per conto dell'intermediario, forniscono ai

⁴⁸ Cfr. Direttiva 2014/65/EU MIFID II, art. 25 “Valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza e comunicazione ai clienti”, comma 1

⁴⁹ Cfr. ESMA/2015/1886

⁵⁰ Ai sensi del D.lgs. 58/1998 (TUF), art 6 “Poteri regolamentari”, comma 2 lettera b-bis), punto 8

clienti consulenza in materia di investimenti ovvero informazioni circa gli strumenti finanziari e i servizi offerti.

2. Modifiche al Regolamento intermediari, pubblicato il 6 Luglio 2017.

Tratte delle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, in recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II). Le modifiche principali riguardano ad esempio le informazioni e le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, l'ambito dell'adeguatezza, l'individuazione degli strumenti finanziari complessi, la gestione degli ordini dei clienti e la gestione dei rapporti con le controparti qualificate.

2.2 – ESG, GLI INDICATORI AMBIENTALI, SOCIALI E DI GOVERNANCE

Negli ultimi anni, l'interesse dei Clienti verso gli investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale, sociale e di governance è stata soggetta ad un incremento grazie alle istituzioni europee. Il Green Deal europeo, introdotto nel dicembre 2019, emerge come un punto di svolta fondamentale nell'ambito delle politiche ambientali e della sostenibilità, delineando una serie di iniziative con l'obiettivo ambizioso ma essenziale di trasformare l'Unione Europea in una società con un'impronta climatica zero entro il 2050. Tutto questo evidenzia l'importanza di queste azioni per affrontare le sfide ambientali attuali.

Con l'entrata in vigore delle diverse normative in corso, si è verificato un aumento dell'interesse degli investitori verso i prodotti finanziari che promuovono la sostenibilità ambientale e sociale. La maggiore consapevolezza di tali tematiche, unita all'evoluzione normativa, evidenzia un panorama in cui la diffusione di strumenti finanziari a fini sostenibili è in continua crescita.

2.2.1 – La nascita dei fattori

Il termine di ESG è emerso inizialmente nel rapporto intitolato "*Who cares wins*", pubblicato nel 2004 promosso dall'iniziativa Global Compact delle Nazioni Unite. Il rapporto, con il sottotitolo "*connecting financial markets to a changing world*" (promuovere l'allineamento dei mercati finanziari con un contesto in continua evoluzione), mirava a offrire indicazioni alle istituzioni finanziarie riguardo alle questioni ambientali, sociali e di governance aziendale, considerate fondamentali per una gestione aziendale responsabile.

Il concetto di investimenti ESG, al contrario, ha preso forma grazie ai Principi per l'investimento responsabile (PRI) delle Nazioni Unite, introdotti nel 2006. Nel 2005, il Segretario Generale delle Nazioni Unite, Kofi Annan, ha convocato un gruppo costituito dai principali investitori istituzionali a livello mondiale, da cui sono emersi i sei principi fondamentali degli investimenti ESG. Questi sei Principi

per l'investimento responsabile sono stati presentati nell'aprile del 2006 presso la Borsa di New York e vengono riportati qui di seguito:

Figura 2.1 Principi dell'investimento responsabile

- | | | | |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 | Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti. | 4 | Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei Principi nel settore finanziario. |
| 2 | Essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle nostre politiche e nelle nostre pratiche di azionariato attivo. | 5 | Collaborare per migliorare la nostra efficacia nell'applicazione dei principi. |
| 3 | Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali investiamo. | 6 | Comunicare le nostre attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi. |

Fonte: "I principi per l'investimento responsabile un'iniziativa del mondo della finanza in collaborazione con l'UNEP FI e l'UNGC"

All'interno del rapporto "Who Cares Wins", la sezione dell'"Executive Summary" evidenzia l'importanza di queste tematiche:

*"Le istituzioni che sostengono questo rapporto sono convinte che in un mondo sempre più globalizzato, interconnesso e competitivo, il modo in cui vengono gestite le questioni ambientali, sociali e di governance aziendale fa parte della qualità gestionale complessiva delle aziende necessaria per competere con successo."*⁵¹

Il testo mette in luce l'importanza delle questioni ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) nell'ambito degli investimenti e delle aziende, sottolineando il loro impatto diretto sulla performance aziendale e sui rendimenti degli investimenti. È fondamentale comprendere come tali fattori influenzano non solo la sostenibilità a lungo termine delle imprese, ma anche come potranno guidare in modo significativo le decisioni degli investitori. Questo sottolinea quanto, già molti anni fa, le questioni legate alla sostenibilità stavano assumendo un ruolo sempre più rilevante nel contesto finanziario e aziendale.

L'acronimo ESG è attualmente ritenuto uno standard per delineare un orientamento sostenibile agli investimenti. Fondamentalmente, indica il paradigma che richiede

⁵¹ Cfr. rapporto "Who cares wins", 2004, pagina (i)

la valutazione degli investimenti secondo criteri ambientali, sociali e di governance aziendale. Tuttavia, bisogna specificare che il concetto di ESG manca di una definizione univoca e viene impiegato in vari contesti. Esamineremo ora i suoi significati.

Le tre parole distinte rappresentano diverse sfide che tentano di superare:

1. “E” per Environmental (ambiente); rappresentano parametri che valutano il comportamento di un'azienda nei confronti dell'ambiente in cui è inserito e dell'ecosistema in generale, nonché gli impatti generati sull'ambiente circostante.

Quindi è possibile affermare che questi criteri si focalizza su tematiche quali il cambiamento climatico, la deforestazione, l'inquinamento dell'aria e dell'acqua, ecc.

Il criterio ambientale misura sia i potenziali rischi che le opportunità per le aziende derivanti dagli impatti precedentemente menzionati

2. “S” per Social (sociale); i parametri si concentrano sull'impatto sociale, analizzando la relazione dell'organizzazione con il territorio, le persone, i dipendenti, i fornitori, i clienti e le comunità coinvolte.

All'interno di questa categoria sono inclusi elementi come politiche di parità di genere, tutela dei diritti umani, standard lavorativi, sicurezza dei prodotti, politiche per la salute e la sicurezza, interazioni con le comunità civili e la salute pubblica. In sostanza, la dimensione sociale riguarda principalmente il rapporto tra l'azienda o l'organizzazione e i suoi dipendenti, oltre alle relazioni instaurate con gli attori esterni come comunità, clienti e fornitori. Come nel caso degli aspetti ambientali, anche questi elementi possono costituire sia rischi che opportunità.

3. “G” per Governance (governo societario); riguarda principalmente l'implementazione di pratiche aziendali etiche e di buon governo.

Questa area comprende diverse sfaccettature, come la retribuzione dei dirigenti, il rispetto dei diritti degli azionisti e delle politiche aziendali, oltre al rispetto delle minoranze, all'indipendenza e alla composizione del Consiglio di amministrazione, ai controlli aziendali e al rispetto e alla trasparenza delle normative.

I concetti incorporati nell'acronimo "ESG" svolgono un ruolo significativo sia per le imprese e le organizzazioni che per i clienti: per le prime, forniscono indicazioni e orientano verso un percorso sostenibile, considerando sia gli acquisti di prodotti sia le decisioni di investimento che tengono conto degli aspetti legati alla

sostenibilità. Per i secondi, gli investimenti ESG offrono alle persone la possibilità di esprimere i propri principi e di osservare come i loro risparmi e investimenti riflettono direttamente le loro inclinazioni e priorità.

Successivamente può essere richiamato il documento intitolato “*Piano d'Azione per la finanza sostenibile*”, presentato a marzo del 2018 dalla Commissione Europea, il quale propone una serie di strategie e l’impegno di alcune misure volte a creare un sistema finanziario che favorisca uno sviluppo sostenibile dal punto di vista economico, sociale e ambientale. Queste iniziative mirano a supportare l'attuazione dell'Accordo di Parigi⁵² sui cambiamenti climatici e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile⁵³.

Seguendo questo percorso, quindi per incentivare l'integrazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti nei processi di investimento attuali e nelle attività di consulenza, il legislatore europeo ha ampliato il quadro normativo di riferimento, come vedremo anche in seguito, attraverso delle disposizioni.

La prima è il Regolamento (UE) 2020/852 che ha integrato nel contesto normativo europeo la tassonomia relativa alle attività economiche eco-compatibili. In questo modo si è iniziata a fare una classifica per identificare le attività che possono essere qualificate come sostenibili, seguendo gli obiettivi ambientali dell'Unione Europea. Di questo tratteremo di seguito.

Il secondo è il Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 che modifica il Regolamento Delegato (UE) 2017/565. Esso si concentra sulla struttura organizzativa e sulle circostanze operative delle società di investimento.

⁵² L’Accordo di Parigi è uno strumento giuridicamente vincolante nel quadro della Convenzione sul clima. È entrato in vigore il 5 ottobre 2016 dopo aver raggiunto il quorum di 55 Paesi, che generano il 55 per cento delle emissioni globali; url:

https://www.bafu.admin.ch/bafu/it/home/temi/clima/info-specialisti/clima--affari-internazionali/l_accordo-di-parigi-sul-clima.html#:~:text=L'Accordo%20di%20Parigi%20persegue,pari%20a%201%2C5%20gradi

⁵³ L’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d’azione per le persone, il pianeta e la prosperità sottoscritto nel settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell’ONU. Essa ingloba 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile – Sustainable Development Goals, SDGs – in un grande programma d’azione per un totale di 169 ‘target’ o traguardi. L’avvio ufficiale degli Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile ha coinciso con l’inizio del 2016, guidando il mondo sulla strada da percorrere nell’arco dei prossimi 15 anni: i Paesi, infatti, si sono impegnati a raggiungerli entro il 2030; url: <https://unric.org/it/agenda-2030/>

Successivamente, il Regolamento Delegato (UE) 2021/1257 modifica i Regolamenti Delegati (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359, concernenti i requisiti di controllo e gestione dei prodotti applicabili alle imprese assicurative e ai distributori di prodotti assicurativi. Questo regolamento influisce anche sulle normative relative al comportamento e alla consulenza riguardanti i prodotti di investimento assicurativi.

Infine, Direttiva delegata (UE) 2021/1269, che modifica la Direttiva delegata (UE) 2017/593, per quanto concerne l'integrazione dei fattori di sostenibilità nei requisiti di governance dei prodotti.

2.2.2 – Finanza sostenibile

Considerando il Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile, si può ricavare una definizione di finanza sostenibile che incorpori i tre termini rappresentati nell'acronimo "ESG":

“Per “finanza sostenibile” si intende generalmente il processo di tenere in debita considerazione, nell’adozione di decisioni di investimento, i fattori ambientali e sociali, per ottenere maggiori investimenti in attività sostenibili e di più lungo termine. [...] Le considerazioni di ordine sociale possono fare riferimento a questioni di ineguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e comunità. Le considerazioni di ordine ambientale e sociale sono spesso interconnesse, in particolare poiché i cambiamenti climatici possono esacerbare i sistemi di ineguaglianza in essere. La governance delle istituzioni pubbliche e private, comprese le strutture di gestione, le relazioni con i dipendenti e la retribuzione dei manager, svolge un ruolo fondamentale nel garantire l’inclusione delle considerazioni ambientali e sociali nel processo decisionale.”⁵⁴

L'ESG è stato sviluppato per rispondere alle esigenze specifiche del settore finanziario, con l'obiettivo principale di valutare, monitorare e apprezzare la competenza delle aziende nel generare un impatto positivo che abbracci le questioni ambientali, sociali e di governance, integrando così la creazione di valore.

⁵⁴ Cfr. Comunicazione della Commissione, “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”; Bruxelles, 8.3.2018; pagina 2

Il settore finanziario che considera i fattori ESG gioca un ruolo significativo, concentrando la sua attenzione principalmente sulla valutazione della sostenibilità e dell'impatto sociale legati a un'azienda o a un investimento.

Il settore finanziario ha acquisito crescente rilevanza nel supportare progetti e imprese in linea con i criteri ESG (Ambientali, Sociali e di Governance), come evidenziato dagli investimenti mirati in settori quali energie rinnovabili e infrastrutture sostenibili. Questi investimenti rivestono un ruolo fondamentale nella promozione della sostenibilità ambientale e del benessere sociale. Questa tendenza riflette l'urgente necessità di adottare prospettive aziendali e finanziarie orientate alla responsabilità sociale e ambientale.

Le motivazioni che possono spingere un investitore a scegliere questa tipologia di investimento si possono dividere in due macro-gruppi:

1. Le ragioni etiche, basate su principi morali che lo spingono a cercare di contribuire a un impatto positivo sull'ambiente e sulla società;

Infatti, le condizioni climatiche che coinvolgono tematiche come il riscaldamento globale e i suoi effetti stanno diventando sempre più oggetto di discussione e preoccupazione. Attraverso gli investimenti sostenibili, gli investitori hanno l'opportunità di promuovere cambiamenti significativi.

2. Le ragioni economico-finanziarie, che mirano a coinvolgere maggiormente il cliente riguardo agli aspetti ESG, al fine di accrescere il loro interesse e sensibilizzarli verso tali tematiche.

È lecito, dunque, affermare che i fattori sostenibili offrono all'investitore la possibilità di considerare il rischio associato agli investimenti. È ragionevole presumere che le aziende che non gestiscono in modo adeguato i loro impatti ambientali potrebbero essere esposte a rischi significativi, tra cui quelli legali, operativi e reputazionali. Quindi, la valutazione dei fattori ESG fornisce un supporto cruciale per una valutazione più dettagliata e precisa di tali rischi, contribuendo a una migliore comprensione degli impatti finanziari potenziali associati a queste variabili.

Questa dualità di motivazioni fornisce un'ampia e articolata visione delle ragioni dietro gli investimenti sostenibili, evidenziando il ruolo cruciale che essi giocano nella creazione di valore sia per gli investitori che per la società nel suo complesso. Inoltre, l'aumento delle normative a livello globale per l'adozione degli standard

ESG mira a rendere comuni e sempre più sviluppati questi tipi di investimenti. Tale tendenza indica una chiara direzione verso un quadro normativo che favorisce e promuove gli investimenti responsabili, considerando i fattori sostenibili.

L'integrazione della sostenibilità nelle decisioni di investimento rappresenta un cambiamento significativo nel panorama economico, con un duplice obiettivo: generare valore sia per gli investitori che per l'intera società, mirando a promuovere un impatto positivo non solo sul rendimento finanziario, ma anche sull'ambiente e sulla società nel suo complesso. È interessante notare come la sostenibilità stia assumendo un ruolo cruciale nel guidare in modo efficace le strategie a medio e lungo termine. Questo concetto mette in luce l'importanza crescente di considerare la sostenibilità come un elemento fondamentale nelle decisioni aziendali e negli investimenti finanziari per garantire un investimento nel futuro consapevole e responsabile.

Emerge chiaramente che attribuire maggiore importanza ai fattori ESG nelle decisioni di investimento può favorire una diffusa stabilità e una maggiore prevedibilità dei mercati finanziari. Quest'approccio non solo offre vantaggi agli investitori, ma beneficia anche tutti i partecipanti del mercato finanziario. In questo modo, si promuove un quadro che mira agli interessi comuni, riconoscendo l'interconnessione tra sostenibilità, decisioni di investimento e stabilità dei mercati globali.

Infine, è utile sottolineare che la particolarità dei fattori ESG risiede nel fatto che riguardano tematiche tradizionalmente estranee al campo finanziario; tuttavia, quando connesse, possono assumere una rilevanza significativa nel contesto finanziario.

2.2.2.1 – Tassonomia EU

L'Unione Europea ha delineato gli obiettivi climatici da raggiungere entro il 2030, consapevole del ruolo cruciale che gli investimenti privati possono svolgere nel promuovere cambiamenti significativi attraverso l'allocazione di risorse in progetti e attività sostenibili. Questo traguardo ha preso avvio con l'introduzione del piano d'azione sul finanziamento della crescita sostenibile, il quale ha evidenziato l'urgente necessità di istituire un sistema standardizzato per classificare le attività

economiche in base al loro grado di sostenibilità: la cosiddetta "Tassonomia dell'UE".

Il Regolamento UE 2020/852 introduce una struttura definita per identificare le attività che sostengono in modo significativo gli obiettivi ambientali dell'Unione Europea. Questo regolamento non solo agevola l'individuazione e la promozione delle attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale, ma costituisce anche uno strumento di classificazione per le attività economiche allineate non solo con l'obiettivo di raggiungere zero emissioni nette entro il 2050, ma anche con altri obiettivi ambientali cruciali oltre alla questione climatica.

La sua entrata in vigore ha stabilito un quadro chiaro e fondamentale, definendo quattro condizioni generali essenziali affinché un'attività possa essere considerata come tale. Questo atto normativo fornisce un orientamento cruciale per gli attori economici, delineando criteri chiari e rigorosi che rappresentano la base per identificare e sostenere le iniziative rispettose dei principi ambientali. La tassonomia dell'UE svolge un ruolo chiave nel favorire la transizione verso un'economia più sostenibile, promuovendo la consapevolezza e l'adozione di pratiche rispettose dell'ambiente. Inoltre, fornisce linee guida essenziali per orientare le decisioni e gli investimenti verso un futuro sostenibile e consapevole, contribuendo così alla realizzazione di obiettivi ambientali ambiziosi.

L'enfasi posta sull'allineamento con gli obiettivi ambientali e sul rispetto di clausole sociali cruciali mette in luce l'importanza di una visione integrata che consideri sia gli impatti ambientali sia quelli sociali delle attività economiche. La classificazione dell'UE costituisce un punto di riferimento per le imprese, gli investitori e le istituzioni pubbliche, offrendo un quadro unificato per definire le attività economiche conformi ai criteri ambientali sostenibili. Questo contribuisce in modo significativo a promuovere gli investimenti responsabili all'interno dell'UE, assicurando sicurezza agli investitori, prevenendo il greenwashing, incentivando il passaggio delle imprese a pratiche più sostenibili per l'ambiente e riducendo la frammentazione del mercato.

Secondo la valutazione della Commissione, c'è la convinzione che il coinvolgimento degli investimenti privati possa giocare un ruolo significativo nel promuovere cambiamenti verso un percorso più sostenibile. Per questo motivo, si attribuisce grande importanza agli investimenti sostenibili.

2.2.3 – BlackRock: sondaggio 2020

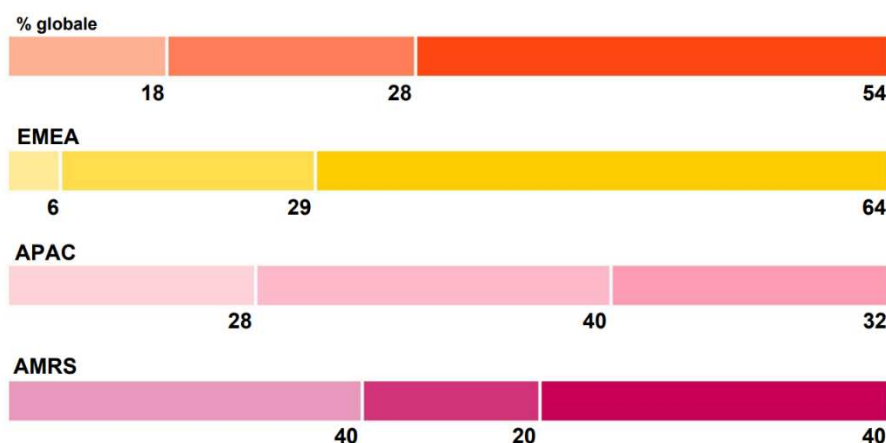
Alcuni risultati del sondaggio condotto nel 2020 dalla BlackRock sono degni di considerazione per comprendere la percezione dei fattori ESG da parte di coloro che sono coinvolti in investimenti di rilevanza significativa.

La BlackRock, considerata uno dei principali gestori di asset e fornitori di servizi di gestione degli investimenti a livello mondiale, ha intrapreso azioni volte a integrare la sostenibilità negli investimenti offerti, ritenendo che questa sia un fattore essenziale per la performance degli investimenti a lungo termine.

Il sondaggio è stato condotto attraverso servizi online e interviste telefoniche nell'ambito del Global Client Sustainable Investing Survey di BlackRock ai suoi clienti, ovvero 425 investitori in 27 paesi, al fine di comprendere la loro prospettiva sui fattori ESG, individuare le principali sfide che emergono nell'ambito degli investimenti sostenibili e identificare le aree in cui l'innovazione potrebbe favorire l'aumento della loro adozione. Tra gli investitori intervistati figurano piani pensionistici aziendali e pubblici, fondi sovrani, assicuratori, gestori patrimoniali, fondi di dotazione, fondazioni e gestori patrimoniali globali.

Una prima evidenza emerge sull'importanza attribuita agli investimenti sostenibili per quanto concerne i risultati finanziari (si veda nella figura 2.2). A livello globale, il 54% ritiene che tali investimenti siano di fondamentale importanza, mentre il 28% li considera di importanza media e il restante 18% non li reputa importanti. Tuttavia, a livello geografico, si osserva una variazione significativa di queste prospettive. Ad esempio, gli investitori provenienti dall'EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa) assegnano la massima importanza a tali investimenti, seguiti dall' APAC (Asia e dal Pacifico), mentre nell' AMRS (America del Nord e del Sud) si riscontra una parità di percentuali tra coloro che attribuiscono poca o molta importanza a questa tipologia di investimenti.

Figura 2.2 Sondaggio sugli investimenti sostenibili per i clienti globali



Fonte: BlackRock, Luglio – settembre 2020

Successivamente, dal sondaggio emerge che il 54% degli intervistati ha indicato la "scarsa qualità o disponibilità di dati e analisi ESG" come uno dei principali ostacoli all'adozione degli investimenti sostenibili, seguito dalla problematica relativa alla "scarsa qualità del reporting sugli investimenti sostenibili". Tali problematiche rivestono un'importanza cruciale poiché la mancanza di informazioni di qualità rappresenta un significativo ostacolo nell'indirizzare gli investimenti verso scelte più sostenibili. Infatti, la lacuna nella qualità dei dati e delle analisi impedisce agli investitori di valutare in modo completo gli impatti non finanziari delle loro decisioni di investimento.

Inoltre, la mancanza di un efficace sistema di reportistica potrebbe compromettere la comunicazione di informazioni essenziali agli investitori, ostacolando la fiducia e la comprensione necessarie per la diffusa adozione degli investimenti sostenibili.

Gli investitori sono stati interpellati anche per determinare a quale dei tre fattori ESG attribuiscono attualmente maggiore importanza e per esprimere le loro prospettive per i prossimi 3 o 5 anni. Dall'analisi dei dati emerge che attualmente il fattore ambientale risulta essere il più rilevante, seguito da quelli sociali e di governance, ed è altresì il settore in cui intendono investire maggiormente nel prossimo futuro seguito da quello Sociale e di Governance. Per quanto concerne le prospettive dei prossimi 3-5 anni, le maggiori previsioni di crescita si focalizzano sul Sociale accompagnata da una diminuzione, invece, della Governance. Le percentuali sono:

- Ambientale: 88% attualmente, 89% nei prossimi 3-5 anni
- Sociale: 52% attualmente, 58% nei prossimi 3-5 anni
- Governance: 60% attualmente, 53% nei prossimi 3-5 anni

Infine, i dati emergenti sull'integrazione dei fattori ESG negli investimenti indicano chiaramente un movimento verso un panorama finanziario orientato alla sostenibilità, in cui gli investitori non solamente valutano il rendimento economico, bensì considerano anche l'impatto ambientale e sociale delle loro decisioni finanziarie. Attualmente, il 75% dei partecipanti utilizza o potrebbe prendere in considerazione l'integrazione dei fattori ESG nel proprio portafoglio, mentre il 65% si mostra favorevole all'uso di filtri di esclusione come meccanismo chiave per gli investimenti sostenibili.

Questo sondaggio ci permette di capire che l'integrazione di fattori sostenibili nel portafoglio sottolinea la crescente consapevolezza, più o meno rimarcata a seconda del paese in cui ci si trova, degli investitori sull'importanza di includere parametri ESG per ottenere un impatto più positivo e duraturo. La propensione anche ad utilizzare i filtri di esclusione, che si basano sull'uso di criteri volti a escludere aziende o settori associati ad attività discutibili, rappresenta un chiaro interesse nell'implementare strategie mirate per sostenere valori specifici e promuovere cambiamenti socialmente responsabili.

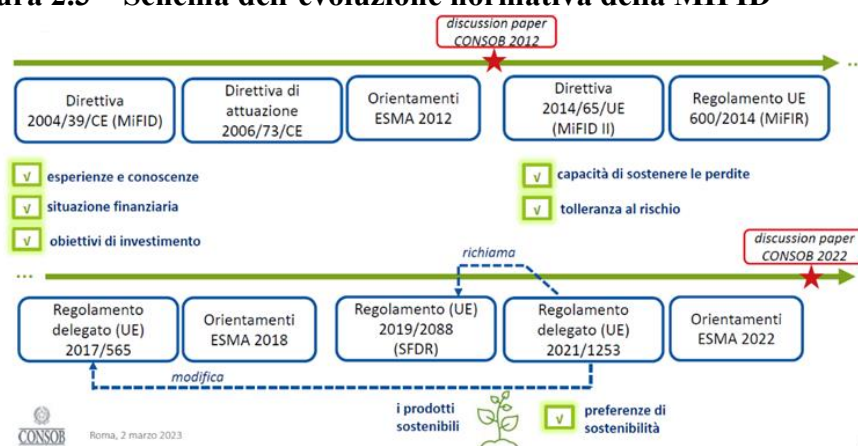
Ci stiamo dirigendo verso un contesto in cui le questioni legate alla sostenibilità vengono sempre più considerate. Sebbene l'origine di questi fattori risalga a molti anni fa, ci troviamo ancora nelle fasi iniziali dello sviluppo di tali tematiche. Pertanto, la presenza di ostacoli è giustificata, ma dovrebbe essere vista come una fase iniziale e non come un'abitudine.

2.3 – QUESTIONARIO MIFID

2.3.1 – Evoluzione del quadro normativo

Il questionario MiFID, introdotto per operare nell'interesse dei clienti e garantire una maggiore tutela, è stato soggetto a diverse modifiche in risposta ai principali cambiamenti normativi:

Figura 2.3 – Schema dell'evoluzione normativa della MIFID



Fonte: Discussion paper della CONSOB, nominato "Profilazione della clientela per la valutazione di adeguatezza"; marzo 2023

Il punto di partenza è rappresentato dalla direttiva 2004/39/CE, comunemente nota come "Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari" (MiFID), con cui il legislatore europeo ha avviato la regolamentazione della valutazione di adeguatezza. Questa direttiva ha introdotto l'obbligo per tutti gli operatori finanziari di sottoporre ai propri clienti un questionario dettagliato per profilare i loro profili.

Dal 2012, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) inizia a pubblicare diverse linee guida relative a specifici aspetti delle normative sull'adeguatezza.

Lo scopo principale di questi primi due orientamenti è fornire chiarimenti sull'applicazione di aspetti specifici legati ai requisiti di adeguatezza della MiFID II, al fine di garantire la loro uniforme e coerente implementazione. Come riportato

nella sezione “scopo” dei vari orientamenti *“Con questi orientamenti l’ESMA mira a promuovere una maggiore convergenza nell’interpretazione e negli approcci di vigilanza dei requisiti di adeguatezza della MiFID II, ponendo l’accento su diverse questioni importanti e rafforzando così il valore delle norme esistenti. Contribuendo a garantire che le imprese rispettino le norme, l’ESMA prevede un corrispondente rafforzamento della protezione dell’investitore.”*

Inoltre, è utile precisare che la pubblicazione degli orientamenti da parte dell’ESMA avviene nel 2012, 2018, 2021 e nel 2022;

Successivamente, con l’implementazione della Direttiva 2014/65/UE, conosciuta come MiFID II, le disposizioni relative alla valutazione dell’idoneità sono state ulteriormente rafforzate. Questo potenziamento è stato implementato in sinergia con il Regolamento dell’Unione Europea n. 600/2014, noto come MiFIR, con l’obiettivo di ottenere ulteriori miglioramenti in termini di protezione degli investitori e integrità dei mercati finanziari.

Oltre a quelle citate, a partire dal 10 marzo 2021, entra in vigore il Regolamento europeo 2019/2088 SFDR, conosciuto come *“Sustainable Finance Disclosure Regolamento”*. Questo regolamento stabilisce delle norme uniformi per la trasparente divulgazione dei rischi e per la considerazione degli impatti sfavorevoli sulla sostenibilità nelle decisioni relative alla consulenza sugli investimenti e alla gestione del portafoglio. L’attenzione è concentrata sulle situazioni o circostanze ambientali, sociali o di governance che, se si verificassero, potrebbero avere un notevole impatto negativo effettivo o potenziale sul valore degli investimenti.

Infine, la Normativa Delegata (UE) 2021/1253, emessa dalla Commissione Europea il 21 aprile 2021, introduce modifiche alla Normativa Delegata (UE) 2017/565. Il suo scopo principale è quello di incorporare elementi di sostenibilità, fattori decisionali e preferenza all’interno dei requisiti organizzativi e delle condizioni operative specifiche per le imprese di investimento

Il passaggio alla MIFID II ha come obiettivo principale una tutela maggiore del cliente in quanto l’intermediario si deve assicurare di *“[...] ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, per essere in*

grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati”⁵⁵

Considerando il regolamento delegato (UE) n. 2017/565, necessario per arrivare a quello del 2021, emerge l'obbligo per gli intermediari di acquisire dati specifici al fine di condurre la valutazione di adeguatezza:

- La valutazione del livello di conoscenza ed esperienza del cliente devono essere fatti riguardo:
 - a) *“i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza;*
 - b) *la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale sono state eseguite;*
 - c) *il livello di istruzione e la professione o, se pertinente, l'ex professione del cliente o del potenziale cliente.”⁵⁶*

- L'intermediario ha la possibilità di chiedere informazioni su:
 - a) *“dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito regolare;*
 - b) *le attività, comprese le attività liquide;*
 - c) *gli investimenti e beni immobili;*
 - d) *gli impegni finanziari regolari.”⁵⁷*

se ritiene che questi possano essere pertinenti per avere un quadro ancora più chiaro della sua situazione finanziaria.

- e) *“dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento;*
- f) *le preferenze in materia di rischio;*
- g) *il profilo di rischio;”*
- h) *le finalità dell'investimento.*⁵⁸

⁵⁵ Cfr. Direttiva 2014/65/EU MIFID II, art 25 “Valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza e comunicazione ai clienti”, comma 2

⁵⁶ Cfr. Regolamento delegato (UE) n. 2017/565, art. 55 “Disposizioni comuni per la valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza”, comma 1

⁵⁷ Cfr. Regolamento delegato (UE) n. 2017/565, art 54 “Valutazione dell’idoneità e relazioni sull’idoneità”, comma 4

⁵⁸ Cfr. Regolamento delegato (UE) n. 2017/565, art 54 “Valutazione dell’idoneità e relazioni sull’idoneità”, comma 5

Se ritiene che siano utili a comprendere quali possono essere gli obiettivi di investimento del cliente.

Bisogna fare un'osservazione riguardo ai consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria in quanto per loro vige l'obbligo di fornire *“il servizio di consulenza in materia di investimenti sulla base di un contratto scritto”*⁵⁹

Dopo la raccolta di tutte le informazioni l'intermediario si occupa di completare la profilatura per poi comunicare al cliente in quale tipologia di gruppo appartiene, quindi al dettaglio, professionale o qualificato, dando sempre la possibilità di cambiare qualora lo desideri e se ne ha la possibilità.

2.3.2 – Modifiche Orientamento ESMA

Tutte le varie direttive viste, quindi, portano ad un aggiornamento dell'Orientamento ESMA, introducendo l'obbligo per gli intermediari di considerare le preferenze di sostenibilità dei clienti durante il processo di profilazione. Questo cambiamento ha portato la Commissione Europea a modificare la direttiva MiFID II al fine di integrare i fattori legati alla sostenibilità.

La modalità attraverso cui si attua questo aggiornamento è rappresentata dai questionari: infatti, ai clienti viene richiesto di esprimere le proprie conoscenze e preferenze in materia di ESG tramite il questionario MiFID II.

Tenendo conto delle linee guida dell'ESMA, uno degli Orientamenti più significativi è rappresentato da quello del 2018, il quale ha introdotto miglioramenti rispetto a quello del 2012. Quest'ultimo presentava diverse critiche nei questionari utilizzati per valutare la tolleranza al rischio e la capacità finanziaria di gestire situazioni a rischio. Inoltre, metteva in luce la possibile incongruenza nella classificazione di un individuo in base al questionario impiegato.

Per apportare tali modifiche, l'ESMA ha adottato l'approccio della finanza comportamentale, concentrandosi sull'importanza degli elementi che possono influenzare il comportamento degli investitori quando l'intermediario raccoglie le informazioni.

⁵⁹ Cfr. Regolamento intermediari, adottato con la delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018, Art. 166 *“Contratto di consulenza in materia di investimenti”*, comma 1

Gran parte dell'attenzione viene posta sul concetto di “autovalutazione” in quando si sottolinea l'importanza per gli intermediari di dotarsi di strumenti adeguati a garantire l'affidabilità e la coerenza delle informazioni acquisite dai loro clienti, evitando un eccessivo affidamento sull'autovalutazione⁶⁰. Il problema in questione non si pone naturalmente per le informazioni di carattere socio-demografiche, come l'età, il genere, l'occupazione, ecc..) in cui una autovalutazione del cliente è necessaria.

L'importanza attribuita a questa tematica è giustificata dalla presenza di numerosi studi, come quello della Consob del “*Report on financial investments of italian households*” del 2018 in cui si afferma che “*la conoscenza finanziaria effettiva e quella percepita mostrano alcuni disallineamenti, come evidenziato sia dall'autovalutazione ex-ante (prima di testare la propria effettiva alfabetizzazione, oltre il 40% degli intervistati si considera altamente informato) sia dall'autovalutazione ex-post (cioè l'autovalutazione dopo il test)*”⁶¹; quindi questo implica che l'autovalutazione potrebbe generare una rappresentazione inaccurata delle reali esperienze e conoscenze finanziarie, e per questo motivo dovrebbe essere evitata il più possibile.

Tuttavia, l'Orientamento contempla anche la possibilità che avvenga, a condizione che si seguano quattro criteri oggettivi:

1. *“invece di chiedere a un cliente se comprende i concetti di trade off rischio/rendimento e diversificazione del rischio, l'impresa potrebbe presentare alcuni esempi pratici di situazioni che possono concretizzarsi, ad esempio mediante grafici o scenari positivi e negativi;*
2. *invece di chiedere a un cliente se ritiene di avere sufficiente esperienza per investire in alcuni prodotti, l'impresa potrebbe chiedergli con quali tipi di prodotti ha familiarità, a quando risale la sua esperienza di negoziazione e qual è la sua frequenza;*
3. *invece di chiedere ai clienti se ritengono di disporre di fondi sufficienti per effettuare investimenti, l'impresa potrebbe chiedere loro di fornire informazioni concrete sulla loro situazione finanziaria, ad esempio la fonte*

⁶⁰ Ai sensi del Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II, 06/11/2018; I.I Informazioni ai clienti sullo scopo della valutazione dell'adeguatezza, punto 44

⁶¹ Report 2018, sezione “Conoscenza finanziaria e propensione al rischio”; Cfr. Consob “Rapporto 2018 sugli investimenti finanziari delle famiglie italiane”; Sito: www.consob.it; url: https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rf/-/asset_publisher/45Riev4mErvY/content/20-2/718268

di reddito regolare e se esistono passività in essere (prestiti bancari o altri debiti che possono avere un impatto significativo sulla valutazione della capacità del cliente di sostenere finanziariamente eventuali rischi e perdite connesse all'investimento);

4. *invece di chiedere a un cliente se si sente in grado di sostenere un rischio, l'impresa potrebbe chiedere quale livello di perdita il cliente è disposto ad accettare in un determinato periodo*⁶²

Oltre al concetto di autovalutazione, un'altra novità consiste nel fatto che l'intermediario deve condurre un'analisi sui clienti riguardante concetti finanziari fondamentali, come la valutazione del rischio degli investimenti (incluso il rischio di concentrazione) e l'equilibrio tra rischio e rendimento, al fine di comprendere il livello della loro conoscenza in materia. Infatti, *“le imprese dovrebbero prendere in considerazione l'utilizzo di esempi indicativi e comprensibili dei livelli di perdita/ritorno che possono sorgere a seconda del livello di rischio assunto e valutare la risposta del cliente a tali scenari”*⁶³

La focalizzazione su questi concetti evidenzia che in passato, all'interno dei questionari MIFID, mancavano domande riguardanti la comprensione dei concetti finanziari fondamentali per valutare la conoscenza del cliente.

La CONSOB, tramite studi successivi e rapporti, ha ulteriormente ampliato le variabili da considerare per fornire al cliente gli strumenti necessari. Tale processo consiglia i migliori obiettivi da promuovere e le decisioni da prendere in base al suo profilo, il quale include variabili come età, stato sentimentale, grado di pazienza e ansia finanziaria.⁶⁴

Tutto ciò comporta un beneficio di notevole rilevanza: l'instaurarsi di una maggiore fiducia da parte del cliente verso l'intermediario, contribuendo così a gestire in modo più efficace le situazioni di difficoltà che il cliente potrebbe incontrare a causa delle fluttuazioni di mercato.

⁶² Cfr. ESMA, “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II”, 06/11/2018, art. 46

⁶³ Cfr. ESMA, “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II”, 06/11/2018, art. 31

⁶⁴ È possibile trovare tutte queste analisi del sito della CONSOB, intitolato “Rapporto sugli investimenti finanziari delle famiglie italiane”; url: <https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/report-on-investments-households>

Un'ulteriore innovazione riguarda il richiamo ai criteri ESG (ambientali, sociali, di governance), che impone la raccolta di informazioni sulle preferenze del cliente riguardo agli aspetti ambientali, sociali e di governance. Questo argomento sarà affrontato più approfonditamente in seguito.

Come già citato precedentemente un'ulteriore novità è la considerazione della tolleranza al rischio da parte del cliente. Come riportato dalla Consob essa è “*la capacità emotiva di assumere rischio e affrontare situazioni di incertezza (rischio soggettivo)*” e per ognuno “*dipende tipicamente da molteplici fattori, quali la personalità e le inclinazioni individuali, lo specifico stato emotivo, il genere, il livello di cultura finanziaria.*”⁶⁵ L'articolo rilevante da considerare è il 47 dell'Orientamento 2018.

Il testo evidenzia in modo chiaro l'importanza cruciale che le imprese devono attribuire, usufruiscono del questionario, alla valutazione della tolleranza al rischio dei propri clienti nell'ambito degli investimenti. Viene sottolineato il ruolo non solo della comprensione dei profili di rischio/rendimento ideali per gli investimenti futuri, ma anche della considerazione della percezione soggettiva del rischio da parte del cliente.

Considerate le importanti modifiche apportate dall'ESMA agli “*Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*” del 2012, emerge che, per la creazione di un questionario MIFID aggiornato al fine di profilare la clientela, sono state considerate diverse influenze provenienti dalla finanza comportamentale e dall'analisi psicologica.

Nella progettazione dei questionari per valutare l'adeguatezza degli investimenti gli intermediari devono comprendere i motivi che potrebbero portare gli investitori a fornire risposte non corrette. Questa consapevolezza è fondamentale poiché consente alle aziende di adottare strategie mirate per migliorare l'efficacia dei questionari, garantendo una valutazione più accurata e affidabile dei profili di rischio e delle esigenze degli investitori.

Per fornire istruzioni specifiche riguardo alla compilazione dei questionari, “*si dovrebbe prestare attenzione alla chiarezza, all'eshaustività e alla comprensibilità del questionario, evitando di utilizzare un linguaggio fuorviante, confuso,*

⁶⁵ Cfr. Consob “rischio e rendimento”; Sito: www.consob.it; url: <https://www.consob.it/web/investor-education/rischio-e-rendimento>

impreciso ed eccessivamente tecnico. Il formato dovrebbe essere accuratamente elaborato e dovrebbe evitare di orientare le scelte degli investitori” tramite caratteri o interlinea. *“Si dovrebbero evitare le domande a batteria (raccolta di informazioni su una serie di punti attraverso un’unica domanda, in particolare in sede di valutazione delle conoscenze, dell’esperienza e della tolleranza al rischio). Le imprese dovrebbero considerare attentamente l’ordine in cui pongono le domande per raccogliere le informazioni in modo efficace”*. Infine, per *“garantire la raccolta delle informazioni necessarie, generalmente i questionari non dovrebbero prevedere la possibilità di non rispondere (soprattutto quanto si raccolgono informazioni sulla situazione finanziaria dell’investitore).”*⁶⁶

Si può, dunque, affermare che il suggerimento di evitare l'autovalutazione, per la tolleranza al rischio, e l'idea di porre domande specifiche riguardanti le preferenze personali dei clienti, in situazioni di incertezza del rischio, sono punti fondamentali. Inoltre, l'utilizzo di strumenti visivi come grafici, percentuali o dati concreti per comprendere come il cliente reagirebbe in situazioni di calo del valore del suo portafoglio è una pratica consigliata.

Agli intermediari viene concessa la possibilità di utilizzare questionari anche in formato digitale, assumendosi l'impegno di garantire la comprensione delle domande poste ai clienti e adottando metodi accurati per raccogliere dati essenziali. Quest'approccio mira ad ottenere le informazioni necessarie per valutare l'adeguatezza delle azioni e dei servizi offerti, dimostrando un impegno verso la soddisfazione del cliente e l'ottimizzazione dell'offerta aziendale.

2.3.3 – L'Integrazione della Sostenibilità

Come già accennato, il regolamento delegato 2021/1253 ha apportato delle modifiche al regolamento delegato (UE) 2017/565 integrando dei fattori dei rischi e delle preferenze di sostenibilità.

Il recente regolamento impone alle imprese di consulenza finanziaria di fornire ai clienti informazioni dettagliate sugli strumenti finanziari, inclusi i criteri di sostenibilità utilizzati nella loro selezione. È altresì essenziale garantire che le raccomandazioni di investimento siano coerenti con gli obiettivi e la propensione al rischio del cliente, tenendo conto anche degli aspetti legati alla sostenibilità.

⁶⁶ Cfr. ESMA, “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II”, 06/11/2018, art. 25

La presentazione di tali argomenti implica la necessità che il personale abbia competenze e conoscenze riguardanti i criteri delle preferenze legate alla sostenibilità. Di conseguenza, le aziende devono garantire una formazione adeguata.

Nonostante l'importanza sempre maggiore delle questioni legate alla sostenibilità, l'intermediario è tenuto a valutare inizialmente l'adeguatezza del cliente, prendendo in considerazione criteri relativi alle conoscenze, all'esperienza, alla situazione finanziaria e ad altri obiettivi di investimento, prima di esaminare le preferenze legate alla sostenibilità. Quindi, una volta definita la gamma di prodotti idonei attraverso questa valutazione, è possibile procedere identificando il prodotto desiderato e raccogliendo delle informazioni.

Dopo aver definito la gamma di prodotti idonei attraverso la valutazione, è possibile procedere all'identificazione del prodotto desiderato e alla raccolta delle seguenti informazioni:

Si verifica se il cliente ha preferenze di sostenibilità (sì/no). Nel caso di risposta affermativa, si verifica se queste preferenze riguardano uno o più aspetti specifici descritti nelle lettere a), b) o c) della definizione secondo l'articolo 2, paragrafo 7, del regolamento delegato MiFID II. Per gli aspetti a) e b), si rileva la quota minima. Per quanto riguarda l'aspetto c), vengono identificati i principali effetti negativi (PAI - principal adverse impacts) che devono essere presi in considerazione, inclusi i criteri quantitativi o qualitativi a supporto di tale valutazione.”⁶⁷

Per una maggiore chiarezza le tre lettere citate nell'articolo sono le seguenti:

- a) *“uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti ecosostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio⁶⁸;*
- b) *uno strumento finanziario per il quale il cliente o il potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti sostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 17, del regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio⁶⁹;*

⁶⁷ Ai sensi dell'articolo 26, pagina 11 dell'ESMA, “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II” 2023

⁶⁸ «investimento ecosostenibile»: un investimento in una o più attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi del presente regolamento

⁶⁹ «efficienza energetica»: l'utilizzo più efficiente dell'energia in tutte le fasi della catena dell'energia, dalla produzione al consumo finale

c) *uno strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tale presa in considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente;*”

Questo approccio richiede alle imprese di adottare strategie comunicative accessibili, evitando l'impiego di linguaggio tecnico e fornendo una spiegazione chiara delle diverse sfaccettature legate alle preferenze di sostenibilità. Questo consentirebbe ai consumatori di comprendere appieno l'impatto delle proprie scelte sull'ambiente, sulla società e sulla governance aziendale. Inoltre, è cruciale una comunicazione trasparente e inequivocabile nella distinzione tra prodotti sostenibili e non sostenibili, al fine di consentire ai consumatori di effettuare scelte consapevoli e informate.

Se il cliente dichiara di non avere preferenza riguardo alla sostenibilità o non risponde affatto, l'intermediario può considerare il cliente come “*neutrale sul tema della sostenibilità*” e può consigliare sia prodotti con caratteristiche sostenibili sia prodotti privi di tali caratteristiche.

Gli intermediari, al fine di valutare gli aspetti legati alla sostenibilità dei prodotti e adattarli alle preferenze sostenibili del cliente, hanno la possibilità di classificare e raggruppare, in modo coerente con l'analisi condotta sul cliente, gli strumenti finanziari inclusi nella loro gamma di prodotti offerti. La classificazione comprende innanzitutto la “*quota investita in attività economiche considerate ecosostenibili (secondo la definizione di cui all'articolo 2, punto 1, del regolamento sulla tassonomia*”, poi la “*quota di investimenti sostenibili (secondo la definizione di cui all'articolo 2, punto 17, del SFDR)*” e viene considerata l'analisi “*dei principali effetti negativi e di altre caratteristiche della sostenibilità ambientale, sociale e di governance.*”⁷⁰

Il cliente ha la possibilità di modificare le proprie preferenze riguardo alla sostenibilità nell'ambito della consulenza sugli investimenti; tuttavia, tali modifiche non devono incidere sul profilo complessivo del cliente e devono essere documentate nel rapporto sull'adeguatezza, soggette a una procedura di monitoraggio.

L'ESMA offre all'intermediario la possibilità di consigliare un prodotto che

⁷⁰ Cfr. ESMA “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II” del 2023, art. 73, pagina 25

potrebbe non rispettare perfettamente le preferenze iniziali di sostenibilità del cliente; tuttavia, affinché ciò avvenga, il cliente deve aver prima aggiornato le proprie preferenze sulla sostenibilità. Inoltre, sia la motivazione che guida l'intermediario nel fornire tale consiglio sia la decisione presa dal cliente devono essere documentate nella relazione sull'adeguatezza.

È fondamentale sottolineare che questa opportunità si applica soltanto alle preferenze legate alla sostenibilità. Per quanto concerne gli altri criteri di valutazione dell'adeguatezza, il prodotto deve comunque rispecchiare il profilo del cliente; se non lo fa, non dovrebbe essere consigliato.

In questo contesto, coloro che si occupano della gestione di patrimoni *“devono essere consapevoli del fatto che, mentre le preferenze di sostenibilità a breve termine possono cambiare nel tempo un’adeguata valutazione della sostenibilità del cliente dovrebbe catturare accuratamente le preferenze a lungo termine, eliminando la necessità di esclusioni e di operazioni in corso che potrebbero avere un impatto negativo sulla performance del portafoglio del cliente”*⁷¹.

2.3.4 – L’Analisi della Struttura

La normativa relativa al questionario MiFID concede a tutti gli operatori finanziari la libertà di selezionare le tipologie di domande da porre ai propri clienti durante il processo di profilazione. Tuttavia, queste entità sono tenute a seguire linee guida specifiche. Il questionario è suddiviso in sezioni ben definito per agevolare la concentrazione del lettore su un argomento alla volta:

- Dati anagrafici;
- Esperienza finanziaria e conoscenze possedute in materia di investimenti;
- Obiettivi di investimento e la propensione al rischio;
- Situazione finanziaria;
- Preferenze in materia di sostenibilità.

⁷¹ Cfr. Network Digital 360; “Gestioni patrimoniali e Mifid II: la sfida Esg si vince con gli algoritmi”, sito: <https://www.esg360.it/>; url: <https://www.esg360.it/esg-world/gestioni-patrimoniali-e-mifid-ii-la-sfida-esg-si-vince-con-gli-algoritmi/>

Inoltre, “*nella maggior parte dei casi, il questionario contiene un preambolo che ne spiega le finalità e identifica la normativa di riferimento ai sensi della quale l'intermediario raccoglie informazioni personali sul (potenziale) cliente.*”⁷²

Dallo studio condotto dalla CONSOB emerge che due terzi delle domande sono organizzate in categorie tematiche omogenee, agevolando così la concentrazione del lettore su un argomento alla volta. La sequenza dei quesiti colloca quelli più complessi in posizioni intermedie, evitando di mettere i soggetti in difficoltà all'inizio dell'intervista o alla fine. Al di fuori di tali circostanze, la difficoltà delle domande talvolta segue una progressione decrescente, mentre in altri casi non segue un modello definito.

Le domande presenti nelle diverse sezioni, insieme alle informazioni disponibili sul cliente, rivestono un'importanza fondamentale poiché costituiscono una condizione essenziale per la definizione del “*Profilo Finanziario*” da parte dell'intermediario. Questo profilo è cruciale per la prestazione di servizi e consigli di investimento, nonché valutare l'adeguatezza degli investimenti in base alle effettive esigenze e obiettivi del cliente.

Le informazioni raccolte, aventi una validità massima di tre anni, devono essere complete, veritiere e aggiornate. Infatti, nel caso in cui le preferenze dovessero cambiare o se il cliente necessitasse di un aggiornamento, è fondamentale comunicarlo al proprio intermediario per dargli la possibilità di garantire la coerenza tra i servizi forniti e le reali necessità del cliente nel tempo.

Le informazioni raccolte, con una validità massima di tre anni, devono essere complete, veritiere e affidabili. È essenziale comunicare al proprio intermediario eventuali cambiamenti nelle preferenze o necessità di aggiornamento, al fine di garantire la coerenza tra i servizi offerti e le effettive esigenze del cliente nel corso del tempo.

I fattori che vanno ad incidere direttamente sugli obiettivi del cliente sono:

- Orizzonte temporale

Per “*orizzonte temporale*” si intende il periodo per cui il cliente intende mantenere gli investimenti effettuati. Questo parametro è soggettivo e dipende dalle esigenze individuali del cliente: se il cliente ha intenzione di investire per un breve periodo,

⁷² Cfr. Consob, novembre 2022. “*Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso*”; pagina 29, sezione 4.3 “*Struttura*”

è consigliabile adottare un basso livello di rischio. Al contrario, se l'orizzonte temporale si estende nel lungo termine, il cliente potrebbe essere incline ad accettare rischi maggiori. Gli investimenti con un grado di rischio superiore possono generare guadagni maggiori rispetto a quelli a rischio inferiore, poiché un rischio maggiore potenzialmente può condurre a rendimenti più elevati.

- Prospettiva del rischio

La prospettiva del rischio si riferisce al livello di tolleranza del cliente verso eventuali perdite finanziarie derivanti da fluttuazioni negative del mercato. Se il cliente ha una propensione al rischio, sarà più incline ad accettare possibili perdite finanziarie dovute a significative variazioni di mercato. Al contrario, se è avverso al rischio, l'intermediario finanziario deve cercare di selezionare investimenti che permettano di minimizzare il potenziale per perdite di capitale.

- Aspettativa di rendimento

L'aspettativa di rendimento riguarda lo stretto legame esistente tra i rendimenti e i rischi finanziari. È cruciale comprendere che, sebbene la ricerca di rendimenti più elevati possa essere allettante, ciò comporta una correlata esposizione a rischi maggiori. Avere consapevolezza di questa relazione risulta fondamentale per prendere decisioni finanziarie informate e per adottare strategie d'investimento mirate a trovare un equilibrio ottimale tra obiettivi di rendimento desiderati e livelli di rischio accettabili.

Con i vari Regolamenti Delegati visti precedentemente si aggiunge un ulteriore fattore:

- Sostenibilità in materia di investimenti

Dato l'incremento dell'importanza della finanza sostenibile nel settore bancario, le istituzioni finanziarie stanno adottando un approccio più consapevole e responsabile verso le sfide ambientali e sociali globali. Diverse istituzioni hanno avviato un impegno sempre maggiore per promuovere una maggiore consapevolezza riguardo all'ambiente, alla società e alla governance aziendale, riflettendo così un crescente interesse nel considerare gli aspetti ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) come parte integrante delle strategie di investimento.

Di conseguenza, gli intermediari finanziari hanno cominciato a categorizzare i prodotti finanziari non soltanto considerando il rischio e la complessità, ma anche valutando i fattori di sostenibilità che questi prodotti incorporano. L'inclusione dei principi di sostenibilità nell'offerta di consulenza testimonia l'adesione a un

approccio mirato ad orientare azioni e decisioni verso un impatto positivo e sostenibile per tutte le parti coinvolte.

A tale proposito, si definisce «investimento sostenibile»:

“L’investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, l’impiego di energie rinnovabili, l’utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l’uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l’impatto sulla biodiversità e l’economia circolare o un investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l’integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali;”⁷³

Alcuni questionari possono avere anche una parte dedicata alle:

- Esigenze Assicurative

Si considerano le necessità assicurative dei clienti nell'ambito degli investimenti finanziari. L'utilizzo del questionario come strumento per raccogliere informazioni sull'assicurazione offre al cliente la possibilità di esprimere le proprie esigenze in modo chiaro e dettagliato, l'intermediario attraverso questo processo, dimostra un impegno verso una consulenza finanziaria personalizzata, consentendo l'integrazione delle esigenze assicurative nei suggerimenti e nelle raccomandazioni offerte, il che contribuisce a garantire una gestione più completa e mirata del portafoglio del cliente.

Attraverso l'analisi e l'interpretazione delle informazioni riguardanti la conoscenza e l'esperienza finanziaria, l'intermediario è in grado di valutare attentamente la coerenza degli ordini dei clienti relativi ai prodotti finanziari con il proprio livello

⁷³ Cfr. Regolamento SFDR (UE) 2019/2088; Art. 2 “Definizioni”, punto 17

di competenza, fornendo una consulenza adeguata. Questa valutazione si estende agli ordini che coinvolgono strumenti finanziari complessi, nonché alla ricezione, trasmissione e allocazione di tali strumenti, considerando anche quelli riconducibili al contesto della sostenibilità finanziaria.

In definitiva, l'esperienza acquisita nel settore degli investimenti finanziari senza dubbio rappresenta un fattore fondamentale nell'arricchire le competenze finanziarie del cliente. Questa esperienza, ottenuta tramite l'interazione con diversi prodotti e strumenti finanziari, permette di sviluppare una prospettiva più approfondita e una comprensione più ampia del funzionamento dei mercati finanziari.

INDAGINE SULLE PREFERENZE DEI FATTORI ESG

3.1 – ANALISI EMPIRICA

3.1.1 – Approccio Metodologico e Sezioni del Questionario

In questo capitolo viene esaminato un questionario, denominato “Preferenze sugli investimenti sostenibili”, somministrato a un campione di 100 individui partendo da Luglio 2023 in Italia e all'estero, divulgato attraverso sia i vari social sia il passa parola, garantendone l'anonimato. Nello specifico i questionari sottoposti ad un campione di nazionalità italiana sono 83 e la restante parte, ovvero 17, è stato sottoposto a soggetti di diversa nazionalità.

La struttura del questionario è divisa in tre parti:

1. Domande di tipo sociodemografiche
2. Domande sulla parte finanziaria
3. Domande sulle conoscenze e sulle preferenze della sostenibilità in cui rientrano anche le specifiche domande prese dai questionari bancari.

L'obiettivo di questo studio è duplice. In primo luogo, si è condotta un'analisi per verificare quante banche, tra quelle di cui è stato possibile ottenere il questionario MIFID, hanno adottato il proprio in conformità al Regolamento Delegato (UE) n. 2021/1253. Tale regolamento impone agli intermediari finanziari e ai consulenti l'obbligo di adattare i questionari alle preferenze di sostenibilità degli investitori, allo scopo di condurre verifiche sull'adeguatezza, sia per quanto riguarda l'offerta dei servizi di consulenza in materia di investimenti sia per la gestione individuale di portafogli.

In secondo luogo, si è voluta condurre un'analisi al fine di valutare, in parte, il livello di conoscenza delle persone riguardo agli argomenti finanziari e, principalmente, focalizzarsi sui fattori sostenibili, mettendo i soggetti di fronte a una situazione ipotetica in cui devono prendere decisioni di investimento per valutare l'importanza attribuita ai fattori ESG. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, è importante precisare che lo studio si concentra sulle preferenze di sostenibilità degli individui, tuttavia, poiché tali preferenze riguardano investimenti ipotetici, sono state incluse anche domande volte a verificare le loro conoscenze finanziarie.

Nel perseguire il primo obiettivo, è stato possibile mettersi a contatto con sette banche, cui nomi non verranno menzionati per preservare l'anonimato come indicato nelle condizioni di richiesta per ottenere i questionari. Ognuna di queste banche ha fornito il proprio questionario Mifid. Sebbene tutte e sette abbiano integrato domande sulle preferenze sostenibili, la distinzione principale tra di esse risiede principalmente nel numero di domande relative a questo specifico argomento:

Numero domande	%
3/7	43%
2/7	29%
1/7	14%
1/7	14%

Riguardo alle tipologie di domande, la maggior parte consiste in quesiti riguardanti la percentuale di investimento che i soggetti intendono dedicare ai fattori ESG. Alcune domande mirano a identificare quale dei tre fattori ESG si intende privilegiare, mentre un numero limitato chiede esplicitamente se vi è interesse per questi fattori e a che livello si colloca tale interesse: alto, medio, basso o nullo.

Per la creazione del questionario “Preferenze sugli investimenti sostenibili” sono state selezionate cinque domande dei questionari. La prima domanda valuta se l’investitore è interessato o meno agli investimenti sostenibili. Segue la scelta prioritaria tra i tre fattori ESG. Successivamente, si richiede di specificare la percentuale di importanza da attribuire ai prodotti che considerano i fattori di sostenibilità e a quelli che contemplan gli effetti negativi principali. Infine, si richiede il livello di interesse dell’investitore verso i temi legati alla sostenibilità ambientale.

La parte finanziaria ha considerato le risposte del questionario Edufin del 2022, utilizzato dal Comitato Edufin insieme a Doxa per redigere il Rapporto Edufin 2022 intitolato "Educazione finanziaria: strumento di orientamento in tempi di incertezza". Questo rapporto mira ad assistere i cittadini nello sviluppo di conoscenze riguardanti argomenti quali assicurazioni, previdenza e gestione delle risorse finanziarie personali e familiari.

Il questionario Edufin del 2022 è formato da sessantasei domande divise in diverse sezioni con dei titoli per racchiudere le tipologie di quesiti che si riferiscono dallo stesso campo.

Per la creazione del nostro questionario sono state scelte dieci domande rispettivamente appartenenti alle seguenti categorie:

Categorie	Motivazioni scelte
Fonti informative	Chiedendo quali siano le fonti di informazione alle quali gli individui fanno ricorso per prendere decisioni finanziarie
Digitalizzazione e Cyber Security	Cercando di comprendere quanto fiducia gli individui ripongono nei dispositivi digitali per effettuare operazioni come trasferimenti di denaro, gestione del proprio conto corrente o acquisizione di strumenti finanziari
Tratti individuali	Per comprendere l'avversione al rischio degli individui quando vengono chieste valutazioni sulla propria propensione al rischio, sulle conoscenze finanziarie e sul livello di consapevolezza finanziaria che ritengono di possedere. Vengono proposte anche diverse tematiche, quali inflazione, tasso di interesse e diversificazione del rischio. I soggetti devono esprimere se hanno familiarità con tali argomenti o se ne sono solo a conoscenza per sentito dire.
Educazione finanziaria	Per verificare se hanno mai partecipato a iniziative finanziarie e, in tal caso, chi ne è stato l'organizzatore.
Sostenibilità	Introducendo il concetto di sostenibilità, si propongono due domande mirate al fine di valutare la conoscenza riguardo ai fattori ESG.

3.1.2 – Discussione e Analisi risultati

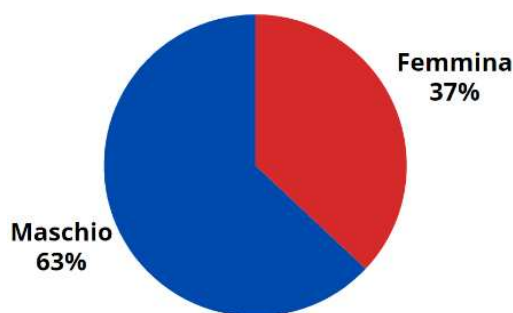
Il questionario è stato sviluppato utilizzando "Google Forms", che elabora automaticamente le percentuali delle varie risposte insieme ai relativi grafici, quali areogrammi circolari e istogrammi. Successivamente, i dati sono stati trasferiti in un foglio Excel per raggruppare le risposte di ciascuna domanda con un numero identificativo univoco. Questo passo è stato eseguito al fine di consentire l'elaborazione di analisi bivariante attraverso l'uso del software "Stata", al fine di formulare considerazioni adeguate.

Per quanto riguarda le tre tipologie di sezioni delle domande citate all'inizio del capitolo, è possibile considerare alcuni dati rilevanti che saranno utili anche per l'analisi delle variabili bivariante.

In merito alle prime, di carattere sociodemografico, emergono i seguenti risultati riportati.

Per quanto concerne il genere come riportato nella figura 3.1, il 63% degli intervistati è di sesso maschile, mentre il restante 37% è di sesso femminile.

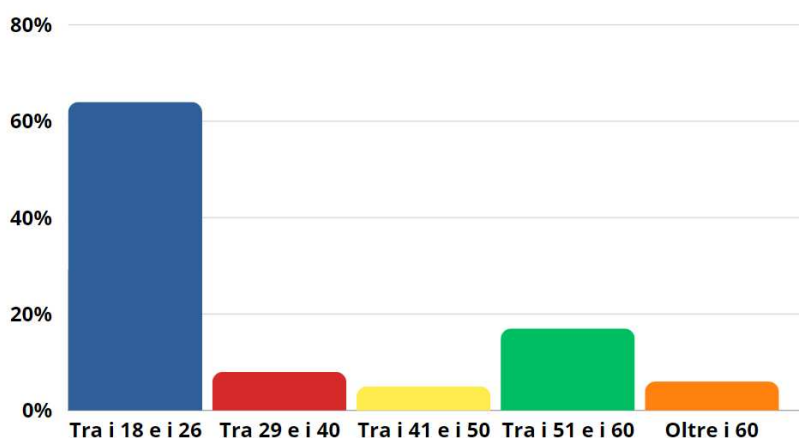
Figura 3.1 – Rappresentazione grafica del genere del questionario



Fonte: Nostre elaborazioni

Nella figura 3.2 si può notare che il campione più numeroso, corrispondente al 64%, rientra nella fascia di età compresa tra i 18 e i 26 anni. Seguono l'8% che appartiene alla fascia tra i 29 e i 40 anni, il 5% tra i 41 e i 60 anni, il 17% tra i 51 e i 60 anni, e infine il 6% rappresenta gli individui con un'età superiore ai 60 anni.

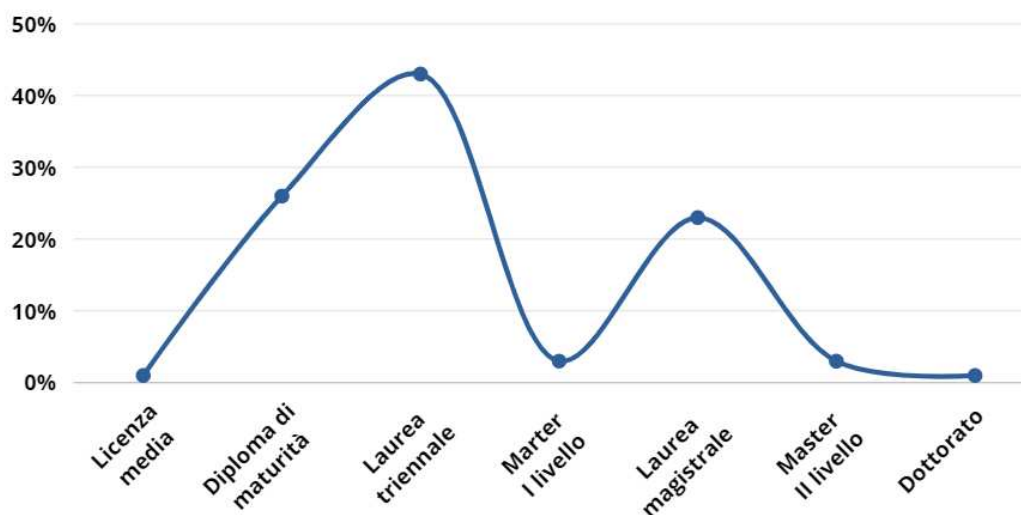
Figura 3.2 – Rappresentazione grafica dell'età degli individui del questionario



Fonte: Nostre elaborazioni

Per quanto riguarda i titoli di studio conseguiti, rappresentati nella figura 3.3, si osservano le seguenti percentuali: il 26% ha conseguito il diploma di maturità, il 43% ha come ultimo titolo di studio la Laurea Triennale e il 23% ha ottenuto il diploma della Laurea Magistrale.

Figura 3.3 – Rappresentazione grafica del titolo di studio del questionario



Fonte: Nostre elaborazioni

Infine, in termini di reddito familiare netto annuo:

- il 24% dichiara un reddito inferiore o pari a € 15.000;
- il 25% ha un reddito compreso tra € 15.001 e € 25.000;
- il 18% si colloca tra i € 25.001 e € 35.000;
- il 13% tra i € 35.001 e € 50.000;
- Il 7% ha un reddito compreso tra i € 50.001 e € 70.000;
- il 13% supera i € 70.000.

Per quanto concerne l'aspetto finanziario, emerge innanzitutto che le due principali fonti di informazioni cui i soggetti fanno riferimento per prendere decisioni economico-finanziarie, come ad esempio quelle relative al risparmio, agli investimenti, alle assicurazioni o alle tasse, sono le seguenti:

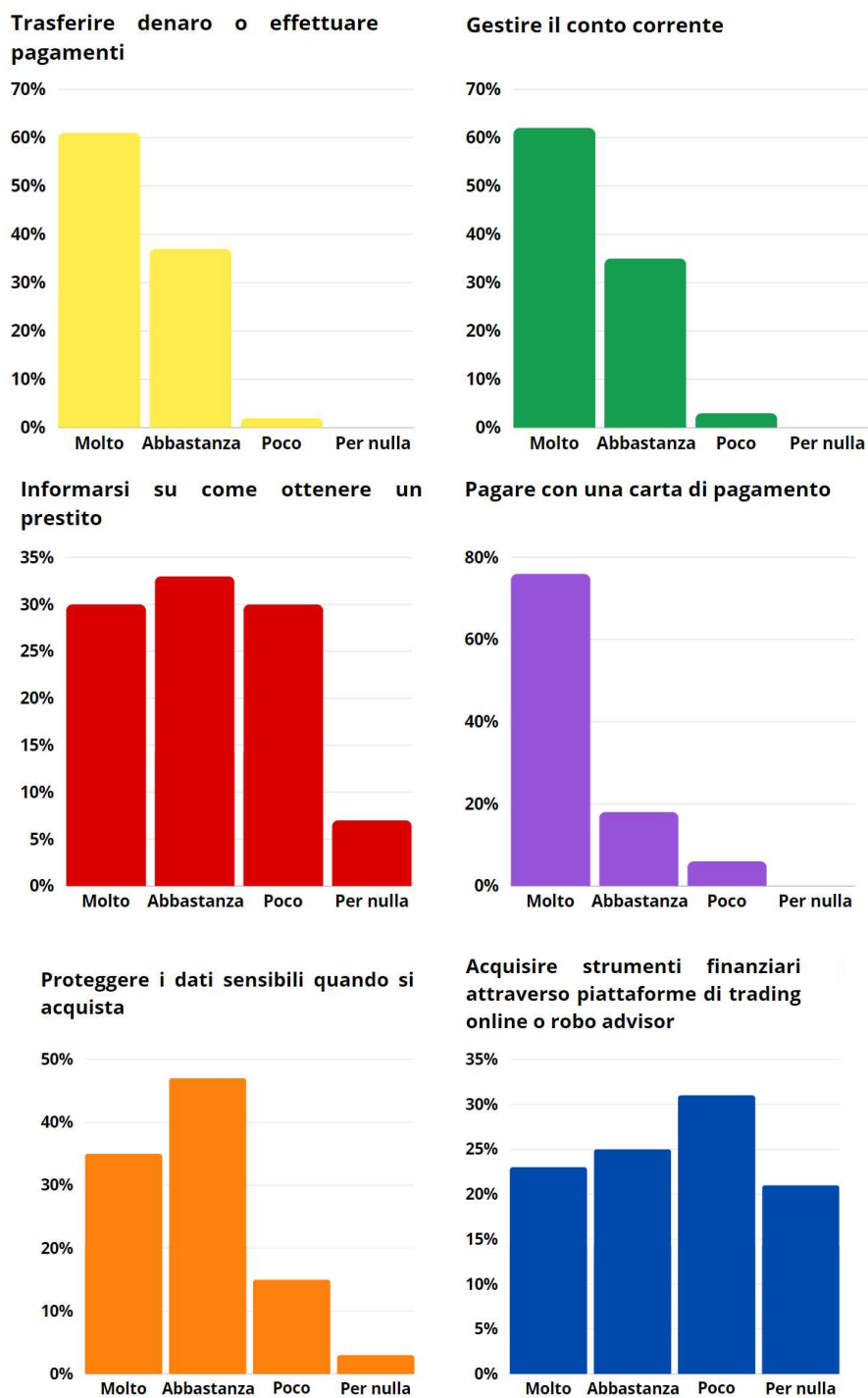
- La documentazione di servizi/prodotti bancari – finanziari – assicurativi (scheda prodotto, prospetti informativi);
- Il personale della banca/poste.

Le domande successive riguardano l'autovalutazione dei soggetti su diverse tematiche. Inizialmente, è stato richiesto di valutare quanto essi si sentano a loro agio nell'utilizzo di dispositivi per

1. trasferire denaro o effettuare pagamenti;
2. gestire il conto corrente;
3. informarsi come ottenere un prestito;
4. pagare con una carta di pagamento;
5. proteggere i dati sensibili quando si acquista
6. acquisire strumenti finanziari attraverso piattaforme di trading online o robo advisor.

Emergono i seguenti risultati rappresentati graficamente nella figura 3.4: per il primo, secondo, quarto e quinto punto, la maggioranza dei partecipanti si sente abbastanza o molto a proprio agio; per il terzo punto, si osserva una parità tra "molto" e "poco", sebbene prevalga l'"abbastanza"; mentre la situazione più incerta si riscontra nel sesto punto, poiché la maggior parte degli intervistati ha optato per l'opzione "poco" o "per nulla".

Figura 3.4 – Rappresentazione grafica del livello di benessere percepito dai partecipanti

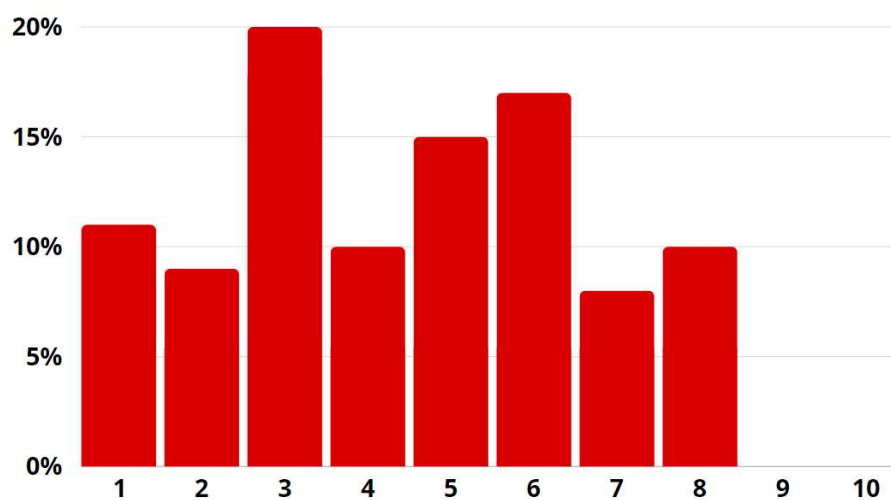


Fonte: Nostre elaborazioni

Successivamente, è stato chiesto agli individui di esprimere un giudizio su una scala da uno a dieci riguardo al loro grado di propensione al rischio. Questo consente di comprendere quanto sarebbero disposti ad accettare situazioni in cui il rendimento potrebbe non essere sempre positivo, specialmente in un contesto di investimenti. Emergono i seguenti dati riportati nella figura 3.5:

Si può osservare che la maggioranza degli individui, pari al 65%, manifesta una limitata propensione al rischio, in quanto questa percentuale comprende coloro che hanno assegnato punteggi compresi tra uno e cinque. Solo il 35% si considera leggermente propenso a rischiare, con la prevalenza del punteggio sei, ma con l'assenza completa dei punteggi nove e dieci.

Figura 3.5 – Rappresentazione grafica della propensione al rischio dei partecipanti.



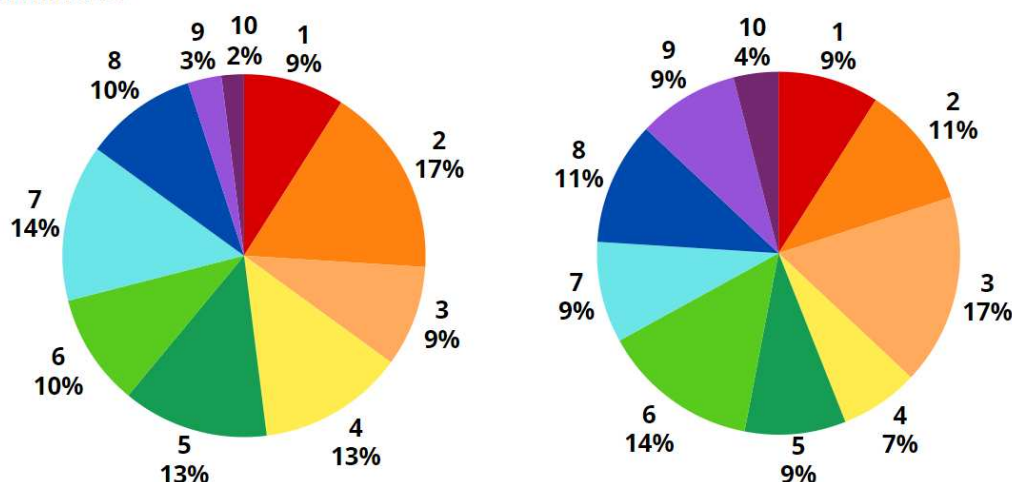
Fonte: Nostre elaborazioni

Le seguenti due domande riguardano le competenze finanziarie degli individui. Il primo pone il quesito riguardo a quanta fiducia ripongono i soggetti nelle proprie capacità e competenze finanziarie, mentre la seconda richiede loro di valutare con quale punteggio giudicherebbero le proprie conoscenze finanziarie.

Considerando entrambe le domande, come riportato nella figura 3.6, emerge che nella maggioranza dei casi il punteggio assegnato è inferiore a cinque. Infatti, il 61% ritiene di possedere conoscenze finanziarie al di sotto del punteggio di cinque, mentre il 53% attribuisce un punteggio inferiore a cinque alle proprie competenze finanziarie.

Figura 3.6 – Rappresentazione grafica delle competenze finanziarie dei partecipanti.

Punteggio attribuito alla propria fiducia nelle proprie capacità e competenze finanziarie. **Punteggio attribuito al proprio livello di conoscenze finanziarie**



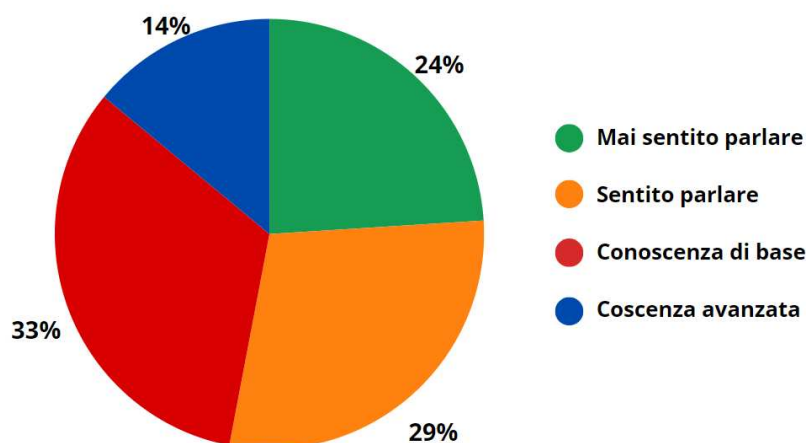
Fonte: Nostre elaborazioni

L'analisi dei dati relativi alla sezione finanziaria evidenzia, in primo luogo, una diffusa mancanza di fiducia da parte degli individui nell'effettuare transazioni finanziarie tramite piattaforme online. In secondo luogo, la prevalenza di valutazioni inferiori a cinque nelle due domande precedentemente discusse suggerisce un'incertezza riguardo alle proprie competenze finanziarie per gestire in modo autonomo gli investimenti. Tale sfiducia trova ulteriore conferma nel fatto che la maggioranza degli intervistati mostra una scarsa propensione al rischio.

Riguardo alla sezione riguardante le domande di sostenibilità, è stato avviato un processo di indagine chiedendo ai soggetti se hanno mai partecipato ad una iniziativa di educazione finanziaria, come ad esempio un corso, un seminario o un podcast, e il 56% ha detto di no.

Tuttavia, come riportato nella figura 3.7 risulta che la maggior parte ha sentito parlare di questi temi e possiede anche una conoscenza dei fattori Ambientali, sociali e di governance.

Figura 3.7 – Rappresentazione grafica delle conoscenze possedute sui fattori ESG.



Fonte: Nostre elaborazioni

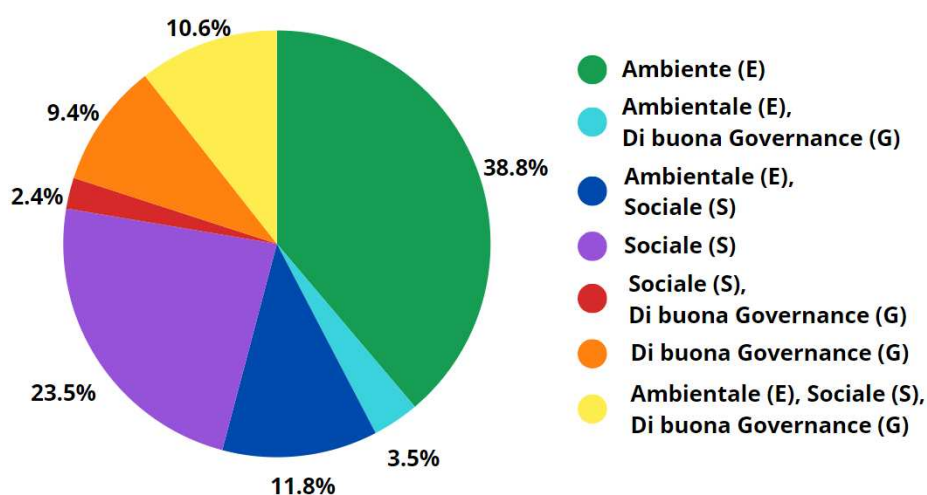
In seguito, sono state analizzate alcune domande tratte dai diversi questionari Mifid delle varie banche, cercando di considerare quelle più eterogenee, poiché alcune presentano somiglianze notevoli. I partecipanti hanno risposto a tali domande considerando di trovarsi di fronte a un investimento ipotetico.

La prima domanda chiede se i soggetti volessero dare preferenza, quanto possibile, a prodotti finanziari e servizi di investimento che tengano in considerazione i fattori di sostenibilità, vale a dire aspetti di natura ambientale (E), sociale (S), di buona governance (G).

L'89% degli intervistati ha risposto positivamente, mentre l'11% ha risposto negativamente.

Dalla seconda domanda, nella quale si chiede a quale fattore di sostenibilità si vorrebbe dare preferenza in caso di risposta affermativa alla domanda precedente, emerge che sono 85 il totale dei soggetti che hanno fornito almeno una preferenza. La maggioranza, ossia il 33%, privilegia per il fattore Ambiente (E), seguito dal 20% del fattore Sociale (S). Le restanti statistiche sono illustrate nella figura 3.8. Degli 89 soggetti che hanno risposto positivamente alla domanda precedente, quattro non hanno espresso alcuna preferenza.

Figura 3.8 – Rappresentazione grafica delle preferenze sui fattori ESG.



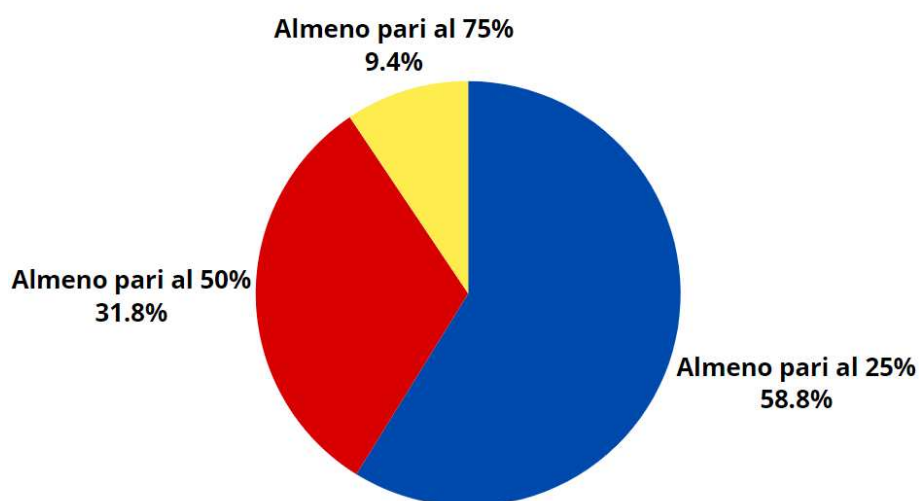
Fonte: Nostre elaborazioni

Per le successive due domande, ci si è concentrati sulle percentuali da investire in ipotetici progetti sostenibili.

Come evidenziato nella figura 3.9, la maggioranza dei partecipanti, ossia 50 individui, ha dichiarato che potrebbero essere propensi a destinare almeno il 25% del proprio portafoglio a prodotti finanziari e servizi di investimento che considerino la sostenibilità. 27 individui sarebbero disposti a destinare almeno il

50% del proprio portafoglio, mentre solo una minoranza, pari 8 individui, ha dichiarato la volontà di investire fino al 75%.

Figura 3.9 – Rappresentazione grafica delle percentuali da destinare a prodotti finanziari e servizi che considerino la sostenibilità.

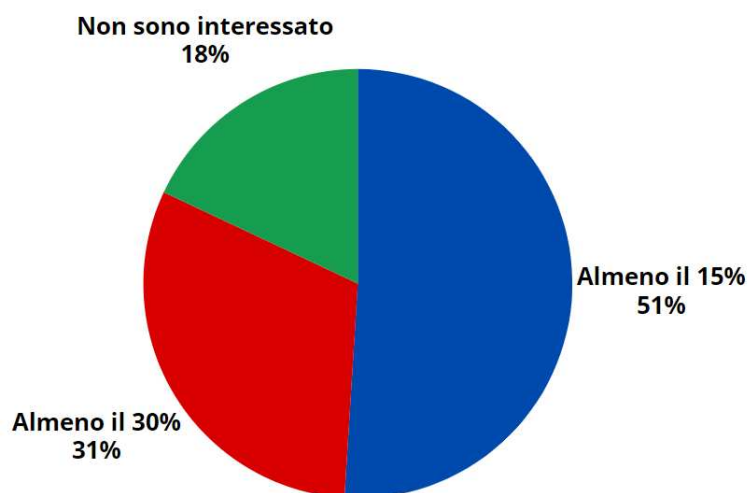


Fonte: Nostre elaborazioni

Dopo aver identificato le percentuali potenzialmente destinate a prodotti sostenibili, si è sollevato l'interrogativo su quanto gli individui potrebbero essere disposti ad investire anche in soluzioni che considerano i principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità. È stata posta la domanda riguardo quanto sarebbero disposti a investire in tali prodotti, offrendo anche la possibilità di dichiarare il disinteresse verso questi aspetti.

Come riportato nella figura 4.0 la maggioranza, pari al 51%, ha dichiarato di essere disposta a destinare almeno il 15% del proprio portafoglio, seguita da un 31% di individui che vorrebbero investire almeno il 30%, mentre solo l'18% ha dichiarato di non essere affatto interessato.

Figura 4.0 – Rappresentazione grafica delle percentuali da destinare a prodotti finanziari e servizi che considerano i principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità.

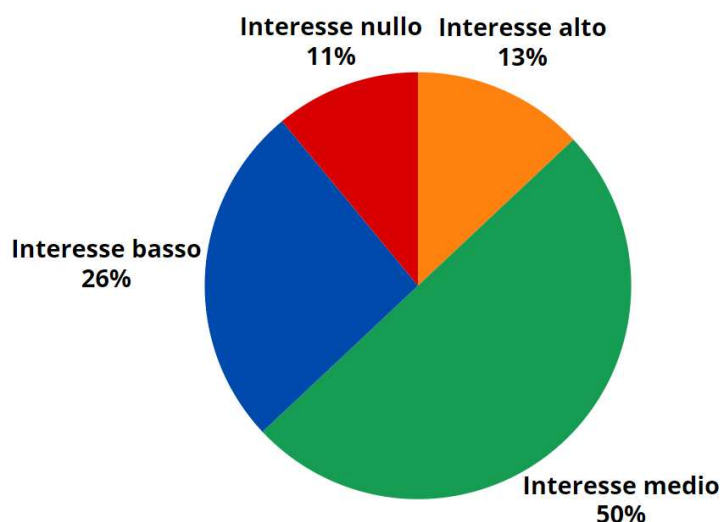


Fonte: Nostre elaborazioni

Nell'ultima fase dell'indagine, è stato richiesto ai partecipanti di esprimere il proprio grado di interesse nei confronti dei temi legati alla sostenibilità ambientale, sociale e agli aspetti della politica di governo societario.

Come illustrato nella figura 4.1, il 50% degli intervistati ha affermato di manifestare un interesse medio, dimostrandosi quindi propenso a favorire investimenti che abbiano un impatto positivo su tali questioni. Segue un 26% di individui che ha dichiarato di possedere un interesse basso e che, in presenza di caratteristiche finanziarie equivalenti, opterebbe per investimenti in prodotti "sostenibili". Solo il 13% ha espresso un elevato interesse per questi temi, considerandoli un elemento e un indicatore cruciale da tenere in considerazione in ogni decisione riguardante gli investimenti. Infine, l'11% ha dichiarato di non essere affatto interessato alle tematiche in questione.

Figura 4.1 – Rappresentazione grafica dell'interesse dei partecipanti sulle tematiche sostenibili.



Fonte: Nostre elaborazioni

3.1.3 – Risultati e relazioni: un'indagine approfondita

Una volta esaminati i risultati delle principali domande del questionario, è stato ritenuto opportuno condurre una serie di analisi bivariate, incrociando le domande per rilevare delle relazioni e valutarne i risultati.

Inizialmente, è stato utile esaminare le diverse risposte in relazione al genere, individuando similitudini.

La maggioranza dei partecipanti di genere maschile e femminile, pari al 53% e al 36% rispettivamente, ha dichiarato che, in un'ipotetica situazione di investimento, preferirebbe considerare prodotti finanziari e servizi di investimento che tengono conto dei fattori di sostenibilità ponendo particolare attenzione al fattore Ambientale (E), seguito da quello Sociale (S).

Non si riscontrano quindi delle distinzioni a seconda del genere ma risultano avere preferenze simili.

In secondo luogo, è stata effettuata un'analisi delle domande in base all'età dei partecipanti, suddividendoli in tre macrogruppi:

1. Dai 18 ai 28 anni;
2. Dai 29 ai 50 anni;
3. Dai 50 ai 60 anni e oltre.

Per quanto riguarda il punteggio attribuito da queste tre macrocategorie al proprio livello di conoscenze finanziarie, valutabile su una scala da uno a dieci, nel primo gruppo la maggioranza ha dichiarato di possedere conoscenze superiori al punteggio cinque. Nel secondo gruppo, le autovalutazioni tendono prevalentemente a un punteggio inferiore al cinque, mentre nell'ultimo gruppo osserviamo una situazione di parità tra il numero totale di soggetti che si sono autovalutati con un punteggio inferiore e superiore al cinque.

In termini di conoscenza riguardante i fattori ESG, la maggioranza dei partecipanti appartenenti al primo gruppo dichiara di possedere una conoscenza di base su tali fattori. La maggior parte dei partecipanti appartenenti al secondo gruppo ha invece dichiarato di averne solo sentito parlare. Mentre, nel terzo gruppo, si osserva una parità tra coloro che hanno solo sentito parlare dei fattori ESG e coloro che hanno una conoscenza di base in merito. In tutti e tre i gruppi, la minoranza è rappresentata da coloro che dichiarano di possedere una conoscenza avanzata dei fattori ESG, con assenza totale di tale conoscenza nel secondo gruppo.

La discrepanza esistente tra il primo e il secondo gruppo riguardo alle conoscenze dei fattori ESG potrebbe sollevare un interrogativo in merito alla correttezza dei canali di trasmissione delle informazioni su tali tematiche. La categoria appartenente al secondo gruppo è generalmente composta da individui inseriti in contesti lavorativi e negli ultimi anni i fattori ESG hanno assunto una rilevanza tale da dover, teoricamente, favorire la sensibilizzazione degli individui in tale ambito. Se la maggioranza ha dichiarato di non possedere una conoscenza di base di tali fattori, limitandosi ad averne unicamente sentito parlare, si potrebbe dedurre che le modalità attraverso cui i luoghi di lavoro cercano di educare a queste tematiche ancora emergenti potrebbero non essere sufficientemente adeguate ad attirare l'attenzione degli appartenenti al secondo gruppo.

In merito alle domande sulla sostenibilità, ricavate direttamente dai questionari Mifid, emerge che la maggioranza degli individui nelle tre categorie esprime il desiderio di dare preferenza a prodotti che tengano conto dei fattori sostenibili. Tuttavia, si riscontra una differenza a livello di preferenze tra il primo e il terzo

gruppo, che privilegiano il fattore Ambientale (E), e il secondo gruppo, che invece dà maggiore importanza al fattore Sociale (S).

Anche riguardo a questi ultimi aspetti analizzati, è possibile formulare un commento.

In precedenza, la maggioranza dei partecipanti nel primo gruppo ha affermato di possedere conoscenze di base sui fattori ESG. Tuttavia, essi attribuiscono maggiore importanza all'aspetto ambientale, nonostante dovrebbero, data la loro fascia d'età compresa tra i 18 e i 28 anni, mostrare altrettanto interesse per l'aspetto di Governance. Esso, infatti, come già evidenziato nel capitolo precedente, riguarda l'implementazione di pratiche aziendali etiche e di buona gestione; quindi, tematiche che dovrebbero essere molto importanti soprattutto per chi è nuovo nel mondo lavorativo o deve ancora entrarvi. Questo fatto suggerisce che la scelta dell'aspetto ambientale potrebbe essere dovuta alla sua maggiore affermazione attraverso i vari canali di comunicazione.

Riguardo alle tre domande successive, la maggioranza dei partecipanti in tutte e tre le categorie sarebbe disposta a destinare almeno il 25% del proprio portafoglio a prodotti finanziari e servizi di investimento che considerano i fattori di sostenibilità, e almeno il 15% a prodotti che tengono conto dei principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità.

Questi risultati evidenziano diversi aspetti significativi: da un lato, emerge un interesse da parte dei partecipanti nei confronti degli investimenti sostenibili; dall'altro, si osserva una cautela nell'allocazione delle risorse finanziarie.

Tale tesi è supportata dal fatto che, avendo la possibilità di scegliere tra tre percentuali differenti da destinare del proprio portafoglio in una situazione ipotetica di investimento, la maggior parte ha scelto la percentuale minore, ovvero il 25%. Per quanto riguarda la quota da destinare a prodotti finanziari che considerano gli effetti negativi sui fattori di sostenibilità, nonostante avessero la possibilità di scegliere anche l'opzione "non sono interessato", la maggioranza ha scelto il 15%, che anche in questo caso rappresenta la più bassa, considerando l'altra opzione del 30%.

Tale atteggiamento potrebbe riflettere una consapevolezza limitata riguardo agli investimenti riguardo ai fattori ESG, suggerendo che i partecipanti non hanno piena consapevolezza di ciò di cui si sta parlando ma, volendo comunque aderire al progetto, lo fanno in maniera parsimoniosa, evitando di esporsi ad un rischio troppo elevato. Questo sottolinea l'importanza di fornire ulteriori informazioni e

promuovere la consapevolezza per guidare decisioni di investimento più informate e consapevoli.

Infine, dichiarano di avere un interesse medio e sono quindi propensi a privilegiare investimenti che abbiano un impatto positivo su tali temi.

Se invece andiamo a guardare la distinzione tra gli individui in base al reddito familiare netto annuo, suddividendoli in tre macrogruppi:

1. Da meno di € 15.000 a € 25.000
2. Da € 25.001 a € 50.000
3. Da € 50.001 ad oltre € 70.000

Emergono gli stessi risultati riguardo alle domande dei questionari Mifid. Pertanto, indipendentemente dalla categoria del reddito di appartenenza gli individui mostrano un interesse comune, da parte della maggioranza di tutti e tre i gruppi, nel favorire prodotti finanziari e servizi di investimento che considerano i fattori di sostenibilità. In particolare, si osserva un'enfasi sull'aspetto Ambientale rispetto a quello Sociale e di Governance. Allo stesso tempo come già accaduto precedentemente, essi sono disposti ad allocare almeno il 25% del proprio portafoglio in prodotti finanziari e servizi di investimento sostenibili, e almeno il 15% in quelli che tengono conto degli impatti negativi sui fattori di sostenibilità con un interesse medio verso le tematiche di sostenibilità ambientale, sociale e gli aspetti di governance.

Dopo aver condotto un'analisi delle domande in questione con varie suddivisioni per genere, anni e reddito, si è successivamente posta l'attenzione sugli aspetti relativi ai punteggi attribuiti dagli individui riguardo alla loro propensione a rischiare, alla fiducia nelle proprie capacità e conoscenze finanziarie.

Per quanto riguarda queste tematiche, è utile effettuare un'analisi dei punteggi assegnati dagli individui per:

1. la loro propensione al rischio, in relazione al punteggio assegnato al loro livello di conoscenze finanziarie;
2. le loro capacità e competenze finanziarie, con il punteggio assegnato al loro livello di conoscenze finanziarie.

Entrambe le analisi tengono conto della suddivisione dei punteggi da uno a cinque e da sei a dieci.

Prendendo in considerazione il primo gruppo, si riscontra che 65 individui presentano una propensione al rischio compresa tra 1 e 5, mentre i restanti 35 individui si collocano tra 6 e 8, poiché si nota la totale assenza di punteggi pari a 9 e 10.

Analizzando i dati, si evidenzia che i soggetti poco propensi a rischiare hanno assegnato principalmente punteggi bassi riguardo alla loro autovalutazione delle conoscenze finanziarie. Infatti, più della metà di loro, ovvero 34 persone, hanno attribuito punteggi che vanno da 1 a 3, mentre 43 su 65 hanno espresso un punteggio fino a 5, considerandosi poco competenti. Al contrario, coloro che si ritengono molto propensi a rischiare hanno attribuito principalmente punteggi elevati riguardo alle proprie conoscenze finanziarie, e 25 di questi si considerano molto competenti, assegnandosi un punteggio da 6 a 8.

Esaminando l'intero campione, emergono 6 individui che risultano essere molto propensi a rischiare, poiché si sono auto attribuiti un punteggio inferiore a 5 per quanto riguarda le proprie competenze finanziarie, e un punteggio compreso tra 6 e 8 per la propensione a rischiare.

Valutando i dati emersi, si può affermare che non si verificano situazioni contraddittorie tra le due categorie individuate all'interno di questo primo gruppo.

In riferimento al secondo gruppo, osserviamo che 61 individui hanno dichiarato un punteggio compreso tra 1 e 5 per l'autovalutazione delle proprie capacità e competenze finanziarie, mentre i restanti 39 hanno attribuito un punteggio da 6 a 10.

I risultati evidenziano una coerenza tra i punteggi assegnati alle proprie capacità e competenze finanziarie e il livello di conoscenza finanziaria, poiché 36 individui su 39 risultano molto fiduciosi nelle proprie capacità finanziarie, mentre 50 individui su 61 dimostrano di avere poca fiducia nelle proprie competenze.

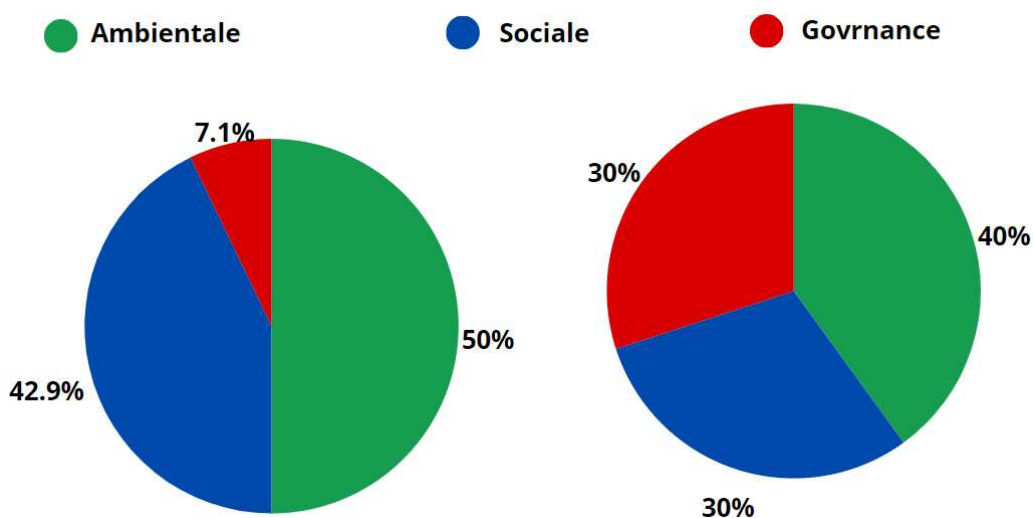
Infine, i partecipanti sono stati suddivisi in due gruppi in base al punteggio assegnato alle proprie conoscenze finanziarie, considerando gli estremi al fine di identificare i soggetti che si ritengono totalmente impreparati in queste materie o che si considerano molto o quasi esperti delle tematiche finanziarie:

1. Coloro che hanno assegnato i punteggi 1 e 2, pari a 20 individui;
2. Coloro che hanno assegnato i punteggi 9 e 10, totalizzando 13 individui.

Considerando gli estremi indicati, tutti gli individui hanno dichiarato, in una situazione ipotetica, di voler considerare i prodotti finanziari e i servizi di investimento che tengano in considerazione dei fattori di sostenibilità, ad eccezione di uno appartenente al secondo gruppo.

Per quanto riguarda le preferenze riguardo ai tre fattori ESG, considerando la maggioranza dei punteggi assegnati, anche in questo caso viene confermata la prevalenza del fattore Ambientale in entrambi i gruppi come riportato nella figura 4.2. Tuttavia, la differenza nel primo gruppo tra il fattore Ambientale e quello Sociale è minima, poiché 7 individui hanno scelto il primo e 6 il secondo. Nel secondo gruppo è presente quasi una situazione di parità tra tutti e tre i fattori, in quanto 4 soggetti hanno scelto l'Ambientale, 3 il Sociale e 3 la Governance.

Figura 4.2 – Rappresentazione grafica preferenze fattori sostenibili in base alle conoscenze finanziarie.

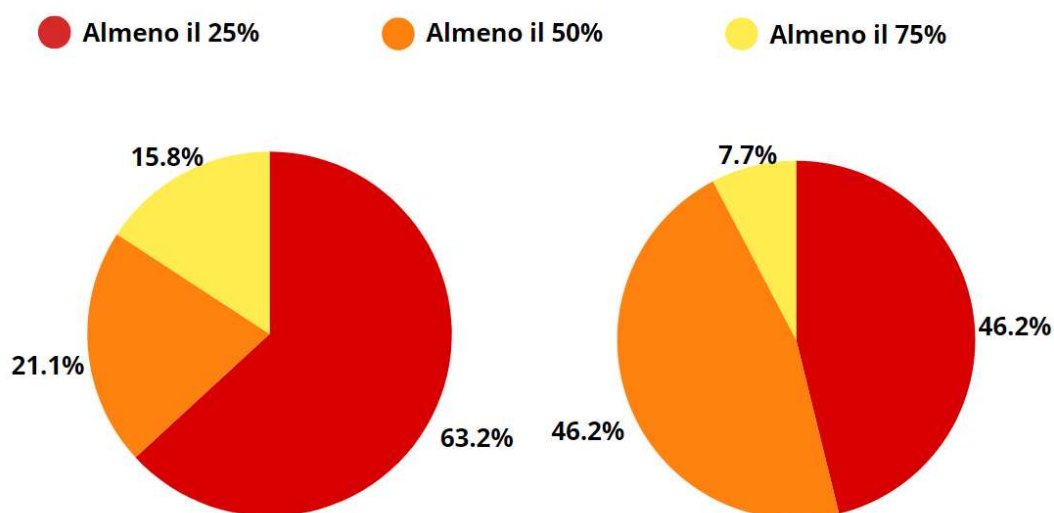


Fonte: Nostre elaborazioni

A livello percentuale, considerando questi due estremi, è possibile condurre un'analisi più approfondita.

Esaminando le percentuali del proprio portafoglio da dedicare a prodotti finanziari e servizi di investimento che tengono conto dei fattori di sostenibilità, si osserva una situazione differente nei due gruppi. Come evidenziato nella figura 4.3, la maggioranza degli individui nel primo gruppo, ovvero 12 persone, sarebbe disposta ad allocare il 25% del proprio portafoglio, mentre quattro persone hanno optato per il 50%, e una minoranza di tre individui ha scelto il 75%. Nel secondo gruppo, invece, si osserva una situazione di parità tra coloro che sono disposti ad allocare il 25% e il 50%, con soltanto un individuo che ha optato per il 75%.

Figura 4.3 –Rappresentazione grafica delle percentuali da destinare a prodotti finanziari e servizi che considerino la sostenibilità in base alle conoscenze finanziarie.

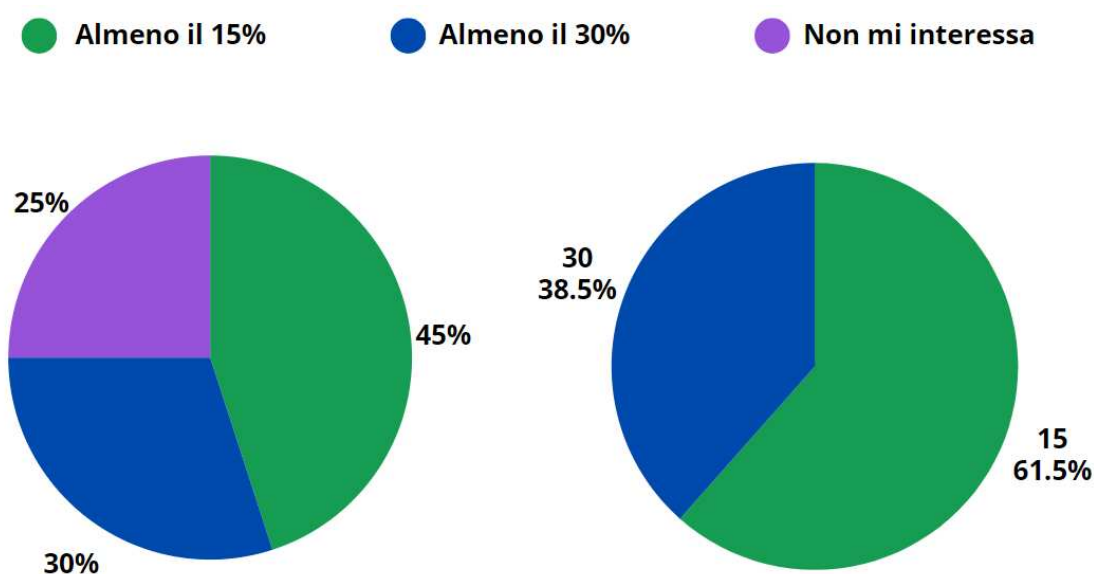


Fonte: Nostre elaborazioni

In relazione alle percentuali da attribuire ai prodotti che considerano gli impatti negativi sui fattori di sostenibilità, come illustrato nella figura 4.4, la maggioranza di entrambi i gruppi sarebbe incline a selezionare il 25%, con la presenza di sei persone nel primo gruppo e cinque nel secondo che opterebbero addirittura per il 30%. Quello che è interessante evidenziare è che si osserva una differenza riguardo

all'opzione "non mi interessa", dato che nel primo gruppo cinque individui hanno scelto questa possibilità, mentre nel secondo gruppo nessuno l'ha selezionata.

Figura 4.4 –Rappresentazione grafica delle percentuali da destinare a prodotti finanziari e servizi che considerino i principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità in base alle conoscenze finanziarie.



Fonte: Nostre elaborazioni

Una simile distinzione è presente anche nell'ultima domanda relativa all'interesse che gli intervistati manifestano riguardo a queste tematiche, dato che la maggioranza ha optato per un interesse medio, seguito a sua volta dall'interesse basso. Infine, solo nel primo gruppo, tre individui hanno dichiarato di avere un interesse nullo.

Osservando i dati emersi da questa suddivisione, si evidenzia una coerenza tra le risposte fornite e l'autovalutazione espressa dagli individui in merito alle proprie conoscenze finanziarie. La parità dell'importanza attribuita al fattore sociale e di governance nel secondo gruppo indica che questi partecipanti non si lasciano influenzare solo dalle tematiche ambientali, le quali sono percepite maggiormente anche a causa dell'ampia diffusione di informazioni in proposito. Al contrario,

comprendono l'importanza che anche gli altri due fattori devono rivestire. In termini percentuali, la differenza principale tra le due categorie risiede nel fatto che coloro che hanno dichiarato di possedere elevate conoscenze finanziarie non hanno mai optato per risposte indicanti un interesse nullo, a differenza del primo gruppo, sebbene tali opzioni siano state scelte da un numero limitato di persone. Quest'ultimo aspetto evidenzia come coloro con maggiori conoscenze percepiscano maggiormente l'importanza di tali tematiche.

CONCLUSIONI

Questa ricerca fornisce innanzitutto una prospettiva e un quadro normativo riguardo all'argomento di base, ovvero il questionario MIFID, il quale è stato soggetto a varie modifiche. Una delle più recenti ha portato ad introdurre i fattori ESG tra elementi necessari da considerare nella profilatura del cliente. L'approfondimento di questi fattori ricopre un ruolo centrale nel lavoro svolto costituendone l'argomento principale.

Attraverso il questionario denominati "Preferenze sugli investimenti sostenibili" somministrato a un campione di cento individui, l'obiettivo era innanzitutto valutare il comportamento di questi ultimi di fronte a una situazione ipotetica di investimento. Ciò è stato reso possibile grazie all'utilizzo di domande direttamente tratte da questionari MIFID di diverse banche. In secondo luogo, si è cercato di comprendere l'attuale importanza attribuita dagli individui a tali fattori.

Dall'indagine emersa e discussa nell'ultimo capitolo, è possibile trarre alcune considerazioni in relazione ai risultati ottenuti.

Innanzitutto, considerando le due domande tratte dai questionari Mifid, finalizzate a valutare la predisposizione degli individui ad investire in prodotti e servizi che tengano conto sia degli impatti positivi che di quelli negativi sui fattori della sostenibilità, si deduce che l'interesse degli individui per tali tematiche è basso, poiché la risposta con la percentuale minore prevale costantemente.

In secondo luogo, dai risultati emersi, risulta che il fattore di sostenibilità a cui gli individui attribuiscono maggiore importanza è quello Ambientale seguito dal fattore Sociale e, infine, quello di Governance.

La preferenza di questo fattore combacia con lo studio effettuato da BlackRock con il sondaggio del 2020 descritto nel secondo capitolo e rappresenta l'aspetto più interessante soprattutto riprendendo la suddivisione degli individui in base all'età di cui si è discusso.

Infatti, emerge che il fattore di Governance non è mai preferito dalla maggioranza, soprattutto tra gli individui compresi tra i 18 e i 28 anni, nonostante le tematiche di cui tratta dovrebbero interessarli particolarmente. Questa informazione, unita al fatto che tale fascia di età è stata l'unica, tra le tre considerate, a dichiarare di

possedere una conoscenza di base dei fattori ESG, suggerisce che la maggiore importanza attribuita al fattore ambientale sia dovuta al suo essere un argomento di frequente discussione. Ciò porta alla deduzione che gli individui hanno iniziato a manifestare preoccupazione, anche in modo inconsapevole, su queste tematiche portandoli a considerare questo fattore come il più significativo da preservare.

Da ciò si deduce che le conoscenze possedute dagli individui riguardo ai fattori ESG, indipendentemente dall'età considerata, non sono sufficienti per consentire loro di fare una scelta consapevole su quale fattore attribuire maggiore importanza.

La terza considerazione si concentra sulla fiducia manifestata dagli individui nelle proprie capacità e competenze finanziarie, in relazione alle conoscenze finanziarie e alla predisposizione a favorire prodotti finanziari d'investimento che considerino i fattori di sostenibilità.

Quello che emerge è che la maggioranza degli individui non ha fiducia nelle proprie capacità finanziarie e non si ritiene competente in tali tematiche. Tuttavia, l'89% ha dichiarato che, in una situazione ipotetica, sarebbe disposto a investire in prodotti e servizi che tengano conto dei fattori ESG, con particolare attenzione a quelli ambientali.

Considerando queste tre informazioni si deduce che gli individui in realtà sono effettivamente influenzati dal gran numero di notizie sui fattori di sostenibilità, che quindi potrebbero incidere sulle decisioni finanziarie, anche in assenza di una comprensione completa degli aspetti finanziari.

Il volume di informazioni che raggiunge gli individui riguardo ai fattori ESG influenza quindi la loro opinione, e poiché attualmente il fattore più discusso è quello ambientale risulta essere quello più predominante. Ciò è dovuto a delle motivazioni di fondo alcune delle quali vengono illustrate di seguito. In primo luogo, i cambiamenti climatici, che riguardano le preoccupazioni riguardo all'aumento delle temperature globali o l'innalzamento del livello del mare. In secondo luogo, le normative ambientali che hanno come obiettivo la riduzione degli impatti ambientali da parte delle imprese. Infine, si possono considerare anche le iniziative a livello globale, come l'Accordo di Parigi, che è stato trattato nel secondo capitolo, che si focalizzano sull'aumento della consapevolezza delle questioni ambientali, spingendo le aziende e gli individui a considerare l'ambiente nei loro processi decisionali.

Nella vita di tutti i giorni, questi argomenti hanno acquisito una notevole rilevanza, portando gli individui ad attribuire maggiore importanza a questo fattore rispetto agli altri due, i quali attualmente ricevono una minore considerazione da parte degli individui, come dimostrano i dati.

Pertanto, la diffusione pervasiva di informazioni sulla sostenibilità potrebbe costituire un elemento significativo nell'influenzare le decisioni finanziarie degli individui, anche in assenza di una solida conoscenza degli aspetti finanziari. Questo fenomeno potrebbe richiedere una maggiore consapevolezza e conoscenza finanziaria per consentire di valutare in modo più accurato e informato le implicazioni finanziarie delle decisioni sostenibili.

QUESTIONARIO “PREFERENZE SUGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI”

Domande di tipo sociodemografiche

1. Genere:
 - Maschio
 - Femmina
 - Desidero non specificarlo

2. Et :
 - Inferiore ai 17 anni
 - Tra i 18 e i 28
 - Tra i 29 e i 40
 - Tra i 40 e i 50
 - Superiore ai 60

3. Residenza (se si vive fuori dall'Italia specificare il paese):
 - Nord-ovest
 - Nord-est
 - Centro
 - Sud
 - Isole

4. Attualmente sei:
 - Single
 - impegnato
 - Sposato/a
 - Divorziato/a

5. Da quant'  composto il tuo nucleo familiare?
 - Vivo da solo/a
 - Due persone
 - Tre persone
 - Pi  di tre

6. Titolo di studio:

- Licenza elementare
- Licenza media
- Diploma di maturità (liceo, professionali, tecnici, ecc..)
- Laurea triennale
- Master I livello
- Laurea magistrale
- Master II livello
- Dottorato
- Post dottorato

7. Attualmente sei:

- Studente con un lavoro
- Studente senza lavoro
- Impiegata/o con contratto
- Disoccupata, in cerca di lavoro
- Disoccupata, non alla ricerca di lavoro
- Lavoratore/lavoratrice part-time
- Lavoratore/lavoratrice tempo pieno
- Pensionata
- Disabilitata e/o non capace di lavorare

8. Professione:

- Studente
- Imprenditore
- Libero professionista/Dirigente
- Artigiano/Commerciale
- Imprenditore
- Operaio
- Casalinga
- Pensionato
- Disoccupato
- Altro (specificare: _____)

9. Reddito familiare netto annuo:

- € 15.000 o meno
- Tra i € 15.001 e € 25.000
- Tra i € 25.001 e € 35.000
- Tra i € 35.001 e € 50.000
- Tra i € 50.001 e € 70.000
- Oltre € 70.000

Domande sulla parte finanziaria

10. Quali sono le fonti di informazione normalmente consultate per le decisioni economico-finanziarie della tua famiglia (risparmio, investimenti, indebitamento, assicurazioni, tasse, contributi ...) (Ammesse 3 risposte)

- Documentazione di servizi/prodotti bancari- finanziari – assicurativi (scheda prodotto, prospetti informativi)
- Media non specializzati (tv, radio, periodici e quotidiani)
- Brochure/materiale promozionale
- Siti web istituzionali (sito agenzia entrate, sito inps, ecc.)
- Stampa e siti specializzati (siti istituzionali, comparatori di prodotti...)
- Personale della banca/poste
- Consulenti finanziari/intermediari assicurativi
- Commercialista/consulente del lavoro
- Caf/patronato/associazioni di categoria
- Associazioni dei consumatori
- Familiari/amici/colleghi
- Siti internet, blog, social-network non specializzati
- Altro
- Non consulto nessuna fonte informativa

11. Quanto ti senti a tuo agio nell'usare il pc o altri dispositivi digitali per:

	Molto	Abbastanza	Poco	Per nulla
Trasferire denaro/effettuare pagamenti				
Gestire il conto corrente				
Informarsi su come ottenere un prestito				
Pagare con una carta di pagamento (Bancomat, di credito, prepagata)				
Proteggere i dati sensibili quando acquisti servizi finanziari o effettui pagamenti online				
Acquistare strumenti finanziari attraverso piattaforme di trading online o robo advisor				

12. Quando pensi alle tue decisioni finanziarie, inclusi gli investimenti finanziari, quanto sei propenso/a rischiare?

(Indica la tua risposta su una scala da 1 a 10, dove 1 significa “per nulla propenso/a al rischio” e 10 significa “molto propenso/a al rischio”)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

13. Quando pensi alle tue decisioni finanziarie, inclusi gli investimenti finanziari, quanta fiducia hai nelle tue capacità e competenze finanziarie?

(Indica la tua risposta su una scala da 1 a 10, dove 1 significa ‘per nulla’ e 10 significa ‘molto’)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

14. Su una scala da 1 a 10, dove 1 significa molto basso e 10 significa molto alto, che punteggio daresti al tuo livello di conoscenze finanziarie?

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

15. Hai mai sentito parlare prima d'ora di:

	Sì, ma solo per sentito dire	Sì e so di cosa si parla	No, mai sentito prima d'ora
Tasso di interesse composto			
Inflazione			
Diversificazione del rischio			
Relazione rischio-rendimento			
Capitale assicurato			

16. Hai mai partecipato ad una iniziativa di educazione finanziaria (es. corso, seminario, video, podcast...)?

- Sì
- No

17. Se hai risposto “Sì” alla domanda precedente, da chi era stata organizzata la più recente a cui hai partecipato?

- Banca / Assicurazione / Consulenti finanziari
- Scuola

Domande sulle conoscenze e sulle preferenze della sostenibilità

18. Per ciascuno dei seguenti concetti Sviluppo sostenibile, Finanza sostenibile, ESG ovvero Fattori Ambientali, sociali e di governance

Indica se

- a) Non ne hai mai sentito parlare
- b) Ne hai sentito parlare
- c) Ne hai una conoscenza di base
- d) Ne hai una conoscenza avanzata

19. Se hai risposto b,c,d precedentemente a quale di questi fattori dai maggiormente peso? (risposta singola)

- Ambientale
- Sociale
- Governo societario

20. Fermo restando l'esigenza che i tuoi/vostri investimenti siano coerenti e adeguati rispetto al tuo/vostro Profitto Finanziario, vorresti/vorreste che, a parità di altre condizioni, si desse preferenza, quando possibile, a prodotti finanziari e servizi di investimento che tengono in considerazione i fattori di sostenibilità, vale a dire aspetti di natura ambientale (E), sociale (S), di buona governance (G)?
- Sì
 - No
21. In caso di risposta affermativa alla domanda precedente, a quale fattore di sostenibilità riterresti/e di dare preferenza? (è possibile esprimere anche più di una preferenza)
- Ambiente (E)
 - Sociale (S)
 - Di buona Governance (G)
22. In caso di risposta affermativa alle domande sopra riportate, quanta parte del tuo/vostro portafoglio intendi/intendete destinare a prodotti finanziari e servizi di investimento che *tengono in considerazione* i fattori di sostenibilità da te/voi sopra indicati? (è possibile esprimere una sola preferenza)
- Almeno pari al 25%
 - Almeno pari al 50%
 - Almeno pari al 75%
23. Se sei interessato a sostenere un funzionamento sostenibile dell'economia che tenga conto anche dell'impatto dei prodotti e servizi finanziari in termini di sostenibilità, in che misura del tuo portafoglio vorresti che si desse preferenza a prodotti che *considerano i principali effetti negativi* sui fattori di sostenibilità?
- Almeno il 15%
 - Almeno il 30%
 - Non sono interessato

24. Con riferimento ai temi sulla sostenibilità ambientale, sociale e ad aspetti di politica di governo societario, quale frase descrive meglio o tuoi interessi?

- Non sono interessato/a a tali tematiche (interesse nullo)
- A sostanziale parità di caratteristiche finanziarie, preferisco investire in prodotti “sostenibili” (interesse basso)
- Sono interessato/a a tali tematiche e quindi a privilegiare investimenti che impattino positivamente su tali temi (interesse medio)
- Sono molto interessato/a a tali tematiche tanto da reputarle un elemento ed un indicatore da tenere in considerazione in ogni scelta riguardante la composizione dei miei investimenti (interesse alto)

APPENDICE

- ≈ Cfr. Legge n.1/1997 Art. 6 “Principi generali e regole di comportamento”, comma 1, lettera a):
“Nello svolgimento delle loro attività le società di intermediazione mobiliare: devono comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente;”
- ≈ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), Art. 5 “Finalità e destinazione della vigilanza”, comma 3:
“La Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti.”
- ≈ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), Art. 5 “Finalità e destinazione della vigilanza”, comma 2:
“La Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale.”
- ≈ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), pagina 1, considerando n. 2:
“Negli ultimi anni è cresciuto il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di questi sviluppi, occorre che il quadro giuridico comunitario disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è indispensabile 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, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine. In considerazione di quanto precede, è necessario che la direttiva 93/22/CEE sia sostituita da una nuova direttiva.”
- ≈ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), Art. 4 “Definizioni”, comma 4:
“Ai fini della presente direttiva si intende per: «consulenza in materia di investimenti»: prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari.”

- ≈ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID); Allegato I; Elenco dei servizi delle attività e degli strumenti finanziari; sezione B “servizi accessori”, considerando n.5:
 “Ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari”
- ≈ Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), considerando n. 31:
 “Uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti)”
- ≈ Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), articolo 4 “Definizioni”, comma 2, numero 11:
 “«cliente professionale»: cliente che soddisfa i criteri stabiliti nell'allegato II”.
 Allegato II “Clienti professionali ai fini della presente direttiva”:
 Dovrebbero essere considerati clienti professionali per tutti i servizi e gli strumenti di investimento ai fini della presente direttiva.
- (1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari. Si intendono inclusi nell'elenco sottostante tutti i soggetti autorizzati che svolgono le attività caratteristiche dei soggetti menzionati, che si tratti di soggetti autorizzati da uno Stato membro a norma di una direttiva europea, di soggetti autorizzati o regolamentati da uno Stato membro senza riferimento ad una direttiva europea o di soggetti autorizzati o regolamentati da un paese terzo:
- a) enti creditizi;
 - b) imprese di investimento;
 - c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;
 - d) imprese di assicurazione;
 - e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;
 - f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi;
 - g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;
 - h) singoli membri di una borsa;
 - i) altri investitori istituzionali.
- (2) le imprese di grandi dimensioni che ottemperano a livello di singola

società, ad almeno due dei seguenti criteri:

- totale di bilancio di 20 000 000 euro;
- fatturato netto di 40 000 000 euro;
- fondi propri di 2 000 000 euro.”

≈ Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), articolo 24 “Operazioni con controparti qualificate”

“[...] 2. Gli Stati membri riconoscono come controparti qualificate, ai fini del presente articolo, le imprese di investimento, gli enti creditizi, le imprese di assicurazioni, gli OICVM e le loro società di gestione, i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto comunitario o il diritto interno di uno Stato membro, le imprese che non rientrano nell’ambito di applicazione della presente direttiva a norma dell'articolo 2, paragrafo 1, lettere k) e l), i governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali. La classificazione come controparte qualificata- di cui al primo comma non pregiudica il diritto del soggetto di chiedere, in via generale o per ogni singola negoziazione di essere trattato come un cliente i cui rapporti con l'impresa di investimento sono soggetti agli articoli 19, 21 e 22. [...]”

≈ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), Art 19 “Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti”, comma 2:

“Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing, indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti sono corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni di marketing sono chiaramente identificabili come tali.”

≈ Direttiva 2006/73/CE, (MIFID), articolo 28 “Informazioni riguardanti la classificazione dei clienti” (Articolo 19, paragrafo 3, della direttiva 2004/39/CE):

1. Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento notifichino ai nuovi clienti e ai clienti esistenti che l’impresa di investimento ha classificato di recente, come richiesto dalla direttiva 2004/39/CE, la loro classificazione in qualità di cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata conformemente alla predetta direttiva.

2. Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento informino i clienti, su un supporto durevole, circa l'eventuale diritto a richiedere una diversa classificazione e circa gli eventuali limiti che ne deriverebbero sotto il profilo della tutela del cliente.

3. Gli Stati membri autorizzano le imprese di investimento, le quali possono agire o su loro iniziativa o su richiesta del cliente:

a) a trattare come cliente professionale o cliente al dettaglio un cliente che potrebbe essere altrimenti classificato come controparte qualificata ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 2, della direttiva 2004/39/CE;

b) a trattare come cliente al dettaglio un cliente che è considerato come cliente professionale ai sensi dell'allegato II, parte I, della direttiva 2004/39/CE.

≈ Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), articolo 21 "Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente":

1. Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni, della natura, dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Tuttavia, ogniqualvolta esistano istruzioni specifiche date dal cliente, l'impresa di investimento è tenuta ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni.

2. Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento istituiscano e attuino efficaci meccanismi per ottemperare al paragrafo 1. In particolare, gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di definire ed attuare una strategia di esecuzione degli ordini che consenta loro di ottenere, per gli ordini del loro cliente, il miglior risultato possibile a norma del paragrafo 1.

3. La strategia di esecuzione degli ordini specifica, per ciascuna categoria di strumenti, le informazioni circa le varie sedi nelle quali l'impresa di investimento esegue gli ordini dei suoi clienti e i fattori che influenzano la scelta della sede di esecuzione. Essa precisa almeno le sedi che permettono

all'impresa di investimento di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente.

Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento forniscano informazioni appropriate ai loro clienti in merito alla loro strategia di esecuzione degli ordini. Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento ottengano il consenso preliminare dei loro clienti per la strategia di esecuzione degli ordini.

Gli Stati membri prescrivono, qualora la strategia di esecuzione degli ordini preveda che gli ordini dei clienti possano essere eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, che l'impresa di investimento, in particolare, informi i clienti o potenziali clienti circa tale possibilità. Gli Stati membri prescrivono parimenti che le imprese di investimento ottengano il consenso preliminare esplicito dei loro clienti prima di procedere all'esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Le imprese di investimento possono ottenere che tale consenso sia formulato sotto forma di accordo generale o in relazione alle singole operazioni.

4. Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di controllare l'efficacia dei loro dispositivi di esecuzione degli ordini e della loro strategia di esecuzione in modo da identificare e, se del caso, correggere eventuali carenze. In particolare, le imprese di investimento valutano, regolarmente se le sedi di esecuzione previste nella strategia di esecuzione degli ordini assicurino il miglior risultato possibile per il cliente o se esse debbano modificare i dispositivi di esecuzione. Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento notifichino ai clienti qualsiasi modifica rilevante dei loro dispositivi per l'esecuzione degli ordini o della loro strategia di esecuzione.

5. Gli Stati membri prescrivono inoltre che le imprese di investimento devono essere in grado di dimostrare ai loro clienti, dietro loro richiesta, che hanno eseguito gli ordini in conformità della strategia dell'impresa in materia di esecuzione.

6. Per garantire la necessaria tutela degli investitori e il funzionamento equo ed ordinato dei mercati e per assicurare l'applicazione uniforme dei paragrafi

1, 3 e 4, la Commissione adotta, secondo la procedura di cui all'articolo 64, paragrafo 2, misure di esecuzione concernenti:

a) i criteri per determinare l'importanza relativa dei vari fattori che a norma del paragrafo 1 possono essere presi in considerazione per determinare il miglior risultato possibile tenuto conto dell'entità e del tipo dell'ordine nonché della natura, al dettaglio o professionale del cliente;

b) i fattori che possono essere presi in considerazione da un'impresa di investimento allorché riesamina i suoi dispositivi in materia di esecuzione e le circostanze nelle quali può rivelarsi appropriata una modifica di tali dispositivi, e in particolare, i fattori per determinare quali sedi consentano alle imprese di investimento di ottenere, regolarmente, il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti;

c) la natura e la portata delle informazioni da fornire ai clienti in merito alle strategie di esecuzione, a norma del paragrafo 3.

≈ Direttiva 2006/73/CE, (MIFID), articolo 44 “Criteri riguardanti l’esecuzione alle condizioni migliori” (Articolo 21, paragrafo 1, e articolo 19, paragrafo 1, della direttiva 2004/39/CE):

“1. Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento, quando eseguono gli ordini dei clienti, tengano conto dei seguenti criteri per stabilire l’importanza relativa dei fattori di cui all’articolo 21, paragrafo 1, della direttiva 2004/39/CE:

a) le caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale;

b) le caratteristiche dell’ordine del cliente;

c) le caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto di tale ordine;

d) le caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali tale ordine può essere diretto.

Ai fini del presente articolo e dell’articolo 46, per «sede di esecuzione» si intende un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), un internalizzatore sistematico, un market maker o altro fornitore di

liquidità o un'entità che svolga in un paese terzo una funzione simile a quelle eseguite da una qualsiasi delle entità predette.

2. L'impresa di investimento soddisfa l'obbligo di cui all'articolo 21, paragrafo 1, della direttiva 2004/39/CE di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere il migliore risultato possibile per il cliente, nella misura in cui esegua un ordine o un aspetto specifico di un ordine seguendo le istruzioni specifiche del cliente per quanto riguarda l'ordine o l'aspetto specifico dell'ordine.

3. Quando l'impresa di investimento esegue un ordine per conto di un cliente al dettaglio, il migliore risultato possibile è determinato in termini di corrispettivo totale, che è costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione, che includono tutte le spese sostenute dal cliente che sono direttamente collegate all'esecuzione dell'ordine, comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione e il regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione dell'ordine.

Ai fini della migliore esecuzione possibile, qualora vi sia più di una sede concorrente per l'esecuzione di un ordine relativo ad uno strumento finanziario, per valutare e comparare i risultati per il cliente che sarebbero ottenuti eseguendo l'ordine in ciascuna delle sedi di negoziazione, incluse nella strategia di esecuzione degli ordini dell'impresa, in grado di eseguire tale ordine, vengono prese in considerazione le commissioni proprie e i costi dell'impresa per l'esecuzione dell'ordine in ciascuna delle sedi di esecuzione ammissibili.

4. Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento evitino di costituire o applicare le proprie commissioni in un modo che comporti una discriminazione indebita tra una sede di esecuzione e l'altra.

5. Prima del 1° novembre 2008 la Commissione presenta una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla disponibilità, la comparabilità e il consolidamento delle informazioni riguardanti la qualità dell'esecuzione offerta dalle varie sedi di esecuzione.”

≈ Direttiva 2006/73/CE, (MIFID), articolo 26 “incentivi” (Articolo 19, paragrafo 1, della direttiva 2004/39/CE):

“Gli Stati membri assicurano che si consideri che le imprese di investimento non agiscono in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei clienti, se, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ad un cliente, versano o percepiscono competenze o commissioni oppure forniscono o ricevono prestazioni non monetarie ad eccezione di:

a) competenze, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un cliente o una persona per conto del cliente;

b) competenze, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un terzo o una persona che agisca per conto di un terzo, qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni:

i) l'esistenza, la natura e l'importo di competenze, commissioni o prestazioni, o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo, devono essere comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o accessorio in questione.

ii) il pagamento di competenze o commissioni o la concessione di prestazioni non monetarie deve essere volta ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento da parte dell'impresa dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente;

c) competenze adeguate che rendano possibile la prestazione di servizi di investimento o siano necessarie a tal fine, come ad esempio i costi di custodia, le competenze di regolamento e cambio, i prelievi obbligatori o le competenze legali, e che, per loro natura, non possano entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti

Gli Stati membri consentono alle imprese di investimento, ai fini della lettera b), punto i), di comunicare i termini essenziali delle disposizioni in materia di competenze, commissioni o prestazioni non monetarie in forma sintetica, purché si impegnino a rendere noti altri dettagli su richiesta del cliente ed onorino tale impegno.”

≈ Cfr. Direttiva Direttiva 2006/73/CE, Art 35 “Valutazione dell’adeguatezza”, comma 2:

“Quando l’impresa di investimento fornisce un servizio di investimento ad un cliente professionale ha il diritto di presumere che, per quanto riguarda i prodotti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze ai fini del paragrafo 1, lettera c).

Quando tale servizio di investimento consiste nella prestazione di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale di cui all’allegato II, parte I, della direttiva 2004/ 39/CE, l’impresa di investimento ha il diritto di presumere, ai fini del paragrafo 1, lettera b), che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento connesso compatibile con gli obiettivi di investimento di tale cliente.”

≈ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, (MIFID), Art 19 “Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti”, comma 5:

“Gli Stati membri si assicurano che, quando prestano servizi di investimento diversi da quelli di cui al paragrafo 4, le imprese di investimento chiedano al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle sue conoscenze e esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è adatto al cliente.

Qualora l'impresa di investimento ritenga, sulla base delle informazioni ottenute a norma del comma precedente, che il prodotto o il servizio non sia adatto al cliente o potenziale cliente, avverte quest'ultimo di tale situazione. Quest'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

Qualora il cliente o potenziale cliente scelga di non fornire le informazioni di cui al primo comma circa le sue conoscenze e esperienze, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, l'impresa di investimento avverte il cliente o potenziale cliente che tale decisione le impedirà di determinare se il servizio o il prodotto sia adatto a lui. Quest'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

≈ Direttiva 2006/73/CE, Articolo 38 denominato “Prestazione di servizi relativi a strumenti non complessi”:

“Uno strumento finanziario che non sia menzionato all’articolo 19, paragrafo 6, primo trattino, della direttiva 2004/39/CE è considerato non complesso se soddisfa i seguenti criteri:

a) non deve rientrare nell’ambito di applicazione dell’articolo 4, paragrafo 1, punto 18), lettera c), né dell’allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della direttiva 2004/39/CE;

b) devono esistere frequenti opportunità di cedere, riscattare o realizzare altrimenti tale strumento a prezzi che siano pubblicamente disponibili per i partecipanti al mercato e che siano i prezzi di mercato o i prezzi messi a disposizione, o convalidati, da sistemi di valutazione indipendenti dall’emittente;

c) non deve implicare alcuna passività effettiva o potenziale per il cliente che vada oltre il costo di acquisizione dello strumento; d) devono essere pubblicamente disponibili informazioni sufficientemente complete e di agevole comprensione sulle sue caratteristiche, in modo tale che il cliente al dettaglio medio possa prendere una decisione informata in merito alla realizzazione o meno di un’operazione su tale strumento.”

≈ Direttiva 2006/73/CE, (MIFID), articolo 52, nominato “Consulenza in materia di investimenti”:

“Ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui all’articolo 4, paragrafo 1, punto 4), della direttiva 2004/39/CE, una raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore.

Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona, o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un’operazione appartenente ad una delle seguenti categorie:

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.

Una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico.”

≈ Committee Of European Securities Regulators (CESR); “Understanding the definition of advice under MiFID”; Ref.: CESR/10-294, 19 Aprile 2010; pagina 6:

“III Parte 1: Il servizio offerto costituisce una raccomandazione?

10. In questa sezione del CP, il CESR ha discusso il concetto di raccomandazione ai sensi della MiFID, osservando che “nello specificare che un servizio equivale a una consulenza in materia di investimenti solo se costituisce una raccomandazione, la direttiva opera una distinzione tra la fornitura di consulenza e la semplice fornitura di informazioni”. Il CP suggerisce che “la consulenza richiede un elemento di opinione”, a differenza della fornitura di informazioni che non contiene “alcun commento o giudizio di valore sulla loro rilevanza per le decisioni che un investitore può prendere”

≈ Committee Of European Securities Regulators (CESR); “Understanding the definition of advice under MiFID”; Ref.: CESR/10-294, 19 Aprile 2010; pagina 8:

La risposta del CESR:

Il CESR ritiene che gli standard che le imprese devono affrontare debbano essere oggettivi. Come indicato nell'introduzione al presente documento, il CESR ha rivisto la sua stesura e ha inserito un testo nell'introduzione alle domande e alle risposte per chiarire che "se una raccomandazione è proposta in modo tale che un osservatore ragionevole la consideri basata su una considerazione della situazione del cliente o presentata come adeguata, allora - a condizione che siano soddisfatti gli altri quattro test - si tratta di una consulenza in materia di investimenti”.

Tuttavia, pur accettando l'importanza di standard oggettivi, il CESR sostiene la necessità che le imprese si assumano la responsabilità di valutare se i loro servizi comportino o meno una raccomandazione e se soddisfino effettivamente tutti e cinque i test e se equivalgano alla consulenza in materia di investimenti, nella pratica. Il CESR è consapevole che la definizione di consulenza in materia di investimenti contenuta nella MiFID

comprende necessariamente le raccomandazioni che non sono esplicitamente etichettate come tali (si veda anche la risposta del CESR alla domanda 4 sul tema della presentazione implicita di una raccomandazione come adeguata). Se la definizione di consulenza in materia di investimenti fosse limitata ai servizi esplicitamente etichettati come tali, sarebbe semplice per le imprese che desiderano evitare di assumersi la responsabilità delle proprie raccomandazioni rietichettare i propri servizi in altri termini.

- ≈ Cfr. D.lgs. 415/1996 Art. 17, comma 1, lettera a):
“Nella prestazione dei servizi previsti dal presente decreto le imprese d’investimento e le banche devono:
a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati; [..]”
- ≈ Ai sensi dell’articolo 24 “Principi di carattere generale e informazione del cliente”, comma 2 della Direttiva 2014/65/UE:
“Le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all’interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target. L’impresa d’investimento adotta inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all’interno del mercato target.
- L’impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui all’articolo 16, paragrafo 3, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell’interesse del cliente.”
- ≈ Cfr. Regolamento (UE) n. 600/2014, considerando n. 29 MiFIR:
“È opportuno integrare i poteri conferiti alle autorità competenti con un meccanismo esplicito volto a vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di qualsiasi strumento finanziario o deposito strutturato che sollevi gravi timori in merito alla protezione degli investitori, al regolare funzionamento e all’integrità dei mercati finanziari o dei mercati

delle merci, o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario, congiuntamente a poteri di coordinamento e d'intervento per l'ESMA o, nel caso dei depositi strutturati, per l'Autorità di vigilanza europea (Autorità bancaria europea), istituita con regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio (1) (ABE). È opportuno che tali poteri siano esercitati dalle autorità competenti e, in casi eccezionali, dall'ESMA o dall'ABE solo se è soddisfatta una serie di condizioni specifiche. Se ricorrono tali condizioni, l'autorità competente o, in casi eccezionali, l'ESMA o l'ABE dovrebbero essere in grado di imporre, in via precauzionale, divieti o restrizioni prima che uno strumento finanziario o un deposito strutturato siano commercializzati, distribuiti o venduti alla clientela.

Tali poteri non implicano alcun obbligo in capo a un'autorità competente, all'ESMA o all'ABE di introdurre o applicare un processo di approvazione o di concessione di licenze per un prodotto, né di sollevare le imprese di investimento dalla responsabilità di rispettare tutti gli obblighi stabiliti dal presente regolamento e dalla direttiva 2014/65/UE. È opportuno includere il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati delle merci tra i criteri di intervento delle autorità competenti per permettere di adottare misure tese a ovviare a possibili effetti negativi sui mercati delle merci derivanti da attività sui mercati finanziari. Questo è vero in particolare per i mercati delle merci agricole il cui scopo è di assicurare un approvvigionamento alimentare sicuro per la popolazione. In tali casi è opportuno coordinare le misure con le autorità competenti per i mercati delle merci in questione.”

≈ Cfr. Regolamento (UE) N. 600/2014 (sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012), articolo 40 “Poteri di intervento temporaneo dell'ESMA”, comma 2:

“L'ESMA adotta una decisione a norma del paragrafo 1 solo se sono soddisfatte tutte le condizioni seguenti:

a) la misura proposta è volta a fronteggiare un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione;

b) i requisiti normativi applicabili conformemente al diritto dell'Unione allo strumento finanziario o all'attività in questione non sono atti a far fronte alla minaccia;

c) un'autorità competente o le autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte.

Se sono soddisfatte le condizioni di cui al primo comma, l'ESMA ha facoltà di imporre a titolo precauzionale i divieti o le restrizioni di cui al paragrafo 1 prima che uno strumento finanziario sia commercializzato, distribuito o venduto alla clientela.”

≈ Cfr. Regolamento (UE) n. 600/2014 (sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012), articolo 40 “Poteri di intervento temporaneo dell'ESMA”, comma 4:

“Prima di decidere di adottare una misura ai sensi del presente articolo, l'ESMA comunica alle autorità competenti la misura proposta.”

≈ Cfr. Regolamento (UE) n. 600/2014, articolo 40 “Poteri di intervento temporaneo dell'ESMA”, comma 7:

“Una misura adottata dall'ESMA a norma del presente articolo prevale su qualsiasi misura precedentemente adottata da un'autorità competente.”

≈ Cfr. Regolamento (UE) n. 600/2014; Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR); Considerando n. 8:

“Allo scopo di rendere i mercati finanziari dell'Unione più trasparenti ed efficienti nonché di definire condizioni eque tra le varie sedi che offrono servizi di negoziazione multilaterale è opportuno introdurre una nuova categoria di sede di negoziazione, quella di sistema organizzato di negoziazione (OTF), per le obbligazioni, i prodotti finanziari strutturati, le quote di emissione e gli strumenti derivati, così come provvedere a che sia adeguatamente regolamentata e applichi regole non discriminatorie in relazione all'accesso al sistema stesso. Tale nuova categoria è ampiamente definita in modo tale da essere in grado, ora e in futuro, di comprendere tutti i tipi di esecuzione organizzata e organizzazione di negoziazione che non corrispondono alle funzionalità o alle specifiche normative delle sedi esistenti. Di conseguenza è opportuno applicare requisiti organizzativi e regole di trasparenza appropriati a sostegno di un'efficiente determinazione

dei prezzi. La nuova categoria comprende sistemi per la negoziazione di derivati sufficientemente liquidi e ammessi alla compensazione.

Non dovrebbe includere sistemi in cui non ha luogo un'autentica esecuzione od organizzazione della negoziazione, quali bacheche elettroniche usate per pubblicizzare interessi di acquisto e di vendita, altre entità che riuniscono o raggruppano potenziali interessi di acquisto e di vendita, servizi elettronici di conferma post-negoziazione o compressione del portafoglio, che riduce i rischi non di mercato in portafogli di strumenti derivati esistenti senza modificare il rischio di mercato dei portafogli stessi. La compressione del portafoglio può essere offerta da una varietà di imprese che non sono disciplinate come tali dal presente regolamento o dalla direttiva 2014/65/UE, come le controparti centrali (CCP), i repertori di dati, le imprese di investimento o i gestori del mercato. È opportuno chiarire che, nei casi in cui le imprese di investimento e i gestori del mercato effettuano la compressione del portafoglio, non si applicano alcune disposizioni del presente regolamento e della direttiva 2014/65/UE in relazione alla compressione del portafoglio. Poiché i depositari centrali di titoli (CDS) saranno soggetti agli stessi requisiti delle imprese di investimento quando offrono taluni servizi di investimento o conducono talune attività di investimento, le disposizioni del presente regolamento e della direttiva 2014/65/UE non dovrebbero essere applicate alle imprese che non sono ivi regolamentate, quando eseguono attività di compressione del portafoglio.”

≈ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), (testo aggiornato con le modifiche apportate dai Decreti Legislativi), nella Parte I, articolo 4-undecies denominato “Sistemi interni di segnalazione delle violazioni”:

“1. I soggetti di cui alle parti II e III adottano procedure specifiche per la segnalazione al proprio interno, da parte del personale, di atti o fatti che possano costituire violazioni delle norme disciplinanti l'attività svolta, nonché del regolamento prospetto come definito all'articolo 93-bis, comma 1, lettera a), e del regolamento (UE) n. 596/2014.

2. Le procedure previste al comma 1 sono idonee a garantire:

a) la riservatezza dei dati personali del segnalante e del presunto responsabile della violazione, ferme restando le regole che disciplinano le indagini o i procedimenti avviati dall'autorità giudiziaria in relazione ai fatti oggetto della segnalazione; l'identità del segnalante è sottratta

all'applicazione dell'articolo 7, comma 2, del decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196, e non può essere rivelata per tutte le fasi della procedura, salvo suo consenso o quando la conoscenza sia indispensabile per la difesa del segnalato.

b) la tutela adeguata del soggetto segnalante contro condotte ritorsive, discriminatorie o comunque sleali conseguenti la segnalazione;

c) un canale specifico, indipendente e autonomo per la segnalazione.

3. Fuori dei casi di responsabilità a titolo di calunnia o diffamazione, ovvero per lo stesso titolo ai sensi dell'articolo 2043 del Codice civile, la presentazione di una segnalazione nell'ambito della procedura di cui al comma 1 non costituisce violazione degli obblighi derivanti dal rapporto di lavoro. Si applicano le disposizioni contenute nell'articolo 6, commi 2-ter e 2- quater, del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231.

4. La Banca d'Italia e la Consob adottano, secondo le rispettive competenze, le disposizioni attuative del presente articolo, avuto riguardo all'esigenza di coordinare le funzioni di vigilanza e ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti destinatari.”

≈ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), (testo aggiornato con le modifiche apportate dai Decreti Legislativi), nella Parte I, articolo 4-duodecies intitolato “Procedura di segnalazione alle Autorità di Vigilanza”:

“1. La Banca d'Italia e la Consob:

a) ricevono, ciascuna per le materie di propria competenza, da parte del personale dei soggetti indicati dall'articolo 4-undecies, segnalazioni che si riferiscono a violazioni delle norme del presente decreto, nonché di atti dell'Unione europea direttamente applicabili nelle stesse materie;

b) tengono conto dei criteri previsti all'articolo 4-undecies, comma 2, lettere a) e b), e possono stabilire condizioni, limiti e procedure per la ricezione delle segnalazioni;

c) si avvalgono delle informazioni contenute nelle segnalazioni, ove rilevanti, esclusivamente nell'esercizio delle funzioni di vigilanza;

d) prevedono, mediante protocollo d'intesa, le opportune misure di coordinamento nello svolgimento delle attività di rispettiva competenza, ivi compresa l'applicazione delle relative sanzioni, in modo da coordinare

l'esercizio delle funzioni di vigilanza e ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti vigilati.

1-bis. Il comma 1 si applica alle segnalazioni alla Consob, da chiunque effettuate, di violazioni del regolamento prospetto come definito all'articolo 93-bis, comma 1, lettera a), o di violazioni del regolamento (UE) n. 596/2014. Le procedure sono adottate dalla Consob conformemente a quanto previsto dalla direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392.

2. Gli atti relativi alle segnalazioni di cui ai commi 1 e 1-bis sono sottratti all'accesso previsto dagli articoli 22 e seguenti della legge 7 agosto 1990, n. 241, e successive modificazioni.

2-bis. Alle segnalazioni di violazioni effettuate con le procedure di cui al presente articolo si applica l'articolo 4-undecies, comma 3.”

≈ Regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e del regolamento (UE) n. 1095/2010, all'articolo 1, paragrafo 2:

“L’Autorità opera nel quadro dei poteri conferiti dal presente regolamento e nell’ambito di applicazione delle direttive 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2002/87/CE, del regolamento (CE) n. 1781/2006, della direttiva 94/19/CE e delle parti pertinenti delle direttive 2005/60/CE, 2002/65/CE, 2007/64/CE e 2009/110/CE nella misura in cui tali atti si applicano agli enti creditizi e agli istituti finanziari e alle relative autorità di vigilanza competenti, nonché delle direttive, dei regolamenti e delle decisioni basati sui predetti atti e di ogni altro atto giuridicamente vincolante dell’Unione che attribuisca compiti all’Autorità”

≈ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), art. 31 “Consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede e Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari”, comma 4:

“È istituito l’albo unico dei consulenti finanziari, nel quale sono iscritti in tre distinte sezioni i consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria. Alla tenuta dell’albo provvede l’Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari che è costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede, dei consulenti finanziari autonomi, delle società di consulenza finanziaria e dei soggetti abilitati. Alle riunioni dell’assemblea dell’Organismo può assistere

un rappresentante della Consob. L'Organismo ha personalità giuridica ed è ordinato in forma di associazione, con autonomia organizzativa e statutaria, nel rispetto del principio di articolazione territoriale delle proprie strutture e attività. L'Organismo esercita i poteri cautelari di cui all'articolo 7-septies e i poteri sanzionatori di cui all'articolo 196. I provvedimenti dell'Organismo sono pubblicati sul proprio sito internet. Lo statuto e il regolamento interno dell'Organismo, e le loro successive modifiche, sono trasmessi al Ministero dell'economia e delle finanze per l'approvazione, sentita la Consob. Il Ministero dell'economia e delle finanze nomina il Presidente del collegio sindacale dell'Organismo. Nell'ambito della propria autonomia finanziaria l'Organismo determina e riscuote i contributi e le altre somme dovute dagli iscritti, dai richiedenti l'iscrizione e da coloro che intendono sostenere la prova valutativa di cui al comma 5, nella misura necessaria per garantire lo svolgimento delle proprie attività. Il provvedimento con cui l'Organismo ingiunge il pagamento dei contributi dovuti ha efficacia di titolo esecutivo. Decorso inutilmente il termine fissato per il pagamento, l'Organismo procede alla esazione delle somme dovute in base alle norme previste per la riscossione, mediante ruolo, delle entrate dello Stato, degli enti territoriali, degli enti pubblici e previdenziali. Esso provvede all'iscrizione all'albo, previa verifica dei necessari requisiti, alla cancellazione dall'albo nelle ipotesi stabilite dalla Consob con il regolamento di cui al comma 6, e svolge ogni altra attività necessaria per la tenuta dell'albo. L'Organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti con regolamento della Consob, e sotto la vigilanza della medesima. All'Organismo, nell'esercizio dell'attività di vigilanza sui soggetti iscritti all'albo, si applica il regime di responsabilità previsto per l'esercizio delle funzioni di controllo da parte della Consob ai sensi dell'articolo 24, comma 6-bis, della legge 28 dicembre 2005, n. 262.”

≈ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), art. 18-bis “Consulenti finanziari autonomi” del TUF:

“1. La riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob, ed iscritte in una sezione apposita dell'albo di cui all'articolo 31, comma 4, di prestare la consulenza in materia di investimenti, relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi di investimento collettivo, senza detenere fondi o titoli

appartenenti ai clienti. I requisiti di professionalità per l'iscrizione nell'albo sono accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi che tengono conto della pregressa esperienza professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative.

2. Ai consulenti finanziari autonomi si applicano le disposizioni stabilite dalla Consob con il regolamento di cui all'articolo 31, comma 6.”

≈ Cfr. D.lgs. 58/1998 (TUF), art. 18-ter “Società di consulenza finanziaria” del TUF:

“1. La riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob, ed iscritte in una sezione apposita dell'albo di cui all'articolo 31, comma 4, di prestare 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.

2. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob, stabilisce con regolamento i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza che gli esponenti aziendali devono possedere.

3. ...omissis... (Comma abrogato dall'art. 2 del D.lgs. n. 129 del 3.8.2017)

3-bis. Alle società di consulenza finanziaria si applicano le disposizioni stabilite dalla Consob con il regolamento di cui all'articolo 31, comma.

3-ter. Le società di consulenza finanziaria rispondono in solido dei danni arrecati a terzi dai consulenti finanziari autonomi di cui esse si avvalgono nell'esercizio dell'attività, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale.”

≈ Cfr. Regolamento intermediari, adottato con la delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018, articolo 152, denominato “Cancellazione dall'albo”:

“1. L'Organismo procede alla cancellazione degli iscritti dalla relativa sezione dell'albo in caso di:

a) domanda dell'interessato;

- b) iscrizione all'albo ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare;
- c) mancato esercizio dell'attività, da parte della società di consulenza finanziaria, entro dodici mesi dall'iscrizione o cessazione della stessa per più di sei mesi;
- d) perdita di uno dei requisiti per l'iscrizione all'albo richiamati dall'articolo 148, ad eccezione del requisito di indipendenza;
- e) mancato pagamento del contributo dovuto all'Organismo;
- f) decesso;
- g) adozione del provvedimento di radiazione dall'albo.

2. La domanda di cancellazione, presentata con le modalità stabilite dall'Organismo, prende data dal giorno della presentazione ovvero, in caso di sua incompletezza o irregolarità, da quello del completamento o della regolarizzazione.

3. La radiazione comporta l'istantanea cancellazione dall'albo.

4. L'ipotesi di cui al comma 1, lettera e), ricorre decorsi quarantacinque giorni naturali e consecutivi dalla scadenza del termine stabilito dall'Organismo per il pagamento del contributo dovuto. In tale ipotesi, l'Organismo, decorso il predetto periodo di quarantacinque giorni, avvia il procedimento di cancellazione dall'albo e, con la comunicazione di avvio del medesimo procedimento, assegna al soggetto interessato un ulteriore termine per provvedere al pagamento, diffidando lo stesso che, decorso inutilmente il termine assegnato, sarà cancellato dalla relativa sezione dell'albo. Nel caso in cui i predetti termini coincidano con il sabato o un giorno festivo, la relativa scadenza è rinviata al primo giorno lavorativo successivo.

5. I soggetti cancellati dall'albo a norma del comma 1 possono esservi nuovamente iscritti a domanda, purché:

- a) nei casi previsti dal comma 1, lettera d), siano rientrati in possesso dei requisiti richiamati dall'articolo 148;
- b) nei casi previsti dal comma 1, lettera e), abbiano corrisposto il contributo dovuto;

c) nel caso previsto dal comma 1, lettera g), siano decorsi cinque anni dalla data della notifica della delibera di radiazione.

6. Il procedimento di cancellazione previsto nelle ipotesi di cui al comma 1, lettere a), b), c), d), ed e) è concluso entro il termine non superiore a novanta giorni stabilito dall'Organismo con proprio regolamento e può essere sospeso, per il tempo necessario allo svolgimento degli accertamenti di vigilanza, anche di natura ispettiva, disposti dall'Organismo nei confronti del soggetto interessato. Il procedimento di cancellazione è sospeso per il periodo di efficacia dei provvedimenti di sospensione cautelare di cui all'articolo 7-septies, comma 1, del Testo Unico e di sospensione dall'albo di cui all'articolo 196, comma 1, lettera c), del Testo Unico. L'Organismo comunica all'interessato l'inizio e il termine della sospensione.

7. La cancellazione dall'albo non preclude l'applicazione delle sanzioni di cui all'articolo 196, comma 1, del Testo Unico”

≈ Ai sensi del Regolamento intermediari, adottato con la delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018; Art. 148 “Requisiti per l'iscrizione nelle tre sezioni dell'albo”, comma 1, 2 e 3:

“1. Per conseguire l'iscrizione all'albo nella sezione dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede è necessario:

a) essere in possesso dei requisiti di onorabilità prescritti dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 31 del Testo Unico e non trovarsi in una delle situazioni impeditive di cui al regolamento medesimo;

b) essere muniti del titolo di studio prescritto dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 31 del Testo Unico;

c) aver superato la prova valutativa di cui all'articolo 149, ovvero quella di cui all'articolo 150, o quella prevista dalle norme vigenti all'epoca in cui la prova valutativa è stata sostenuta, ovvero essere in possesso di taluno dei requisiti di professionalità accertati dall'Organismo sulla base dei criteri valutativi individuati dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 31 del Testo Unico.

2. Per conseguire l'iscrizione all'albo nella sezione dei consulenti finanziari autonomi è necessario:

- a) essere in possesso dei requisiti di onorabilità prescritti dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 18-bis del Testo Unico e non trovarsi in una delle situazioni impeditive di cui al regolamento medesimo;
- b) essere muniti del titolo di studio prescritto dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 18- bis del Testo Unico;
- c) avere superato la prova valutativa ovvero essere in possesso di taluno dei requisiti di professionalità accertati dall'Organismo sulla base dei criteri valutativi individuati dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 18-bis del Testo Unico;
- d) essere in possesso dei requisiti di esperienza professionale stabiliti dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 18-bis del Testo Unico;
- e) essere in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 18-bis del Testo Unico;
- f) essere in possesso dei requisiti patrimoniali previsti dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 18-bis del Testo Unico;
- g) fornire all'Organismo tutte le informazioni - compreso un programma di attività che indichi in particolare i contenuti del servizio di consulenza e la struttura organizzativa - di cui questo necessita per accertare che il consulente finanziario autonomo abbia adottato, al momento dell'iscrizione, tutte le misure necessarie per adempiere agli obblighi derivanti dal presente regolamento ovvero la dichiarazione autentica resa dal legale rappresentante della società di consulenza finanziaria attestante la conclusione di un contratto di collaborazione con il soggetto richiedente l'iscrizione la cui efficacia è condizionata all'iscrizione del soggetto stesso.

3. Per conseguire l'iscrizione all'albo nella sezione dedicata alle società di consulenza finanziaria le società devono:

- a) essere costituite in forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata;
- b) essere in possesso dei requisiti previsti dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 18-ter del Testo Unico;
- c) fornire all'Organismo tutte le informazioni, compreso un programma di attività che indichi in particolare i contenuti del servizio di consulenza e la

struttura organizzativa, di cui questo necessita per accertare che la società abbia adottato, al momento dell'iscrizione, tutte le misure necessarie per adempiere agli obblighi derivanti dal presente regolamento.”

≈ Ai sensi del D.lgs. 58/1998 (TUF), art. 31 “Consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede e Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari”, comma 2, comma 2-bis e comma 3-bis:

“2. L’attività di consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede è svolta esclusivamente nell’interesse di un solo soggetto. Il consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede promuove e colloca i servizi d’investimento e/o i servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi d’investimento o prodotti finanziari, promuove e colloca prodotti finanziari, presta consulenza in materia di investimenti ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti prodotti o servizi finanziari. Il consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede può promuovere e collocare contratti relativi alla concessione di finanziamenti o alla prestazione di servizi di pagamento per conto del soggetto nell’interesse del quale esercita l’attività di offerta fuori sede.

2-bis. I consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede non possono detenere denaro e/o strumenti finanziari dei clienti o potenziali clienti del soggetto per cui operano.

3-bis. I soggetti di cui al comma 1 garantiscono che i consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede comunichino immediatamente a qualsiasi cliente o potenziale cliente in che veste operano e quale soggetto rappresentano. I soggetti di cui al comma 1 adottano tutti i necessari controlli sulle attività esercitate dai consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede in modo che essi stessi continuino a rispettare le disposizioni del presente decreto e delle relative norme di attuazione. I soggetti che si avvalgono di consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede verificano che i medesimi possiedano le conoscenze e la competenza adeguate per essere in grado di prestare i servizi d’investimento o i servizi accessori e di comunicare accuratamente tutte le informazioni riguardanti i servizi proposti al cliente o potenziale cliente. I soggetti che nominano consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede adottano misure adeguate per evitare qualsiasi eventuale impatto negativo delle

attività di questi ultimi che non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2014/65/UE sulle attività esercitate dagli stessi per loro conto”

≈ Ai sensi del D.lgs. 58/1998 (TUF), Art. 1 “Definizioni”, comma 5:
“Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari:

- a) negoziazione per conto proprio;
- b) esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- d) gestione di portafogli;
- e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti;
- g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione; g-bis) gestione di sistemi organizzati di negoziazione.”

≈ Cfr. Decreto del 24 dicembre 2008, n. 206, Art. 5 “Requisiti di indipendenza”, comma 1:

“1. Non possono essere iscritti all'Albo i soggetti che intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.”

≈ Ai sensi del Decreto n. 66 del 5 aprile 2012:

Art. 2 Contenuto dell'attività e denominazione”, comma 1:

“1. Le società di consulenza finanziaria svolgono l'attività di consulenza in materia di investimenti e ogni altra attività consentita nel rispetto delle riserve di attività previste dalla legge, senza detenere somme di denaro o

strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. Resta fermo il rispetto delle cause di incompatibilità determinate dalla Consob ai sensi dell'articolo 18-bis, comma 7, lett. c) del Testo Unico.”

Art. 3 “Requisiti di indipendenza”, comma 3:

“3. Per la prestazione di consulenza in materia di investimenti le società di consulenza finanziaria non possono percepire alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio.”

Art. 5 “Requisiti di onorabilità e indipendenza dei soci”, comma 2:

“2. Non possono essere soci della società di consulenza finanziaria i soggetti che intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio della società nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.”

Art. 6 “Requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali”, comma 1:

“1. Coloro che svolgono funzioni di amministrazione e direzione presso società di consulenza finanziaria, devono possedere i requisiti di professionalità, di indipendenza ed onorabilità previsti per i consulenti finanziari dal D.M. n. 206 del 2008”

≈ Cfr. Direttiva 2014/65/EU MIFID II, art. 25 “Valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza e comunicazione ai clienti”, comma 1:

“1. Gli Stati membri prescrivono alle imprese d’investimento di garantire e dimostrare alle autorità competenti su loro richiesta che le persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi d’investimento o servizi accessori per conto dell’impresa d’investimento sono in possesso delle conoscenze e competenze necessarie ad adempiere ai loro obblighi ai sensi dell’articolo 24 e del presente articolo. Gli Stati membri pubblicano i criteri da utilizzare per valutare tali conoscenze e competenze.”

≈ Ai sensi del D.lgs. 58/1998 (TUF), art 6 “Poteri regolamentari”, comma 2 lettera b-bis), punto 8:

“2. La Consob, sentita la Banca d'Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi, disciplina con regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di:

b-bis) prestazione dei servizi e delle attività di investimento e di gestione collettiva del risparmio, relativi:

8) alla conoscenza e competenza delle persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi di investimento o accessori per conto dei soggetti abilitati.”

≈ Cfr. Comunicazione della Commissione, “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”; Bruxelles, 8.3.2018; pagina 2:

“1. Una finanza per un mondo più sostenibile

La finanza sostiene l'economia mettendo a disposizione i finanziamenti destinati alle attività economiche e in ultima analisi alla creazione di occupazione e crescita. Le decisioni di investire di norma si fondano su diversi fattori, ma spesso quelli inerenti alle considerazioni ambientali e sociali non sono sufficientemente presi in considerazione, poiché tali rischi possono concretizzarsi in un orizzonte temporale più lungo. È importante riconoscere che tenere conto degli interessi di sostenibilità sul più lungo termine è ragionevole dal punto di vista economico e non comporta necessariamente un ritorno inferiore per gli investitori.

Per “finanza sostenibile” si intende generalmente il processo di tenere in debita considerazione, nell'adozione di decisioni di investimento, i fattori ambientali e sociali, per ottenere maggiori investimenti in attività sostenibili e di più lungo termine. Più precisamente, le considerazioni di ordine ambientale fanno riferimento all'attenuazione dei cambiamenti climatici e all'adattamento a questi nonché in senso lato all'ambiente e ai rischi connessi, come per es. le catastrofi naturali. Le considerazioni di ordine sociale possono fare riferimento a questioni di ineguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e comunità. Le

considerazioni di ordine ambientale e sociale sono spesso interconnesse, in particolare poiché i cambiamenti climatici possono esacerbare i sistemi di ineguaglianza in essere. La governance delle istituzioni pubbliche e private, comprese le strutture di gestione, le relazioni con i dipendenti e la retribuzione dei manager, svolge un ruolo fondamentale nel garantire l'inclusione delle considerazioni ambientali e sociali nel processo decisionale.

Questo piano d'azione sulla finanza sostenibile è parte di più ampi sforzi per collegare la finanza alle esigenze specifiche dell'economia europea e mondiale a beneficio del nostro pianeta e della nostra società. Nello specifico, il piano d'azione mira a:

1. riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva;
2. gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali nonché
3. promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie.”

≈ Cfr. Direttiva 2014/65/EU MIFID II, art 25 “Valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza e comunicazione ai clienti”, comma 2:

“2. Quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, l'impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite.”

≈ Cfr. Regolamento delegato (UE) n. 2017/565, art. 55 “Disposizioni comuni per la valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza”, comma 1:

“1. Le imprese di investimento assicurano che le informazioni riguardanti le conoscenze e le esperienze del cliente o potenziale cliente nel settore degli

investimenti includano i seguenti elementi, nella misura in cui siano appropriati vista la natura del cliente, la natura e la consistenza del servizio da fornire e il tipo di prodotto od operazione previsti, tra cui la complessità e i rischi connessi:

- a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza;
- b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale sono state eseguite;
- c) il livello di istruzione e la professione o, se pertinente, l'ex professione del cliente o del potenziale cliente.”

≈ Cfr. Regolamento delegato (UE) n. 2017/565, art 54 “Valutazione dell'idoneità e relazioni sull'idoneità”, comma 4 e 5:

“4. Le informazioni riguardanti la situazione finanziaria di un cliente o potenziale cliente includono, laddove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito regolare, le attività, comprese le attività liquide, gli investimenti e beni immobili e gli impegni finanziari regolari.

5. Le informazioni riguardanti gli obiettivi di investimento di un cliente o potenziale cliente includono, laddove pertinenti, dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le preferenze in materia di rischio, il profilo di rischio e le finalità dell'investimento.”

≈ Cfr. Regolamento intermediari, adottato con la delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018, art 166 “Contratto di consulenza in materia di investimenti”, comma 1:

“1. I consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria forniscono ai clienti al dettaglio il servizio di consulenza in materia di investimenti sulla base di un contratto scritto che determina almeno:

- a) il contenuto delle prestazioni dovute dal consulente finanziario autonomo o dalla società di consulenza finanziaria e le modalità di prestazione del servizio;
- b) i diritti del cliente;
- c) le tipologie di strumenti finanziari trattate; d) se è prevista anche la prestazione di raccomandazioni personalizzate aventi a oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2,

del Testo Unico o aventi a oggetto alcuno dei servizi di investimento o dei servizi accessori di cui all'articolo 1, commi 5 e 6, del Testo Unico;

e) se è prevista anche la prestazione di raccomandazioni non personalizzate e le modalità con le quali il consulente deve segnalare al cliente che la raccomandazione non è basata su una valutazione di adeguatezza o delle sue caratteristiche;

f) se è previsto l'obbligo per il cliente di comunicare al consulente le operazioni su strumenti finanziari che ha effettivamente eseguito tra quelle che il consulente ha raccomandato;

g) nei casi di cui alla lettera f), se è previsto l'obbligo del consulente di comunicare al cliente le perdite subite dagli strumenti finanziari oggetto di raccomandazione, la soglia delle perdite oltre la quale è prevista la comunicazione e il termine per l'adempimento del relativo obbligo;

h) se è previsto l'obbligo del consulente di aggiornare e con quale frequenza le raccomandazioni prestate al cliente;

i) la remunerazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ovvero, se tale elemento non può essere determinato in misura esatta, i criteri oggettivi per determinarlo, nonché le relative modalità di pagamento;

l) la durata, se prevista, e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso;

m) i metodi di comunicazione che devono essere utilizzati tra il consulente finanziario e il cliente per la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, compresa l'indicazione se sia consentito l'utilizzo di comunicazioni elettroniche;

n) la frequenza e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta;

o) le procedure di risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'articolo 32-ter del Testo Unico.”

≈ Ai sensi del “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II”, 06/11/2018; V. “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II”, punti 25, 31, 44 e 46:

“25. Nell’elaborazione dei questionari volti a raccogliere informazioni sui loro clienti ai fini di una valutazione dell’adeguatezza, le imprese dovrebbero conoscere e valutare i motivi più comuni per cui gli investitori potrebbero non rispondere correttamente ai questionari. In particolare:

- si dovrebbe prestare attenzione alla chiarezza, all’esaustività e alla comprensibilità del questionario, evitando di utilizzare un linguaggio fuorviante, confuso, impreciso ed eccessivamente tecnico;
- il formato dovrebbe essere accuratamente elaborato e dovrebbe evitare di orientare le scelte degli investitori (carattere, interlinea...);
- si dovrebbero evitare le domande a batteria (raccolta di informazioni su una serie di punti attraverso un’unica domanda, in particolare in sede di valutazione delle conoscenze, dell’esperienza e della tolleranza al rischio);
- le imprese dovrebbero considerare attentamente l’ordine in cui pongono le domande per raccogliere le informazioni in modo efficace;
 - al fine di poter garantire la raccolta delle informazioni necessarie, generalmente i questionari non dovrebbero prevedere la possibilità di non rispondere (soprattutto quanto si raccolgono informazioni sulla situazione finanziaria dell’investitore).

31. È anche importante che le imprese valutino la comprensione del cliente di concetti finanziari fondamentali quali il rischio di investimento (compreso il rischio di concentrazione) e il trade off rischio/rendimento. A tal fine, le imprese dovrebbero prendere in considerazione l’utilizzo di esempi indicativi e comprensibili dei livelli di perdita/ritorno che possono sorgere a seconda del livello di rischio assunto e valutare la risposta del cliente a tali scenari

44. Le imprese dovrebbero adottare misure ragionevoli e disporre di strumenti idonei a garantire che le informazioni raccolte sui loro clienti siano affidabili e coerenti, senza basarsi indebitamente sull’autovalutazione dei clienti.

46. L’autovalutazione dovrebbe essere controbilanciata da criteri oggettivi, ad esempio:

- invece di chiedere a un cliente se comprende i concetti di trade off rischio/rendimento e diversificazione del rischio, l'impresa potrebbe presentare alcuni esempi pratici di situazioni che possono concretizzarsi, ad esempio mediante grafici o scenari positivi e negativi;
- invece di chiedere a un cliente se ritiene di avere sufficiente esperienza per investire in alcuni prodotti, l'impresa potrebbe chiedergli con quali tipi di prodotti ha familiarità, a quando risale la sua esperienza di negoziazione e qual è la sua frequenza;
- invece di chiedere ai clienti se ritengono di disporre di fondi sufficienti per effettuare investimenti, l'impresa potrebbe chiedere loro di fornire informazioni concrete sulla loro situazione finanziaria, ad esempio la fonte di reddito regolare e se esistono passività in essere (prestiti bancari o altri debiti che possono avere un impatto significativo sulla valutazione della capacità del cliente di sostenere finanziariamente eventuali rischi e perdite connesse all'investimento);
- invece di chiedere a un cliente se si sente in grado di sostenere un rischio, l'impresa potrebbe chiedere quale livello di perdita il cliente è disposto ad accettare in un determinato periodo di tempo, sia su investimento individuali, sia sull'intero portafoglio”

≈ Ai sensi del “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II” ESMA 2023; V. “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID”, punto 26:

“26. Le informazioni sulle preferenze di sostenibilità del cliente dovrebbero includere tutti gli aspetti menzionati nella definizione di «preferenze di sostenibilità» ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 7, del regolamento delegato MiFID II e dovrebbero essere sufficientemente dettagliate da consentire un abbinamento delle preferenze di sostenibilità del cliente con le caratteristiche connesse alla sostenibilità degli strumenti finanziari. Le imprese dovrebbero acquisire dai clienti le seguenti informazioni:

- se il cliente abbia o meno preferenze di sostenibilità (sì/no);
- qualora il cliente abbia risposto «sì» alla domanda precedente, se abbia o meno preferenze di sostenibilità riguardanti uno o più aspetti corrispondenti alle lettere a), b) o c) della definizione a norma dell'articolo 2, paragrafo 7, del regolamento delegato MiFID II;

- per quanto riguarda gli aspetti corrispondenti alle lettere a) e b), la quota minima;
- per quanto riguarda l'aspetto corrispondente alla lettera c), quali principali effetti negativi (PAI - principal adverse impacts) dovrebbero essere considerati, compresi i criteri quantitativi o qualitativi comprovanti tale presa in considerazione.

Nel corso dell'intero processo, le imprese dovrebbero adottare un approccio neutro e obiettivo, in modo da non influire sulle risposte del cliente.”

≈ Cfr. Regolamento Delegato (Ue) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021, MIFID II; l'articolo 2, paragrafo 7, lettere a), b) o c):

“7. “preferenze di sostenibilità”: la scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari:

a) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti ecosostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio;

b) uno strumento finanziario per il quale il cliente o il potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti sostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 17, del regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio;

c) uno strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tale presa in considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente.”

≈ Ai sensi del “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II” ESMA 2023; V. “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID”, punto 73:

“73. Quando prendono in considerazione i fattori di sostenibilità dei prodotti al fine di abbinarli successivamente alle preferenze di sostenibilità del cliente, le imprese potrebbero, ad esempio, classificare e raggruppare gli strumenti finanziari compresi nella gamma di prodotti che offrono in termini di: i) quota investita in attività economiche considerate ecosostenibili

(secondo la definizione di cui all'articolo 2, punto 1, del regolamento sulla tassonomia; ii) quota di investimenti sostenibili (secondo la definizione di cui all'articolo 2, punto 17, dell'SFDR); iii) presa in considerazione dei principali effetti negativi e di altre caratteristiche della sostenibilità ambientale, sociale e di governance. Tale raggruppamento dovrebbe inoltre essere coerente con l'analisi condotta dall'impresa ai fini degli obblighi di governance dei prodotti. Si rammenta alle imprese che un raggruppamento di strumenti finanziari ai fini della valutazione dell'adeguatezza non può sostituire la raccolta di informazioni presso i clienti descritta nei precedenti paragrafi 26 e 27.”

- ≈ Cfr. Regolamento SFDR (UE) 2019/2088; Art. 2 “Definizioni”, punto 17:
“«investimento sostenibile»: investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali.”

BIBLIOGRAFIA

- [1] CESR. Comprendere la definizione di consulenza ai sensi della MiFID, comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, 19 aprile 2010, Rif: CESR/10-294.
- [2] CESR. Understanding the definition of advice under MiFID. Ref.: CESR/10-294, del 19 Aprile 2010
- [3] Commissione Europea. Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio europeo, al consiglio, alla banca centrale europea, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni: “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”. Bruxelles, 8 Marzo 2018.
- [4] Commissione europea. Tassonomia dell'UE: la Commissione presenta un atto delegato complementare sul clima per accelerare la decarbonizzazione. Comunicato stampa, Bruxelles, 2 febbraio 2022
- [5] Decisione della commissione del 6 giugno 2001 che istituisce il Comitato europeo dei valori mobiliari (2001/528/CE).
- [6] Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.
- [7] ESMA. Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II. 06/11/2018 | ESMA35-43-1163 IT.
- [8] ESMA. Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II. 03/04/2023 | ESMA35-43-3172.
- [9] ESMA. Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze. 22/03/2016 | ESMA/2015/1886 IT.
- [10] F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso. Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza, Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani. Novembre 2022. Consob Discussion Papers.
- [11] FESCO. Press release a European passport for issuers - a report for the EU Commission. January 17, 2001, Ref.: Fesco/01-002.

- [12] Gazzetta Ufficiale. Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n. 164 "Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE ". Pubblicato nell'8 ottobre 2007, n. 234.
- [13] Gazzetta Ufficiale. Decreto n. 66 del 5 aprile 2012: Regolamento di disciplina dei requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria, nonché dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali delle società di consulenza finanziaria. Pubblicato nel 29 maggio 2012, n. 124.
- [14] Gazzetta Ufficiale. Direttiva 2004/39/ce del parlamento europeo e del consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio.
- [15] Gazzetta Ufficiale. Direttiva 2006/73/ce della commissione del 10 agosto 2006 recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.
- [16] Gazzetta Ufficiale. Direttiva 2014/65/UE del parlamento europeo e del consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.
- [17] Gazzetta ufficiale. Regolamento (CE) n. 1287/2006 della commissione del 10 agosto 2006 recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.
- [18] Lamberto Cardia. L'attuazione della direttiva Mifid in Italia nella regolamentazione secondaria. Consob, Roma, 21 settembre 2007.
- [19] Lamberto Cardia. Oggetto: Misure di "livello 3" concernenti la tematica della ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore. Consob, Comunicazione n. DIN/9003258 del 14-1-2009.

[20] Ministero dell'Economia e delle Finanze. Relazione illustrativa del decreto di attuazione della direttiva MiFID (2004/39/CE).

[21] N. Linciano, P. Soccorso. La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario. Luglio 2012. Consob Discussion Papers.

[22] Regolamento (UE) 2019/2088 del parlamento europeo e del consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

[23] Regolamento (UE) n. 1093/2010 del parlamento europeo e del consiglio del 24 novembre 2010.

[24] 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.

[25] Regolamento delegato (UE) 2017/565 della commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva.

[26] Regolamento di disciplina dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari; Decreto del 24 dicembre 2008, n. 206.

[27] Regolamento intermediari adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

[28] United Nations, The Global Compact. Who Cares Wins: Connecting the Financial Markets to a Changing World. (2004).

SITOGRAFIA

http://quellocheconta.gov.it/it/news-eventi/rassegna/Rassegna-Stampa/news_150.html

<https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>

<https://img.lalr.co/cms/2021/05/28202727/blackrock-sustainability-survey.pdf>

<https://investiresponsabilmente.it/glossario/sfdr-regolamentoue-2088/>

<https://uif.bancaditalia.it/>

<https://uif.bancaditalia.it/sistema-antiriciclaggio/organizzazione-internazionale/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102&dotcache=refresh>

<https://unric.org/it/agenda-2030/>

<https://unric.org/it/agenda-2030/>

https://www.bafu.admin.ch/bafu/it/home/temi/clima/info-specialisti/clima--affari-internazionali/l_accordo-di-parigi-sul-clima.html#:~:text=L'Accordo%20di%20Parigi%20persegue,pari%20a%201%2C5%20gradi

https://www.bafu.admin.ch/bafu/it/home/temi/clima/info-specialisti/clima--affari-internazionali/l_accordo-di-parigi-sul-clima.html#:~:text=L'Accordo%20di%20Parigi%20persegue,pari%20a%201%2C5%20gradi

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/committee-of-european-securities-regulators.html>

<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/regolamentazione/regolamento-europeo-investimenti-sostenibili.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

<https://www.consob.it/>

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/mifid-2>

https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rf/-/asset_publisher/45Riev4mErvY/content/rf20-2/718268

<https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/report-on-investments-households>

<https://www.consob.it/web/investor-education/il-quadro-regolamentare-europeo>

<https://www.consob.it/web/investor-education/in-caso-di-dissesto-di-una-banca>

<https://www.consob.it/web/investor-education/l-unione-bancaria>

<https://www.consob.it/web/investor-education/rischio-e-rendimento>

<https://www.esg360.it/>

<https://www.esg360.it/esg-world/gestioni-patrimoniali-e-mifid-ii-la-sfida-esg-si-vince-con-gli-algoritmi/>

<https://www.gazzettaufficiale.it/>

<https://www.ivass.it/chi-siamo/index.html>

<https://www.parlamento.it/parlam/leggi/deleghe/96415dl.htm>