



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE FACOLTÀ DI ECONOMIA
"GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in ECONOMIA E COMMERCIO

**Ruolo e compiti degli intermediari e dei
consulenti finanziari.**

**Role and duties of intermediaries and financial
advisors.**

Relatore: Prof. Mazzoli Camilla

Rapporto Finale di: Galassi Tommaso

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

- 1) Introduzione pag. 4
- 2) Capitolo 1 - Evoluzione normativa-legislativa riguardante l'attività dei servizi di investimento all'interno della Comunità Europea
 - 2.1: Creazione di una direttiva sui servizi di investimento – Investment Services Directive pag. 5
 - 2.2: Creazione di una direttiva di mercato finanziario integrato – Markets In Financial Instrumentes Directive pag. 9
 - 2.3 Creazione di un aggiornamento della direttiva di mercato finanziario integrato – Markets In Financial Instrumentes Directive II pag. 11
- 3) Capitolo 2 - Consulenza Finanziaria all'interno delle più recenti direttive sui servizi di investimento
 - 3.1: Le nuove figure della consulenza finanziaria pag. 18
 - 3.2: Consulenza finanziaria e trasparenza: prospettiva per l'investitore con la nuova rendicontazione costi-oneri introdotta dal MiFiD 2 pag. 20
 - 3.3 Linee guida Esma e CONSOB in relazione ai clienti ed ai consulenti finanziari pag. 24
- 4) Capitolo 3 - La valutazione dell'adeguatezza e appropriatezza e strumenti finanziari nella Direttiva MiFiD II
 - 4.1: L Profilatura del cliente e questionario mifid 2 pag. 27

4.2: Gamma di strumenti finanziari a disposizione e ruolo/obblighi dei gestori	Pag. 30
4.3: Aree di criticità nel private banking	pag. 32
5) Conclusioni	pag. 35
6) Bibliografia	pag. 39

Introduzione

Le sempre più rapide e pervasive trasformazioni, che hanno investito il comparto finanziario negli ultimi anni, hanno imposto continui cambiamenti e innovazioni per gli intermediari che in esso operano. La disciplina dei partecipanti ai mercati finanziari subisce ormai da anni l'incessante processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali da parte della Unione Europea e proietta i singoli stati appartenenti all'eurozona verso processi di integrazione sempre più rafforzati. Siamo di fronte ad una continua evoluzione delle regole e delle coordinate di fondo del sistema finanziario.

E' necessario comprendere i passaggi chiave di questa evoluzione unitamente alle motivazioni che le hanno guidate e determinate.

Queste normative hanno portato alla definizione di nuove figure professionali che si trovano ad operare in un sistema di regole sempre più attento agli interessi ed alla tutela del cliente.

CAPITOLO 1

Evoluzione normativa-legislativa riguardante l'attività dei servizi di investimento all'interno della Comunità Europea

PARAGRAFO 1

Creazione di una direttiva sui servizi di investimento – Investment Services Directive

In una Comunità Europea caratterizzata principalmente dal mercato economico comune ed in un processo avviato di sempre maggiore globalizzazione dei mercati, già dal 1990 cresceva sempre più l'esigenza di una direttiva mirata ad armonizzare l'attività dei servizi di investimento (1).

Nel 1993 infatti, il Consiglio europeo emanava una direttiva sui servizi di investimento (c.d. **Investment Services Directive, ISD**). Quest'ultima mirava a realizzare, nel settore delle imprese di investimento, un mercato interno europeo: questo attraverso l'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione e di esercizio per le imprese di investimento, mediante norme di comportamento delle stesse e contemporaneamente con la sintonizzazione di alcune condizioni riguardanti la gestione dei mercati regolamentati.

Nello specifico, si introduceva il **principio del “mutuo riconoscimento”** a livello comunitario, applicato sia agli intermediari sia ai mercati regolamentati. Questi ultimi subirono così un ulteriore impulso verso la privatizzazione in quasi tutti i paesi europei, sul modello della borsa inglese, seppure corretto da meccanismi di controllo e sanzionatori pubblici.

La ISD dettava anche delle norme di comportamento minime che gli Stati membri dovevano adottare verso le imprese di investimento: in particolare fissava i seguenti punti,

- 1) agire, nell'esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato;
- 2) agire con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato;
- 3) disporre delle risorse e delle procedure necessarie per portare a buon fine le sue

attività, e ad utilizzarle in modo efficace;

4) informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti;

5) trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i suoi clienti;

6) sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo;

7) conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'integrità del mercato.

Con riferimento alla consulenza in materia di servizi finanziari, essa veniva sottratta alla riserva e inclusa tra i servizi accessori, divenendo pertanto un'attività esercitabile da qualunque persona fisica o giuridica, senza particolari restrizioni. La direttiva ISD lasciava poi ai legislatori nazionali la facoltà di estendere l'applicazione delle norme di comportamento previste per la prestazione dei servizi di investimento principali anche alla prestazione dei servizi accessori, tra cui quello di consulenza.

Il legislatore italiano recepì la ISD nel 1996, attraverso il decreto Eurosim, il cui contenuto è stato realmente assorbito sia tramite il lavoro della CONSOB e sia all'interno del **testo unico della finanza**, ovvero il **T.U.F.** che andò a sostituire la legge SIM emanata del 1991.

Sul fronte del mercato regolamentato, il decreto Eurosim sancì, in attuazione della direttiva ISD, la privatizzazione del Consiglio di borsa, affermando che "l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro, e richiedendo che "il Consiglio di borsa, entro sessanta giorni dalla entrata in vigore del presente decreto, presenta alla CONSOB un progetto concernente la costituzione di una o più società per azioni aventi per oggetto la gestione della borsa valori, del mercato ristretto e del mercato di borsa". Questo ha portato alla creazione di "borsa italiana spa" e di "mta spa".

Nello svolgimento dei servizi d'investimento principali, le società abilitate dovevano avvalersi di Promotori Finanziari. In linea con la precedente legge Sim del 1991, il promotore era definito Come "la persona fisica che, in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l'offerta fuori sede, esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto".

Inoltre, per la prima volta si dava una definizione specifica di “offerta fuori sede”.

Essa veniva definita come “la promozione e il collocamento:

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

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

L'esercizio abusivo di uno o più servizi d'investimento veniva “punito con la reclusione da sei mesi a quattro anni e con la multa da 4 a 20 milioni di lire”, anche nel caso di offerta fuori sede, promozione e collocamento a distanza di strumenti finanziari e di investimento.

Non poteva più essere considerato abusivo, in quanto non più sottoposto a riserva, l'esercizio della sola consulenza finanziaria laddove slegato dalla prestazione di altro servizio d'investimento sottoposto a riserva.

Il T.U.F. prevedeva inoltre una tutela differenziata a seconda della categoria a cui l'investitore poteva essere ricondotto. Il regolamento CONSOB sugli Intermediari, in attuazione del T.U.F.77, distingueva due categorie di clienti:

1) **clienti al dettaglio**

2) **operatori qualificati.**

I secondi ricevevano meno tutele rispetto ai primi, soprattutto in tema di conflitto di interessi e di obblighi informativi. Nello specifico, gli intermediari, quando operavano nei confronti degli operatori qualificati, dovevano attenersi alle sole regole di trasparenza, correttezza e diligenza e non anche agli obblighi di valutazione di adeguatezza degli investimenti proposti rispetto alla situazione finanziaria e alle conoscenze finanziarie di tali clienti (2).

Erano considerati operatori qualificati non solo gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, e le altre imprese di investimento e assicurative, ma anche “ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”

L'ampio raggio di applicazione di questa norma ebbe, negli anni successivi alla sua

approvazione, l'effetto di sottrarre dalla piena tutela del T.U.F. molti piccoli imprenditori che, sulla base di una semplice attestazione del legale rappresentante della propria società, fecero assumere rischi finanziari elevati alle loro imprese, spesso con effetti disastrosi sulle stesse.

Nel 1999, a distanza di pochi anni dall'emanazione della direttiva sui servizi di investimento ISD,

si avvertì la necessità di fissare meglio le regole per garantire un terreno competitivo uniforme in Europa. La Commissione Europea approvò con questo scopo il **Piano di azione sui servizi finanziari (Financial Services Action Plan - FSAP)**.

Il FSAP si prefiggeva il raggiungimento di alcuni obiettivi strategici, in particolare:

1. integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso;
2. apertura e sicurezza dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio;
3. armonizzazione e rafforzamento delle regole prudenziali e di vigilanza.

Nella sessione del 17 luglio 2000 il Consiglio ha istituito il comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei. Nello stesso contesto venne istituito il comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei. Esso aveva il compito di condurre un'indagine sullo stato di sviluppo e di integrazione dei mercati europei. La relazione finale che scaturì da tale indagine è conosciuto come **rapporto Lamfalussy**, dal nome del barone Alexandre Lamfalussy che presiedeva il Comitato. Il rapporto evidenziava lacune nella regolamentazione dei mercati finanziari europei, proponeva l'istituzione di due comitati di regolatori per favorire l'integrazione e l'espansione dei mercati, e raccomandava l'adozione di un approccio legislativo.

Su proposta del rapporto Lamfalussy, vennero inoltre istituite la **Committee of European Securities Regulators (CESR, oggi sostituito dall'ESMA - European Securities and Markets Authority)** e l'**European Securities Committee (ESC)**.

Alla prima commissione, formata dai rappresentanti delle autorità di regolamentazione delle borse (in Italia la Consob), venne assegnata, unitamente alla funzione consultiva nei confronti della Commissione, anche la funzione di coordinare l'attuazione della normativa comunitaria nei vari Stati membri.

La seconda, composta da rappresentanti governativi degli Stati membri competenti in materia

di mercati finanziari, aveva il compito di offrire alla Commissione europea, assieme al CESR, consulenza tecnica ai fini della regolamentazione dei servizi e dei mercati finanziari (3).

PARAGRAFO 2

Creazione di una direttiva di mercato finanziario integrato – Markets In Financial Instrumentes Directive

Tra le principali innovazioni emanate dal FSAP troviamo la **MIFID (markets in financial instruments directive)** la quale andò a sostituire la ISD. Quest'ultima a causa delle evoluzioni sui mercati finanziari risultava essere inadeguata a formare un quadro giuridico/legislativo consono.

Rispetto alla precedente ISD, l'impianto normativo della MiFID si caratterizza in particolare per il fatto di contenere norme di maggior dettaglio, e di lasciare poca autonomia agli Stati membri nell'applicazione della direttiva. Con riferimento al secondo aspetto, la MiFID, in più punti, stabilisce infatti il "divieto di gold plating", ossia vieta agli Stati membri di prevedere obblighi o limiti aggiuntivi nei confronti degli intermediari e dei mercati rispetto a quelli già previsti dalla direttiva.

Mentre la ISD mirava ad un'armonizzazione minima delle norme di autorizzazione ed esercizio per le imprese di investimento, nonché di alcune previsioni in materia di mercati regolamentati, lasciando ampia discrezionalità agli Stati membri in sede di applicazione, la MiFID si poneva come obiettivo quello di assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la comunità sulla base della vigilanza dello stato membro di origine.

Nello specifico, si afferma più volte l'intento, oltre che di salvaguardare il corretto funzionamento del mercato, anche di tutelare e/o proteggere gli investitori.

La novità più rilevante ai fini del presente lavoro è rappresentata dal **reinsediamento del servizio di consulenza in materia di investimenti** tra i servizi e le attività di investimento sottoposti ad autorizzazione.

Un altro importante servizio di investimento aggiunto dalla MiFID, come già accennato, è quello della **gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)**.

Tra i nuovi strumenti finanziari, si segnala invece un maggior numero di contratti di opzione, a

termine (futures), swap e su strumenti derivati.

In più furono apportate novità sui servizi “accessori”.

Le altre numerose novità apportate dalla MiFID possono essere raggruppate in tre categorie: mercati, requisiti organizzativi, relazione tra intermediari e clienti.

Per quanto riguarda le novità sui mercati:

Con la MiFID si assottiglia la linea di demarcazione che tradizionalmente separava mercati e Intermediari. Viene infatti eliminata la facoltà per gli statti membri di obbligare gli intermediari di concentrare gli scambi di titoli quotati sui mercati regolamentari.

Il legislatore concede la possibilità di effettuare operazioni di compravendita di attività finanziarie in 3 diverse sedi di esecuzione (TRADING VENUES) ovvero **nei sistemi multilaterali di**

negoziazione (MTF), nei mercati regolamentari e negli internalizzatori sistematici (con specifica riserva per banche ed imprese di investimento), con lo scopo di aumentare la concorrenza tra le varie tipologie di mercati per così aumentarne in particolare l'efficacia (minori commissioni, costi in generale ecc.).

Per quanto riguarda le novità sui requisiti organizzativi occorre distinguere tra **società di gestione dei mercati regolamentati e imprese di investimento**: per quanto riguarda le prime, queste devono avere una minima organizzazione, mentre per quanto riguarda le seconde il modello organizzativo è più libero ma devono essere rispettati determinati parametri organizzativi.

Per quanto riguarda le novità in materia di **relazione intermediari-clienti** la MiFiD ha introdotto norme per quanto riguarda il comportamento che gli Intermediari devono tenere nei confronti dei clienti ed importanti innovazioni in materia di consulenza finanziaria e gestione degli investimenti.

La MiFID è stata recepita nell'ordinamento italiano nel 2007, attraverso il D.lgs. n. 164 del 17 settembre 2007, che ha modificato il T.U.F., l'aggiornamento da parte della CONSOB del Regolamento Intermediari e del Regolamento Mercati, e l'emanazione del Regolamento congiunto da parte di CONSOB e Banca d'Italia (4) (5).

PARAGRAFO 3

Creazione di un aggiornamento della direttiva di mercato finanziario integrato – Markets In Financial Instrumentes Directive II

La direttiva **MiFID II** entra in vigore il 3 gennaio 2018 in 31 Stati dell'area economica europea (oltre ai 28 stati membri dell'Ue, la normativa troverà applicazione anche in Islanda, Liechtenstein e Norvegia) introducendo importanti innovazioni nella regolamentazione dei servizi di investimento e nella consulenza finanziaria, aggiornando le regole esistenti per tenere il passo tanto con gli sviluppi tecnologici quanto con le necessità di tutela dei risparmiatori.

Le tutele specifiche che MiFID II offre agli investitori sono: nuovi doveri informativi nei confronti

della clientela, rafforzamento dei presidi nel governo dei prodotti, nuove regole

sull'ammissibilità degli incentivi, obblighi di tenuta dei registri degli ordini, incremento dei requisiti di trasparenza prima e post negoziazione, nuovi obblighi in materia di segnalazione delle operazioni (6).

In particolare, sono state adottate innovazioni riguardo a diverse aree:

Governo dei Prodotti (Product governance): Obiettivo della normativa è quello di porre un freno alla vendita di prodotti non conformi alla propensione al rischio o agli obiettivi di investimento del cliente, attraverso l'individuazione di un mercato di riferimento (target market) dei prodotti, che dovranno essere valutati nella loro compatibilità rispetto alle esigenze del cliente dalla fase di istituzione al momento del collocamento da parte dei consulenti ai clienti. Al contempo, gli intermediari distributori (reti di consulenti, sportellisti bancari), sono "tenuti ad acquisire tutte le informazioni necessarie per comprendere pienamente le caratteristiche degli strumenti finanziari e poterli vendere nel miglior interesse dei clienti, effettuando valutazioni circa la compatibilità dei medesimi con le esigenze e le connotazioni del target market effettivo in relazione ai clienti cui prestano servizi di investimento".

Trasparenza su costi e commissioni: La MiFID II prevede l'innalzamento degli obblighi informativi in tema di trasparenza di costi e oneri connessi ai servizi di investimento o accessori, e richiede una maggiore trasparenza e dettaglio delle commissioni agli intermediari, ampliando sensibilmente gli obblighi di comunicazione alla clientela. L'investitore verrà adesso a conoscenza del costo della consulenza oltre a quello dello strumento finanziario raccomandato o venduto anche in forma aggregata (nel caso venga raccomandata una pluralità di strumenti)

sia ex-ante che ex-post, e conoscerà l'effetto cumulato di costi e commissioni sulla redditività dell'investimento attraverso una più trasparente esplicitazione delle modalità di remunerazione di tutti coloro che intervengono nel processo produttivo e distributivo. Potrà farlo avendo accesso a informazioni chiare, standardizzate ex ante tramite tabelle le cui modalità di redazione sono state predisposte direttamente dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (Esma). Queste mostrano in modo sia separato che aggregato il costo del prodotto e del servizio, evidenziando gli eventuali incentivi che vengono pagati dalla società prodotto al distributore, con un evidente valore aggiunto in termini di semplicità ed efficacia per l'investitore finale (7).

Profilatura del rischio:

È uno degli ambiti in cui si identifica con maggior forza il miglioramento rispetto alla prima Mifid per quanto riguarda la protezione/tutela del risparmiatore.

Il **test di adeguatezza** – che in MiFID I era fatto solo all'atto dell'acquisto del prodotto – con MiFID II si trasforma in un processo continuativo che prevede molteplici fasi di analisi dei costi e dei benefici nel corso dell'anno: in caso di riallocazione del portafoglio e maggiori costi di commissione per il cliente ci deve essere anche un maggiore beneficio per lui.

Incentivi:

In tema di incentivi sono in effetti richiesti elementi più rigorosi per aumentare la qualità del servizio, che è alla base dell'incentivo che le case prodotto corrispondono ai distributori, e che dovrà essere considerato come costo del servizio.

Formazione: obblighi di conoscenza e competenza degli intermediari

Una particolare attenzione è dovuta alla formazione del personale addetto al servizio di consulenza in materia di investimenti, che deve avere competenze e conoscenze atte ad adempiere i loro obblighi. Dietro vi è la logica secondo la quale migliorando la qualità del personale ci sia una maggiore difesa del consumatore e gli addetti di front office devono quindi avere una formazione certificata e di qualità.

Aggiornamento dei sistemi informatici: Uno dei principi cardine della MiFID II è quello del rafforzamento del controllo e della sorveglianza di qualsiasi transazione finanziaria che coinvolga un risparmiatore classificato come "cliente al dettaglio"(retail). Per far ciò si richiede che i dettagli delle operazioni su strumenti finanziari debbano essere segnalati alle autorità

competenti per consentire loro di rilevare e accertare potenziali abusi di mercato, nonché monitorare il regolare e corretto funzionamento dei mercati e le attività delle imprese di investimento. Oltre a ciò, la normativa obbliga i distributori a inviare report dettagliati alle case di gestione sulla tipologia di cliente che sta acquistando i loro fondi. Le imprese dovranno inoltre informare maggiormente gli investitori al dettaglio sui rendimenti del loro portafoglio. Un altro requisito pratico è quello di predisporre registrazioni audio di tutte le conversazioni con i clienti che si riferiscono a transazioni finanziarie svolte per loro conto, e che dovranno essere archiviate per cinque anni. In conclusione, l'obiettivo principale della normativa è quello di portare la luce in alcune aree del mercato che prima erano buie, prediligere la trasparenza e in definitiva trattare l'investitore in modo corretto ed equo in ogni momento.

La disciplina contenuta nella direttiva MiFID II – come avvenuto con la precedente direttiva (MiFID) – ha l'obiettivo di creare e regolare un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale vengano garantite la trasparenza e la protezione degli investitori: sono, infatti, previste misure che consentono alle imprese di prestare servizi di investimento in tutti gli stati dell'Unione Europea con identiche modalità e condizioni, e al contempo si impone alle stesse di agire sempre nell'interesse del cliente, assicurandogli una corretta informazione e superando tutti i potenziali conflitti tra le parti anche attraverso l'individuazione dell'effettiva propensione al rischio del risparmiatore. Questo nuovo rapporto di fiducia che si vuole instaurare tra l'impresa e l'investitore consente di estendere la disciplina dei mercati degli strumenti finanziari anche a settori di investimento precedentemente non regolati e proprio le nuove norme introdotte con la MiFID II e con il regolamento MiFIR hanno portato un innalzamento del sistema di vigilanza da parte degli organi di controllo e norme sempre più specifiche per le nuove tipologie di strumenti finanziari. La Direttiva fa riferimento, in particolare, al nuovo servizio di investimento che ha ad oggetto la gestione di **sistemi organizzati di negoziazione (Organised Trading Facilities – OTF)**:

si tratta di una nuova piattaforma di negoziazione – diversa sia da un mercato regolamentato (come esempio, la Borsa) sia da un sistema multilaterale di negoziazione (ossia il sistema gestito da un'impresa di investimento che favorisce l'incontro tra interessi multipli di acquisto e di vendita relativi a strumenti finanziari) e più semplice da disciplinare rispetto a questi ultimi in quanto priva di una struttura specifica – che permette la conclusione di contratti tra soggetti terzi. Gli OTF sono unicamente dedicati alla negoziazione di obbligazioni, prodotti finanziari,

quote di emissione e derivati e la loro gestione, rientrando, in base alla direttiva del 2014, tra i servizi di investimento, costituisce attività riservata agli intermediari autorizzati; per questo motivo le nuove norme che ne regolano modalità e termini di contrattazione hanno sottratto tali operazioni ai cosiddetti dark pool nei mercati azionari.

Un'altra nuova categoria di strumenti finanziari, disciplinata dalla MiFID II, è costituita dalle **quote di emissione di gas ad effetto serra** che, con l'entrata in vigore della direttiva 2003/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (siglata il 13 ottobre 2003 in materia di sistemi per lo scambio di quote di emissione), rappresentano un innovativo strumento di politica ambientale per incentivare gli Stati membri ad uniformarsi agli impegni assunti con la ratifica del Protocollo di Kyoto del 1997 sulla riduzione dei livelli di emissione di gas serra. L'autorità regolamentare di ciascuno Stato membro assegna, pertanto, sulla base di un piano nazionale, un numero determinato di quote di emissione di CO₂ alle imprese che, nell'ambito del proprio ciclo produttivo, necessitano di emettere gas a effetto serra e sono autorizzate a partecipare ai sistemi di negoziazione. Quando l'assegnazione delle quote di emissione è in quantità superiore rispetto al fabbisogno dei gestori di impianti che emettono gas serra, questi ultimi procedono alla vendita delle quote in eccesso che possono essere acquistate dalle imprese cui è stato attribuito un numero di quote inferiore a quello necessario. L'attività di negoziazione delle quote di gas serra è stata a lungo priva di una specifica regolamentazione e tale lacuna normativa ha favorito il diffondersi di pratiche fraudolente nel mercato secondario a fronte delle quote di emissione, che hanno reso necessario un intervento dell'UE per rafforzare la trasparenza ed aumentare la sicurezza degli scambi negli emissions trading systems (sistemi di mercato delle emissioni) europei.

Da tale esigenza nascono le norme contenute nella direttiva MiFID II che, per la prima volta, inseriscono nell'elenco degli strumenti finanziari anche le quote di emissione di gas serra al fine di ricondurre la contrattazione ad un'area di competenza delle banche e degli intermediari.

Ulteriori importanti novità introdotte nella direttiva riguardano, poi, **l'estensione delle regole di condotta anche all'offerta e alla consulenza sui depositi strutturati**, e l'introduzione di **misure più restrittive su alcuni regimi di esenzione degli obblighi** – già previsti dalla prima direttiva MiFID – applicabili agli intermediari che operano nei mercati delle materie prime e ai market makers.

In particolare, la direttiva MiFID II introduce alcune di queste modifiche attraverso la

riformulazione delle norme già in vigore, come avviene ad esempio per le esenzioni relative alla prestazione di servizi di negoziazione intragruppo che restano in vigore ma non si applicano alle joint-ventures in quanto queste ultime non rientrano nel concetto di gruppo. Anche le esenzioni dai requisiti di autorizzazione previste per le Commodity Firms (imprese di materie prime) e per i soggetti che negoziano esclusivamente in conto proprio sono state oggetto di modifica, precisando che questi ultimi non possono usufruire di detti benefici quando i loro volumi di contrattazione in strumenti finanziari risultino sproporzionati rispetto alla loro attività principale; né tale disciplina agevolata può applicarsi ai market makers, ai soggetti che fanno ricorso a tecniche di negoziazione ad alta frequenza o ai soggetti che eseguono gli ordini della clientela, poiché in base alle nuove norme le modalità imprenditoriali e su larga scala con cui conducono le operazioni finanziarie non sono assimilabili a quelle tradizionalmente adottate dal soggetto che esercita per conto proprio.

Il principio ispiratore della direttiva MiFID II è dettato dall'esigenza di intensificare le garanzie a tutela degli investitori, fissando regole certe cui le imprese di investimento, operanti negli Stati membri, devono attenersi per offrire ai propri clienti prodotti finanziari commisurati alle loro esigenze e caratteristiche, e un'adeguata protezione sui prodotti e sui beni oggetto dell'investimento. L'evoluzione legislativa ha profondamente **modificato il rapporto tra investitore (oggi utilizzatore e non più acquirente) e consulente (oggi fornitore di un servizio anziché venditore di un prodotto)**, e lo stesso servizio fornito si basa su suggerimenti di investimento, ossia “**raccomandazioni personalizzate**” su una o più operazioni aventi ad oggetto un determinato strumento finanziario, proposte dall'intermediario autorizzato su propria iniziativa o su richiesta del cliente: “La personalizzazione del consiglio implica che le raccomandazioni siano presentate come ‘adatte’ al cliente, ossia basate sulle sue personali caratteristiche”. Proprio per questo motivo la nuova direttiva attribuisce all'Autorità europea per gli strumenti finanziari ed i mercati (ESMA), all'Autorità bancaria europea (EBA) e alle autorità di vigilanza nazionali (CONSOB e Banca d'Italia per il nostro Paese) il compito di valutare la corrispondenza alle regole europee dei prodotti finanziari immessi sul mercato con la facoltà di vietarne temporaneamente la commercializzazione e la distribuzione qualora li ritengano dannosi per la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle

contrattazioni e gli interessi degli investitori.

Le nuove norme si applicano anche all'attività di consulenza – intesa come servizio di investimento alla clientela al dettaglio (retail) – e, in particolare, a quella offerta su base indipendente che viene disciplinata per la prima volta prevedendo l'obbligo di informare il cliente sulla modalità con cui la consulenza è fornita.

In conclusione, possiamo affermare che la nuova direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR del Parlamento europeo e del Consiglio hanno aggiornato e integrato la precedente disciplina a tutela dell'investitore, dettando norme specifiche sulla **Product Governance**, ossia sulla creazione e la distribuzione degli strumenti finanziari, e sulla **Product Intervention**, che introduce nuovi poteri di controllo per l'ESMA e le autorità di vigilanza nazionali al fine di limitare o addirittura interrompere la commercializzazione di alcuni prodotti qualora fossero ritenuti rischiosi per i risparmiatori, proprio perché loro sono al “centro” di tutta la nuova normativa.

Come tutte le direttive europee anche la MiFID II, per essere operativa nel nostro sistema giuridico, necessita di un atto normativo ad hoc e, a tale scopo, il Legislatore italiano ha previsto all'art. 9 della legge di delegazione europea 2014 (legge n. 114 del 2015) i principi e i criteri direttivi cui il Governo ha dovuto conformarsi nell'esercizio della delega per il recepimento della nuova disciplina sui mercati degli strumenti finanziari. Tale norma, modificata nel corso dell'esame al Senato, contiene la delega per l'attuazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e per l'applicazione del regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR), e prevede che l'ordinamento italiano si conformi alla nuova disciplina europea mediante **l'aggiornamento del Testo unico sulla finanza (TUF)**, di cui al D.Lgs. n. 58 del 1998, e l'adozione di alcune necessarie integrazioni

della precedente normativa incentrata sui mercati azionari regolamentati (art. 9, lett. a), legge n. 114 del 2015). In particolare, l'art. 9 della legge n. 114 del 2015 dedica ampio spazio al recepimento degli elementi “di vigilanza, collaborazione e controllo dell'applicazione della normativa da parte delle autorità competenti”, anche in virtù del combinato disposto della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR che evidenzia la gestione del potere degli stati membri e ospitanti.

Si dispongono poi la Banca d'Italia e la CONSOB quali autorità competenti per lo svolgimento delle funzioni previste dalla nuova normativa europea – nel rispetto della ripartizione dei compiti di vigilanza indicati nel TUF – con l'obiettivo di semplificare e ridurre, ove possibile, gli oneri per i soggetti vigilati, e con poteri di vigilanza ed indagine (8).

CAPITOLO 2

Consulenza Finanziaria all'interno delle più recenti direttive sui servizi di investimento

PARAGRAFO 1

Le nuove figure della consulenza finanziaria

Una delle novità più significative della MiFID II è senza dubbio la modifica della disciplina in materia di consulenza finanziaria. Sempre con l'obiettivo di accrescere il livello di tutela garantito all'investitore e per metterlo in condizione di operare scelte consapevoli in materia di investimenti, la MiFID II raccoglie sotto lo stesso nome di “**consulenza**”, fattispecie differenti ma tutte caratterizzate dall'attenzione al cliente in termini di trasparenza, correttezza e competenza.

Quali sono i soggetti abilitati a svolgere il servizio di consulenza finanziaria? Ci sono due gruppi di soggetti abilitati a tale attività.

1) In base al rinnovato articolo 18 del TUF, l'esercizio del servizio di consulenza finanziaria, come gli altri servizi finanziari principali, rimane un'attività riservata ad imprese di investimento e banche, le quali in concreto possono avvalersi, in filiale, dei propri dipendenti, e, al di fuori della propria sede legale o dalle proprie succursali, di dipendenti, agenti o mandatari, indicati ora con il nome di **consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede** (precedentemente denominati promotori finanziari). Questi devono essere iscritti ad un apposito albo e possono svolgere non solo il servizio di consulenza ma anche gli altri servizi finanziari previsti dall'art. 1 comma 5 del TUF, tra i quali la promozione e il collocamento di strumenti finanziari e la gestione di portafogli.

2) Gli articoli 18-bis e 18-ter estendono il novero dei soggetti idonei a prestare (unicamente) il servizio di consulenza finanziaria, rispettivamente, alle persone fisiche in possesso di determinati requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali, ora ribattezzate “**consulenti finanziari autonomi**” ed alle **società di consulenza** costituite sotto forma di società a responsabilità limitata o di società per azioni con precisi requisiti patrimoniali e di indipendenza e i cui esponenti aziendali possiedano determinati requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza. Nell'operare al di fuori

della propria sede legale, le società di consulenza potranno avvalersi di consulenti finanziari autonomi. I consulenti autonomi persone fisiche e le società di consulenza finanziaria sono tenuti ad iscriversi allo stesso albo professionale degli ex promotori, ma in sezioni distinte. L'albo dei consulenti finanziari separato non è infatti mai stato istituito, sebbene avrebbe dovuto essere operativo già dal 2008 (9).

Ci troviamo quindi di fronte ad una molteplicità di figure professionali che possono svolgere l'attività di "consulente finanziario", le quali si differenziano sul duplice piano dei requisiti da possedere e delle norme di comportamento da adottare.

Sono previsti nuovi requisiti di conoscenza e competenza del personale che per conto dell'intermediario fornisce informazioni su strumenti finanziari, servizi di investimento e servizi accessori o svolge il servizio di consulenza. Ed è stato rivisto al rialzo lo standard di qualificazione minimo del personale degli intermediari a contatto con la clientela, categoria in cui rientrano anche i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

Entrando un po' più nel dettaglio, il nuovo regolamento fissa **requisiti di conoscenze e competenze** attestati da titoli di studio, dall'iscrizione all'albo o dal superamento della prova valutativa per l'iscrizione allo stesso e affiancati da un periodo di esperienza professionale la cui durata dipende dal servizio svolto.

Per poter fornire informazioni o prestare il servizio di consulenza finanziaria, **il personale deve essere in possesso di un periodo minimo di esperienza professionale**, che nel caso di soggetti iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari o che hanno superato la prova valutativa per iscriversi è di sei mesi per dare informazioni qualificate e di 12 mesi per fornire consulenza finanziaria.

Il nuovo regolamento sottolinea e rafforza la centralità dell'**aggiornamento professionale**: in particolare, agli intermediari, per i quali i consulenti finanziari lavorano, di garantire il costante aggiornamento professionale del personale (inclusi anche i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede) attraverso **un percorso di formazione continua** che, almeno annualmente, preveda la frequenza di **un corso della durata minima di 30 ore** e il **superamento del relativo test** di verifica finale.

Gli intermediari sono poi obbligati a effettuare una **revisione periodica delle esigenze di sviluppo e formazione del proprio personale**, a erogare una formazione specifica di almeno 30 ore con test di verifica anche in occasione di cambiamenti di ruolo nel personale e,

in previsione dell'offerta di nuovi prodotti di investimento, a sottoporre il personale addetto alla prestazione dei servizi a una formazione specifica, tagliata sul grado di innovazione e complessità dei nuovi prodotti (10).



PARAGRAFO 2

Consulenza finanziaria e trasparenza: prospettiva per l'investitore con la nuova rendicontazione costi-oneri introdotta dal MiFiD 2

Fino a qualche anno fa il mondo di coloro che venivano all'epoca definiti promotori finanziari vivacchiava tutto sommato tranquillo.

Le spese e le provvigioni sui prodotti finanziari consigliati venivano sottaciute o non ben evidenziate e il cliente non aveva una grande visibilità dei costi pagati.

La consulenza finanziaria non era sinonimo di trasparenza. Soprattutto perché il **reale calcolo del rendimento, depurato dai costi effettivi applicati sui prodotti, era fumoso e poco comprensibile ai più**. Come pure – in generale – le informazioni fornite ai clienti.

Si poteva quindi ben dire che per la consulenza finanziaria, il rendiconto dei costi e degli

oneri rimaneva un vero e proprio sconosciuto.

Poi abbiamo già anticipato come, tra 2018 e 2019, la stesura del **Mifid 2** riscrive le norme e le regole del mondo della consulenza cercando di ripulire tutti gli angoli bui di tale attività.

Consulenza finanziaria e rendiconto costi e oneri Mifid 2 sono ora strettamente legati e il secondo contiene tutte le informazioni che l'intermediario è obbligato a dare all'investitore. Informazioni che devono essere messe nero su bianco e inviate all'indirizzo del cliente (per posta o per mail o nella modalità scelta) e non più tardi della fine del mese di aprile per quanto riguarda l'anno precedente.

Avevamo già affrontato come tra le novità della normativa Mifid ci sia la trasformazione ed il ruolo di coloro che in precedenza erano inquadrati come promotori finanziari. Coloro che lavorano per le banche sono diventati nell'ordinamento italiano **“consulenti finanziari autorizzati all'offerta fuori sede”**. Il promotore o consulente indipendente viene invece ora ufficialmente definito **“consulente finanziario autonomo”**. E se è autonomo deve essere iscritto all'Albo tenuto e vigilato dall'OCF (Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari), che sia una persona fisica o una società (SCF).

Anche in Italia la consulenza solo a parcella (*fee only*) diventa un modello riconosciuto. In questo modo le cose sono più chiare. Gli “autorizzati fuori sede” lavorano per le reti bancarie, cercando di mantenersi in equilibrio su un filo molto sottile e pericolosamente oscillante. Il filo che collega l'interesse dei loro clienti a quello, in costante conflitto col primo, della banca per cui lavorano. come ammettono molti di loro stessi.

E, in fin dei conti, con l'interesse del loro stesso portafoglio.

Sì, perché la banca dei “fuori sede” ha accordi commerciali per la distribuzione ai loro clienti di prodotti finanziari di terzi (da cui riceve una percentuale).

Oltre al fatto che la banca stessa frequentemente emette e colloca prodotti propri su cui evidentemente qualcosa guadagna. Un ambito molto delicato, quindi.

Perché se pur la normativa Mifid 2 dà regole molto precise, nella **consulenza**

finanziaria fornita da banche e reti esiste il rischio che il **rendiconto Mifid relativo alla rendicontazione di costi e oneri sostenuti dai risparmiatori sugli investimenti** consigliati non sia presentata in modo chiaro o addirittura non sia nemmeno segnalata.

Questo perché con la trasparenza i clienti scoprirebbero i costi vivi sostenuti e magari potrebbero fare dei confronti con servizi concorrenti.

Rimane invece **diritto di ogni risparmiatore pretendere questa rendicontazione dettagliata**, ed è dovere di ogni banca, rete o consulente fornirla (11).

Consulenti indipendenti e i “fuori sede” alla prova del rendiconto Mifid:

Ricapitolando, la normativa europea nota come Mifid 2 impone a chi fa consulenza finanziaria di fornire ai clienti **informazioni estremamente dettagliate**.

Anzi, più che dettagliate: dirompenti.

Infatti, **per la consulenza sugli investimenti il rendiconto Mifid 2 è obbligatorio**.

Questa novità ha messo in subbuglio le banche, le grandi Sim di gestione e le reti di consulenti, che improvvisamente hanno dovuto mettersi a nudo.

Rivelare i costi nascosti della consulenza sugli investimenti nelle pieghe dei contratti, le percentuali grattate qui e là al cliente attraverso tanti piccoli “*escamotage*” sviluppati in decenni di attività, **rendere trasparente il modo con cui viene effettuato e comunicato il calcolo rendimento**. Tutto nero su bianco nel **rendiconto Mifid 2**.

E poiché il settore non sarebbe tanto ricco se non galleggiasse su un mare di ricche commissioni, l’obbligo di rendiconto rivela una verità che finora è stato possibile solo immaginare: i clienti forniscono al mercato bancario della **consulenza finanziaria** margini molto grassi e anche dell’ordine di diversi punti percentuali.

Costi annui (quindi ripetuti) che possono diventare esorbitanti e che si scontrano fragorosamente con il cliente tipo italiano che secondo le ricerche dichiara di “non pagare nulla per la consulenza finanziaria ricevuta dalla propria banca”.

Il costo è in effetti ben occultato nel costo dei prodotti consigliati (fondi d’investimento,

certificati...), ma c'è e anche talvolta molto pesante.

Le informazioni fornite al cliente dei servizi di consulenza finanziaria, soprattutto per quello che riguarda il tema rendimento investimenti, **devono essere “corrette, chiare e non fuorvianti”**.

Queste informazioni, poi, devono essere **“fornite in tempo utile” e “in forma comprensibile” nel rendiconto costi e oneri**.

Devono inoltre “consentire al cliente di comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi a essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa”.

Per questo le informazioni devono dettagliare le strategie proposte, i rischi e il tipo di strumenti proposti. Solo con queste informazioni è possibile arrivare a **un calcolo di rendimento comprensibile**.

I rendiconti Mifid relativi al calcolo del rendimento dell'investimento, poi, possono essere presentati attraverso vari sotterfugi, come testimoniato da varie ricerche indipendenti (**Politecnico di Milano, Il Sole 24 Ore Plus..**), immersi in mille pagine di pubblicità, nascosti in newsletter o spiegati in modi fumosi. Per esempio, non sempre è facile comprendere **quanto guadagna l'intermediario dalle retrocessioni** che gli arrivano dagli emittenti di prodotti finanziari che vengono proposti ai clienti, e **quanto questo impatta sul calcolo del rendimento**.

Pratiche abbastanza diffuse, ma che progressivamente le Autorità di Vigilanza si stanno sforzando di eliminare, cercando di sanzionare i comportamenti scorretti e poco trasparenti.

L'investitore deve pretendere quanto gli è dovuto in termini di trasparenza (se

l'intermediario non lo fa non è un buon segno evidentemente) e se avesse dubbi sul suo rapporto di consulenza con una banca, con una rete di consulenti o con una Sim, quello che potrebbe fare sarebbe richiedere periodicamente una consulenza indipendente una tantum **di verifica. In modo da capire se i piani e gli investimenti proposti e il calcolo rendimento (costi esclusi e inclusi) dell'investimento** sono davvero trasparenti e in linea con gli obiettivi ipotizzati.

Le principali informazioni obbligatorie su costi e oneri sono quelle relative ai costi del servizio, degli strumenti consigliati e di ciò che viene chiesto sia in caso di risultati positivi sia in caso di perdite. Con questi dati il cliente è quindi in grado di comprendere come viene fatto il calcolo rendimento dell'investimento e quanto gli costa il servizio di consulenza (12).



PARAGRAFO 3

Linee guida Esma e CONSOB in relazione ai clienti ed ai consulenti finanziari

La prima figura professionale dalla quale un potenziale cliente-investitore potrebbe ricevere una

forma di consulenza finanziaria è quella dei dipendenti di banche e imprese di investimento. Questi, a meno che siano iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari, possono svolgere l'attività di consulenza finanziaria esclusivamente in filiale. Per questo motivo, tali figure non si possono definire propriamente consulenti finanziari sebbene è attraverso di essi che l'intermediario offre il servizio di consulenza ai propri clienti. La legge di stabilità 2016 ha infatti sostituito nel previgente T.U.F. le parole "consulente finanziario" con "**consulente finanziario autonomo**" (cfr. art. 1 comma 39 Legge n. 208/2015). Pur non dovendo essere necessariamente iscritte al suddetto albo, le persone fisiche operanti per conto dell'intermediario che somministrano ai clienti consulenza in materia di investimenti o che forniscono agli stessi informazioni su strumenti finanziari, devono possedere un livello di conoscenze e competenze oppure un'esperienza adeguati. Ai sensi dell'articolo 25 paragrafo 1 della direttiva MiFID II, e in conformità con l'articolo 25 paragrafo 9 della medesima direttiva, l'Esma ha emanato il 17 dicembre 2015 le Linee guida (Orientamenti)¹⁶⁸, relative alla valutazione delle conoscenze e competenze del personale degli intermediari abilitati che offrono alla clientela servizi finanziari tra cui la consulenza. La Consob è stata delegata dal novellato art. 6 del TUF¹⁶⁹ a definire e pubblicare con regolamento i requisiti che le persone fisiche operanti per conto degli intermediari devono possedere.

Secondo la CONSOB data la labilità del confine tra l'attività volta a fornire informazioni e l'attività di consulenza rimane comunque nella responsabilità dell'intermediario la predisposizione degli assetti organizzativi e procedurali idonei ad assicurare che solo gli addetti in possesso dei necessari **requisiti di conoscenza e competenza** prestino servizi di investimento ai clienti. Per quanto riguarda l'ambito soggettivo, si fa presente che l'articolo 25, paragrafo 1, di MIFID II e, di conseguenza, gli Orientamenti dell'ESMA non prevedono un regime differenziato in relazione alla tipologia di clientela. Il termine "cliente" è peraltro sempre utilizzato in senso omnicomprensivo, includendo quindi sia la clientela retail che quella professionale.

Inoltre, si definisce che la disciplina sui requisiti di conoscenza e competenza riguardo i consulenti finanziari si applica anche ai clienti professionali, sia nel caso in cui essi investano il proprio patrimonio che in quello in cui svolgano il ruolo di intermediari, purché nell'ambito della prestazione di servizi pertinenti. Resta fermo che i gestori collettivi, nel caso in cui non svolgano alcun servizio di investimento, né l'attività di commercializzazione diretta, non risultano sottoposti alla disciplina.

CAPITOLO 3

La valutazione dell'adeguatezza e appropriatezza e strumenti finanziari nella Direttiva MiFiD II

PARAGRAFO 1

Profilatura del cliente e questionario mifid 2

Le nuove disposizioni europee sono tese a garantire che oggi tutti i consulenti finanziari operino nei confronti dei clienti con lo stesso livello di professionalità, competenza e correttezza. Gli intermediari e gli altri soggetti menzionati nel paragrafo precedente sono tenuti infatti ad “agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti” ed a fornire ai propri clienti informazioni “corrette, chiare e non fuorvianti”. Inoltre, vengono ampliate le previsioni relative alla profilatura del cliente attraverso la valutazione di adeguatezza e all’informativa da fornire al cliente in fase precontrattuale ed in fase di esecuzione del contratto di consulenza al quale, peraltro, viene esteso il requisito della forma scritta nel caso in cui a prestarla sia un consulente finanziario autonomo o una società di consulenza finanziaria ma non nel caso in cui sia fornita da un’impresa di investimento.

In merito alla valutazione di adeguatezza, ai sensi dell’articolo 25 comma 2 della MiFiD II, nell’effettuare la profilatura del cliente o potenziale cliente, l’impresa di investimento informa adeguatamente per iscritto il cliente sull’importanza e gli obiettivi della valutazione di adeguatezza e ottiene dal cliente o dal potenziale cliente le informazioni riguardanti:

- le sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio;
- la sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di sostenere perdite
- i suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio.

Il regolamento delegato (UE, 2017/565 della commissione) poi, sebbene faccia riferimento all’idoneità in luogo dell’adeguatezza a causa di un’incongruenza nella traduzione italiana del testo originale in inglese, specifica che le imprese di investimento devono raccogliere informazioni in modo da disporre di una base ragionevole per determinare che lo strumento o il

pacchetto di strumenti oggetto della raccomandazione fornita: a) corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio; b) è di natura tale che il cliente è finanziariamente in grado di sopportare i rischi connessi all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) è di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.

Se il cliente a cui viene reso il servizio di consulenza è classificato come cliente professionale, l'impresa di investimento può legittimamente presumere che egli possieda le necessarie esperienze e conoscenze per gestire i rischi legati all'investimento. Chiunque abbia una esperienza personale di un investimento in banca può aver notato come i consulenti finanziari alla luce delle nuove direttive mifid 2 pongono una particolare attenzione a questi aspetti relativi alla profilatura del cliente, andando a fare nel concreto una sorta di intervista in profondità.

Nel valutare **il livello di conoscenze ed esperienze** del cliente occorre fare riferimento: a) ai tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) alla natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale sono state eseguite; c) al livello di istruzione e alla professione o, se pertinente, l'ex professione del cliente o del potenziale cliente (13).

Nel valutare **la situazione finanziaria del cliente** occorre raccogliere, laddove pertinenti, informazioni: a) sulla fonte e sulla consistenza del reddito regolare; b) sulle attività, comprese le attività liquide; c) sugli investimenti e beni immobili e d) sugli impegni finanziari regolari.

Nel comprendere **gli obiettivi di investimento di un cliente** occorre raccogliere informazioni che includano: a) i dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento; b) le preferenze in materia di rischio; c) il profilo di rischio e d) finalità dell'investimento.

Con riferimento ai consulenti finanziari autonomi, il regolamento Consulenti emanato dalla CONSOB recepisce senza rilevanti modifiche i punti precedenti.

Una volta completata la profilatura, l'intermediario - o il consulente autonomo - provvede a classificare il cliente come **cliente al dettaglio o cliente professionale** e a comunicare allo stesso la classificazione effettuata, ferma restando la possibilità di upgrade (solo su richiesta del cliente) o downgrade (da ambo le parti) nella valutazione di adeguatezza.

Un'ulteriore prescrizione informativa, seppure vaga, è contenuta nel considerando n. 72 della MiFID II, laddove esso afferma che “è inoltre opportuno che le imprese di investimento siano tenute a spiegare ai loro clienti i motivi della consulenza loro fornita.” Possiamo ritenere questa previsione collegata all'articolo 25, paragrafo 6, della MiFID II in base al quale, “le imprese di investimento forniscono ai clienti su supporto durevole, prima di effettuare la transazione, una dichiarazione di adeguatezza (suitability report) che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio”.

Il **test di adeguatezza** consiste quindi nel fatto che L'impresa chiederà ai propri clienti la **conoscenza e l'esperienza maturata in campo finanziario** in precedenza.

Quali sono i servizi e i prodotti con il quale il cliente ha dimestichezza, la natura degli investimenti, il loro volume e la frequenza delle operazioni effettuate in passato, ma anche il livello di istruzione e la professione del cliente e la sua situazione economica/finanziaria.

Oltre al test di adeguatezza, vi è anche il **test di appropriatezza**. Laddove il cliente vuole acquistare o vendere un investimento senza ricevere consulenza e consigli di investimento viene effettuato un test di appropriatezza. Si tratta di un test il cui intento è quello di proteggere coloro che potrebbero non comprendere fino in fondo o non essere consapevoli delle implicazioni derivanti dalle proprie scelte di investimento e dei livelli di rischio derivanti da una determinata operazione finanziaria.



Paragrafo 2

Gamma di strumenti finanziari a disposizione e ruolo/obblighi dei gestori

Nel suo Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, l'ESMA ha chiarito quali elementi debba includere il processo di selezione degli strumenti adottato dall'intermediario che presta consulenza su base indipendente: 1) una selezione diversificata di strumenti finanziari per tipo, emittente, o fornitore del prodotto, che non sia limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti dalle imprese di investimento stessa o da entità aventi con essa stretti legami o altri rilevanti legami legali o economici con l'impresa di investimento; 2) il numero e la varietà degli strumenti finanziari considerati dovrebbero essere proporzionati all'ampiezza dei servizi di consulenza offerti dal consulente finanziario indipendente; 3) il numero e la varietà degli strumenti finanziari considerati sono "adeguatamente rappresentativi" degli strumenti finanziari disponibili sul mercato; 4) la quantità di strumenti finanziari emessi dalle imprese di investimento stessa o da entità ad essa strettamente collegate è proporzionata al numero totale di strumenti finanziari considerati; 5) i criteri di comparazione dei vari strumenti finanziari dovrebbero includere tutti gli aspetti rilevanti quali rischi, costi e complessità nonché le caratteristiche dei clienti dell'impresa di investimento, e dovrebbero assicurare che né la selezione di uno strumento che possa essere raccomandato né le raccomandazioni che sono fornite ai clienti siano distorte.

La MiFID concerne solo alcuni **prodotti finanziari**: quote di **fondi di**

investimento, azioni, obbligazioni e derivati. Non regola quindi prestiti o depositi e neanche prodotti di tipo assicurativo. Obiettivo della direttiva è armonizzare la tutela degli investitori. La MiFID si basa sul seguente principio fondamentale: se un investitore ha conoscenze ed esperienze finanziarie limitate, l'impresa alla quale si rivolge deve offrirgli la massima protezione.



La nuova disciplina di matrice europea ha avuto anche l'intento di cercare di prevenire abusi di mercato in relazione agli strumenti finanziari utilizzati e, con l'intento di cercare di avvicinare il più possibile i prezzi degli strumenti derivati a quelli "a pronti", ha dotato i soggetti coinvolti nel processo di autorità e controllo dei mercati di nuovi e maggiori poteri.

I gestori delle sedi di negoziazione hanno l'obbligo di dotarsi di sistemi di controllo sulla gestione delle posizioni che permettano al gestore di avere accesso riguardo alle posizioni ed ai titolari delle medesime (posizioni aperte, titolari effettivi, titolari sostitutivi ecc.).

Oltre a questi poteri di controllo i gestori hanno la possibilità di chiudere o diminuire le posizioni

degli operatori in maniera permanente o definitiva ed obbligare i soggetti titolari a reimmettere la liquidità necessaria per diminuire gli effetti negativi che possono derivare da una posizione dominante o troppo elevata in relazione ad un particolare strumento finanziario (per cercare di evitare situazioni di “inside trading”, “abuso di potere”, “controllo del mercato “).

Le SIM e le banche italiane e non solo, sono investite di precisi obblighi di segnalazione in merito alle posizioni detenute anche in via disaggregata se necessario e sono forniti diversi poteri in capo alle autorità, tra i quali in particolare ne spiccano tre:

- 1) possono richiedere a chiunque informazioni e dati relativi all’entità ed alla finalità di una posizione aperta tramite strumenti derivati su merci e all’eventuale attività o passività nel mercato sottostante.
- 2) limitare la possibilità a chiunque di concludere un contratto derivato su merci anche mettendo limiti sull’entità della posizione che un soggetto può detenere in un dato momento.
- 3) richiedere a chiunque di adottare misure per ridurre l’entità di una esposizione o posizione su strumenti derivati su merci e comunicare con le autorità competenti degli altri stati membri.

Gli operatori dei vari mercati sono così chiamati a confrontarsi con un modello regolamentare che mira ad aumentare il livello di sicurezza generale percepito (aumentando la fiducia generale sul sistema finanziario) con notevoli ricadute sulla loro operatività. Tale modello richiederà certamente agli operatori una maggiore cautela negli investimenti in strumenti finanziari derivati. (14)

Paragrafo 3

Are di criticità nel private banking

La **prima criticità** che ritengo di sottolineare è l’eliminazione della distinzione terminologica tra promotori finanziari e consulenti finanziari indipendenti dagli intermediari. MiFID II ha ribattezzato i primi “**consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede**” e i secondi “**consulenti finanziari autonomi**”.

La scelta del legislatore andrebbe secondo alcuni interpretata nel senso di voler attribuire pari dignità al servizio di consulenza di tipo strumentale offerta dagli intermediari tramite gli ex promotori alla luce dell'aumentata qualità garantita dalle nuove stringenti regole relative a competenze. Di certo il servizio che essi prestano è diverso per quanto riguarda sia il tipo di consulenza prestata, nello specifico l'ampiezza della gamma di strumenti considerati, sia lo spettro dei servizi finanziari che i due soggetti possono offrire.

Mentre i consulenti finanziari autonomi possono erogare unicamente il servizio di consulenza senza detenere somme di denaro dei clienti, gli ex promotori hanno la possibilità di offrire, congiuntamente a quello di consulenza, tutti i servizi di investimento di cui al novellato art. 5 del TUF, tra cui promozione e collocamento di prodotti finanziari, esecuzione di ordini e gestione di portafogli. Non è da escludere che l'investitore retail, solitamente legato al proprio intermediario creditizio, avrà qualche difficoltà ad apprezzare le differenze tra le due figure professionali stante il medesimo nome che è stato ad esse attribuito nonché l'iscrizione delle stesse al medesimo albo professionale. In merito a quest'ultimo punto, strettamente connesso con la questione terminologica, si ritiene sarebbe stata più **auspicabile la creazione di uno specifico albo per gli indipendenti (ora autonomi)**.

Altra criticità è collegata agli obblighi organizzativi imposti alle imprese d'investimento: dall'entrata in vigore della MiFID II, nel caso in cui esse forniscano il servizio di consulenza finanziaria su base indipendente al fianco di quello su base non indipendente (c.d. consulenti ibridi) vi è il **divieto, per le persone all'interno dell'organizzazione** (compresi i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede), **di prestare entrambi i tipi di consulenza**. Tale previsione è contenuta non nella Direttiva madre, bensì nel Regolamento delegato che, all'articolo 53, introduce dunque una novità assoluta. Come rilevato da autorevoli studiosi, su tutti Di Ciommo, tale obbligo appare "illogico, esorbitante rispetto alla delega di cui alla direttiva madre MiFID 2, e in pieno contrasto con lo spirito della normativa in esame".

Accogliendo questa posizione si sottolinea, oltre alla mancanza di un'analogha previsione nella

MiFID II, il fatto che lo stesso regolamento delegato, al considerando n. 72, non sembrerebbe escludere tout court la possibilità per lo stesso consulente di prestare entrambi i tipi di consulenza limitandosi invece a prescrivere l'adozione di "determinati requisiti organizzativi" per non "generare confusione nei clienti".

La scelta del legislatore europeo avrebbe potuto ricadere sul non consentire al medesimo professionista (dipendente, agente o mandatario) di prestare consulenza su base indipendente e su base non indipendente nei confronti dello stesso cliente, e non in assoluto. Come sostenuto da Di Ciommo (15), la previsione dell'incompatibilità rischia di limitare la libertà nell'esercizio della professione – riservata e soggetta ad autorizzazione - ai consulenti e di creare tra di essi una competizione ingiustificata, che potrebbe portare il cliente a ritenere che uno dei due tipi di servizi, e conseguentemente la competenza professionale di chi la offre, sia di livello superiore rispetto all'altro. Alla luce di tali premesse, è lecito auspicarsi che il legislatore europeo torni sui propri passi e provveda ad eliminare questo requisito aggiuntivo e ingiustificato.

Conclusioni

È fuor di dubbio che i principi ispiratori della MiFID II abbiano determinato un **effettivo accrescimento del livello di trasparenza**, riducendo la distanza informativa tra intermediari ed investitori.

Ciò nonostante, residuano diversi elementi che potrebbero concorrere al pieno raggiungimento degli obiettivi cui la MiFID II ambisce, partendo dalla **semplificazione del linguaggio** attraverso il quale viene posto il dialogo con gli stessi investitori, sino alla **standardizzazione delle informazioni** a questi ultimi indirizzate e sufficienti all'adozione di "decisioni consapevoli".

È dirimente l'indagine condotta da Moneyfarm (società di gestione digitale di risparmio specializzata in investimenti a medio-lungo termine) in collaborazione con la School of Management del Politecnico di Milano, la quale ha messo a **confronto** l'informativa sui costi e sugli oneri prodotta da 20 tra i più importanti intermediari finanziari operanti in Italia, focalizzati su una clientela *retail*. I risultati di tale indagine **non** sono stati incoraggianti avendo accertato che:

- la maggior parte degli operatori non avrebbero provveduto alla **rendicontazione ex post**;
- l'**informativa** non sarebbe stata resa nel 70%;
- nell'80% dei casi non sarebbe stato indicato l'impatto cumulativo dei **costi** sulla redditività dell'investimento; ed infine,
- l'**informativa ex ante** non sarebbe stata consegnata prima della stipula del contratto di intermediazione.

Se da un lato, quindi, vi sono state **applicazioni "personalizzate"** o non pienamente allineate alla normativa da parte degli intermediari dall'altro si registra una **mancata chiarezza** di taluni elementi afferenti a una normativa tutta in evoluzione, all'interno della quale gli intermediari sono stati chiamati ad operare nonostante le diverse zone

d'ombra più volte registrate.

La **MiFID II** è pertanto risultata materia assai complessa tale da produrre importanti effetti sul **mercato**, sulle regole di **condotta**, sulla *governance* dei **prodotti** nonché sugli obblighi di **trasparenza**. Sono di fatto numerose le problematiche legate alla corretta implementazione di tale normativa, la quale ha inciso in maniera rilevante sugli intermediari, i cui ambiti di controllo sono stati estesi ai principi normativi introdotti.

V'è di più: l'attuazione della **MiFID II** ha richiesto notevoli sforzi agli operatori dal punto di vista **dell'adeguamento dell'architettura infrastrutturale** informatica con riferimento all'**obbligo di conservazione dei dati** sulle attività e le operazioni svolte, determinando un impatto significativo soprattutto sugli intermediari medio-piccoli sui quali sono ricaduti gli **ingenti costi** per la gestione dei processi rilevanti per la stessa normativa.

A testimonianza delle difficoltà emerse, vengono incontro le posizioni in continuo divenire dell'**ESMA** che ha inciso sul funzionamento delle Autorità di Vigilanza nazionali, le quali hanno esteso le proprie prerogative ai nuovi profili normativi in esame.

È significativa la Raccomandazione n. 2 della Consob del 28 febbraio 2019 mediante la quale ha "invitato" gli intermediari a illustrare, nelle relazioni periodiche, i presidi adottati atti a garantire la **conformità** alle nuove disposizioni normative ma soprattutto la recente Raccomandazione n. 1 della medesima Autorità del 7 maggio 2020 in merito alle modalità di adempimento dell'obbligo di rendicontazione *ex post* dei **costi e oneri** connessi alla prestazione di servizi di investimento e accessori, definendo struttura e tempistiche dell'informativa da rendere agli investitori. Attese, quindi, le sfumature normative della **MiFID II** e le derivanti applicazioni avvenute a macchia di leopardo da parte del mercato, può considerarsi certamente positivo il lavoro condotto dall'**ESMA**, tornata più volte ad aggiornare i documenti di Q&A sul tema e della Consob con le successive Raccomandazioni divulgate. Si assume, infatti, come punto di

riferimento il **parere** emanato (*Esma's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II*) e reso alla Commissione UE su costi e incentivi che fa il pari con la consultazione della stessa Commissione su temi di revisione della **MiFID II** conclusa il 18 maggio.

Proprio per far fronte alle problematiche emerse in sede applicativa, occorre prioritariamente interrogarsi **se il rapporto tra categorie di investitori previsti dalla MiFIDII e adempimenti cui sono obbligati gli intermediari possa risultare equo e tale da concorrere all'equilibrio degli interessi plurimi che compongono il mercato.**

Uno degli obbiettivi sottesi al processo di revisione della MiFID II dovrebbe essere quello di **evitare** di incorrere in situazioni nelle quali viene a concentrarsi un'elevata attività in capo agli operatori tale da provocare un eccessivo carico di dati ed informative verso gli investitori, generando un cosiddetto "**eccesso di trasparenza**" posto antitetivamente ai profili oggettivi di "trasparenza". L'interrogativo è quindi d'obbligo: si è certi di fornire ampie tutele, garantendo maggiore trasparenza all'investitore (specie se al dettaglio) che viene raggiunto con cadenze periodiche e ravvicinate da *report* e rendiconti anche di diverse **centinaia di pagine**?

Le risposte possono essere varie, essendo concetti spesso demandati alla buona pratica degli intermediari ma è evidente che la differente quantità di informazioni da fornire a **investitori professionali** rispetto alla **clientela retail** debba essere maggiormente netta e variabile rispetto alla tipologia di prodotto. Partendo da tali semplici concetti, si andrebbe di conseguenza a migliorare le **performance degli operatori**, i quali vedrebbero velocizzare i processi in caso di elaborazioni periodiche meno corpose per categorie di investitori più avvedute ovvero ricorrere ad adempimenti da rendersi in **forma semplificata** per prodotti finanziari non complessi.

Se tali considerazioni trovassero fondamento non risulterebbe peregrina l'ipotesi di dare vita ad una nuova categoria di investitore rispetto a quelle già esistenti. Accanto agli investitori al dettaglio, ai professionali su richiesta e al professionale di diritto, la nascita dei cosiddetti **investitori "semiprofessionali"** si collocherebbe tra le prime due categorie, con la possibilità di offrire, con le dovute cautele e prerogative normative, prodotti con migliore valenza commerciale, non collocabili agli investitori al dettaglio; tale scenario consentirebbe agli intermediari di traguardare il collocamento di **prodotti con margini migliori** rispetto agli attuali, fermo restando la naturale gradazione degli obblighi normativi cui sono e resterebbero comunque chiamati ad adempiere. Un'ipotesi certamente ambiziosa che meriterà i necessari approfondimenti anche ai fini del coordinamento con il corpo normativo UE.

In definitiva Un'evoluzione della normativa verso Mifid III potrebbe contemperare **una trasparenza e una tutela maggiore per i clienti al dettaglio** insieme ad una **maggiore elasticità per i clienti maggiormente evoluti**.



Bibliografia

- 1) Capriglione F., Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere, in Colombini - Passalacqua (a cura di), Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato, Napoli, 2012.
- 2) AA.VV., La MiFID II, Rapporti con la clientela - governance - mercati, a cura di Troiano V. e Motroni R., Wolters Kluwer - CEDAM, Padova, 2016.
- 3) CRA International, Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market, Brussels, 2006. 110
- 4) ESMA/2015/1886 IT, 2016. ESMA, Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR,
- 5) ESMA, Q&As: On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics,
- 6) ESMA, Consultation Paper Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements,
- 7) Commissione Europea, Quadro europeo delle qualifiche per l'apprendimento permanente (EQF), 2009.
- 8) ESMA, Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze,
- 9) De Gioia P., Carabellese, L'attività fuori sede da parte di banche e imprese. L'intermediazione finanziaria e assicurativa aggiornata al ddl n. 7/2007, Halley Editrice, Macerata.
- 10) Bachman K., Hens T., Investment competence and advice seeking, Working Paper, 2014.
- 11) Bouchey P., Questionnaire quest: New research shows that standard questionnaires designed to reveal investors' risk tolerance levels are often flawed or misleading, in Financial Planning, July 1, 2004,
- 12) ESMA, CESR's guide to clear language and layout for the Key Investor Information document, CESR/10- 1320, 20 Dicembre 2010.
- 13) Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica, Bancaria, 2018.
- 14) Abreu M., Mendes V., Financial literacy and portfolio diversification, in Quantitative finance 10.5, 2010, pp. 515-528.
- 15) Di Ciommo F., La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 1/2017,

