



Dipartimento di *Economia e Management*
Cattedra di *Economia dei mercati e degli intermediari finanziari*

TUTELA E TRASPARENZA DELL'INVESTITORE,
EVOLUZIONE STORICA E PROSPETTIVA FUTURA

RELATORE:

Prof. Alfredo Pallini

CANDIDATO:

Luca Guerrasio

Matr. 190781

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

*A mia madre, mio padre
e mio fratello.*

Sommario

Introduzione.....	8
1. Trasparenza	11
1.1 Premessa	11
1.2 Trasparenza finanziaria e trasparenza bancaria a confronto	11
1.3 Regolamentazione trasparenza.....	14
2. Tutela.....	17
2.1 Premessa: il risparmio.....	17
2.2 Tutela finanziaria	18
3. Mercati finanziari	21
3.1 Premessa	21
3.2 Evoluzione storica.....	21
3.3 Distinzione mercati	23
3.4 Mercati in prospettiva sovranazionale	24
4. MiFID.....	27
4.1 Cos'è la MiFID	27
4.1.2 L'attuazione della Direttiva nell'ordinamento italiano	29
4.2 La figura dell'investitore	30
4.2.1 L'investitore prima della MiFID	30
4.2.2 L'investitore dopo la MiFID – principio graduazione della tutela.....	30
4.3 Gli Intermediari finanziari	34
4.3.1 Obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza	34
4.3.2 Regolamentazione intermediari finanziari	36
4.3.3 Best execution	38
4.4 Questionario MiFID.....	40
4.4.1 Problematiche legate al questionario MiFID	41
5. MiFID II.....	43
5.1 Premessa	43
5.2 Investor Protection	44
5.2.1 Product Governance	45
5.2.2 Informativa alla clientela.....	48
5.2.3 Governance Aziendale	50

5.3 Market transparency	55
5.3.1 Best Execution.....	56
6. La nuova frontiera – 3 Gennaio 2018.....	58
Conclusioni.....	61
Bibliografia.....	64
ALPA G. e GAGGERO P., <i>Trasparenza bancaria e contratti del consumatore</i> , in ALPA G., et. al. (a cura di), <i>Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario</i> , Vol. I, Padova, 2010;.....	64
ANNUNZIATA F., <i>La disciplina del mercato mobiliare</i> ;.....	64
CAPRIGLIONE F., <i>La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari</i> ;.....	64
CIVALE F. (a cura di), <i>La trasparenza bancaria. Rapporto banca-cliente e forme di tutela</i> , Milano, 2013;	64
Indice delle leggi	65
Sitografia	66

Introduzione

Questo elaborato si pone l'obiettivo di fornire un quadro il più possibile accurato e ben schematizzato della situazione europea in merito alla tutela e alla trasparenza dell'investitore con l'ingresso della Direttiva Europea 2014/65/UE, denominata MiFID II. Nelle seguenti pagine, quindi, si va a delineare la figura dell'investitore e i rapporti con gli intermediari finanziari, analizzando anche i cambiamenti subiti soprattutto nell'ultimo decennio.

Il lavoro è strutturato in sei capitoli. I primi due definiscono rispettivamente la trasparenza, con riferimento a quella finanziaria e a quella bancaria, e la tutela con una specifica proprio della tutela finanziaria. La scelta di descrivere nelle prime pagine la tutela e la trasparenza finanziaria, aspetto centrale di questa tesi, è per far entrare il lettore immediatamente nella materia e per dargli subito un'idea di ciò che l'elaborato si propone di descrivere, per poi analizzare questi temi nelle varie sfaccettature e nei vari rapporti.

Al terzo capitolo vi è l'evoluzione storica dei mercati finanziari con un focus sulle principali distinzioni degli stessi e una prospettiva dei mercati sovranazionali con le due Direttive Europee che regolano, per l'appunto, tale settore. La tesi prosegue con la trattazione della MiFID e MiFID II, analizzando per ogni direttiva i cambiamenti subiti dall'investitore, con le classificazioni apportate; gli obblighi a cui gli intermediari devono sottostare e il tema della *best execution*, trattato precedentemente dalla MiFID e successivamente dalla MiFID II, apportando modifiche in merito; all'interno della Direttiva del 2004 è, inoltre, inserito il Questionario MiFID, il quale ha lo scopo di tutelare maggiormente l'investitore in materia di investimenti, rivelatosi poi non completo, in quanto l'intermediario, ancora oggi, ha una forte discrezionalità sul risultato finale, quindi sulla classificazione, dell'investitore. Inoltre vi è una descrizione anche dei mercati e di come il legislatore si impegna a renderli più trasparenti e maggiormente regolamentati.

Infine, prima delle usuali conclusioni, ho inserito un ultimo capitolo che vuole delineare, in maniera breve e 'semplificata', quello che è il mio punto di vista su ciò che potrà verificarsi il 3 Gennaio 2018, giorno in cui la MiFID II farà il suo ingresso in

Europa e dovrà apportare le modifiche descritte nel capitolo 5. Ovvio che non saranno cambiamenti semplici, né tantomeno attuabili in poche settimane o mesi, ma ci vorranno diversi anni per determinare se il legislatore, con la MiFID II, sarà riuscito a tutelare la figura dell'investitore. Anche vero che saranno necessari continui aggiornamenti da parte del regolatore per riuscire a stare al passo dell'evoluzione dei mercati, quindi la MiFID II non dobbiamo vederla come un punto di arrivo, ma soltanto un punto di partenza per migliorare l'intero sistema finanziario.

1. Trasparenza

1.1 Premessa

“La trasparenza è anche nozione attinente alle informazioni contrattuali, soprattutto relative a determinate categorie di contratti (bancari, finanziari), in cui la complessità e tecnicità (e dunque la non facile comprensione) delle condizioni contrattuali pongono una parte (l’investitore) in una posizione di debolezza. Il legislatore interviene prevedendo a carico della controparte (banca, intermediario finanziario) il necessario rispetto di parametri di trasparenza e pubblicità (inglese *disclosure*)¹, che si estendono dalla fase precontrattuale sino a quella di esecuzione, in modo da garantire una piena consapevolezza del cliente in ordine al contratto. In tale direzione va, per esempio, l’obbligo di pubblicizzare i tassi di interesse applicati, di redigere per iscritto il contratto, indicando espressamente ogni variazione sfavorevole per il cliente, di fornirgli comunicazioni periodiche relative allo svolgimento del rapporto.”² Il dizionario della Treccani introduce in questo modo il tema della ‘trasparenza’ a cui può e deve essere affiancato un sostantivo per concentrare il significato.

1.2 Trasparenza finanziaria e trasparenza bancaria a confronto

Se al termine ‘trasparenza’ si aggiunge ‘finanziaria’, si fa riferimento al rapporto che sussiste tra investitore ed intermediario finanziario, due figure che negli ultimi anni hanno subito un forte cambiamento. A conferma della possibilità di adattare il termine ‘trasparenza’ a diversi contesti e in diversi ambiti, possiamo definire questo termine come “poliseno, con significati di dettaglio che si debbono di volta in volta accertare in relazione agli specifici effetti a cui con esso si alluda, il termine trasparenza fa riferimento in modo metaforico ad una qualità, ad un modo di essere, che si contrappone alla opacità, alla illeggibilità, alla indecifrabilità, oppure alla scarsa leggibilità, alla

¹ Rivelazione.

² Disponibile su [http://www.treccani.it/enciclopedia/trasparenza_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/trasparenza_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/).

scarsa decifrabilità, o addirittura alla decettività di (I) un documento, un bilancio, un prospetto, un contratto, una clausola contrattuale o un frammento di clausola, un allegato ad un contratto; di (II) un assetto proprietario, riferito prevalentemente alla titolarità di azioni societarie; di (III) una operazione economica; di (IV) un comportamento tenuto da soggetti che rivestono un ruolo importante, uno status, o sono investiti di un potere, come accade per gli amministratori di società, per attività di una holding; di (V) un comportamento tenuto da parti contrattuali nella fase precedente alla conclusione di un contratto, nella fase della conclusione o nella fase di esecuzione del contratto, e così via. In ambito contrattuale il termine trasparenza implica chiarezza contrapposta ad opacità, correttezza contrapposta a slealtà, rivelazione contrapposta a celamento, informazione contrapposta ad ignoranza.”³

La trasparenza ha origine bancaria, si parla, per l'appunto, di 'trasparenza bancaria' per la prima volta in Italia con la Legge 19 febbraio 1992, n. 154, "Norme per la trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari". 'Trasparenza bancaria' viene utilizzato per definire, in linea generale, l'insieme di informazioni che possono essere acquisite sulla struttura e sulle attività delle banche, queste ultime sono sottoposte a una disciplina speciale, diversa da quella del diritto comune valida per gli imprenditori. In più negli ultimi tempi questa espressione è entrata nel lessico legislativo e ha assunto un significato ben preciso e specifico: precisamente, quello di insieme delle norme che impongono alle banche di fornire alla clientela informazioni chiare e precise sulle condizioni contrattuali dalle stesse praticate, ciò che sarà oggetto dei prossimi capitoli soprattutto in virtù dei cambiamenti apportati dalle Direttive europee.⁴ Un'ulteriore descrizione della trasparenza bancaria che ci aiuta a comprendere meglio l'importanza e la 'necessità' della Legge 19 febbraio 1992, n. 154 è: "Dall'originaria idea di una trasparenza informativa *stricto sensu*⁵, da intendersi quale necessità di assicurare al cliente una informazione chiara, completa ed adeguata relativa alle operazioni e servizi bancari e finanziari offerti dalla banca, si è sempre più

³ ALPA G. e GAGGERO P., *Trasparenza bancaria e contratti del consumatore*, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. I, Padova, 2010, pp. 77 e ss.

⁴ Riferimento alle direttive europee MiFID e MiFID II.

⁵ La sua traduzione letterale è: «in senso stretto» o «in sintesi».

affermata l'esigenza di una trasparenza conformativa del contenuto e della forma dei contratti bancari volta a (ri)equilibrare il rapporto tra banca e cliente.”⁶ Il contributo di Civale sofferma l'attenzione sul rapporto banca-cliente e sulla necessità di difesa per il contraente debole.

A dimostrazione dei rapidi cambiamenti vi è un'indagine del 2016, dati in riferimento 2015, condotta dall'ABI (Associazione Bancaria Italiana) la quale dimostra che circa 16 milioni di italiani, ossia il 55% dei correntisti del Belpaese, utilizzano Internet per operare con la propria banca. Un numero in aumento del 9% rispetto all'anno precedente, favorito dalla crescita della multicanalità: gli italiani non si accontentano più di un solo canale di accesso ai servizi, ma variano da uno all'altro a seconda delle necessità e delle situazioni di utilizzo. In particolare, l'81% opera con le banche a distanza - soprattutto per le operazioni e i pagamenti di tutti i giorni - e va in filiale per le scelte finanziarie più complesse.

I dati dell'indagine realizzata da ABI (Associazione Bancaria Italiana) e GfK, testimoniano un panorama in forte evoluzione, anche dal punto di vista anagrafico: oggi il 35% dei clienti di età compresa tra i 55 e i 75 anni dialoga ormai con la banca via web. Rispetto ai mezzi di utilizzo dell'Internet banking, il mobile banking continua a farsi strada tra le abitudini dei correntisti italiani: il 19%, infatti, porta con sé la propria banca ovunque, accedendo ai servizi via *smartphone* (+3% rispetto al 2014).

In aumento anche anche i clienti della “banca telefonica” – coloro che fanno operazioni e pagamenti grazie al personale di contatto dedicato dei call center bancari – che rappresentano oggi il 17% dei correntisti. Cominciano inoltre a diffondersi anche nuove modalità di dialogo tra banca e cliente: il 3% dei clienti interagisce anche attraverso i social network degli istituti e, grazie ad aree self-service sempre più evolute e tecnologiche, anche gli sportelli automatici vengono utilizzati da un numero sempre maggiore di correntisti italiani (90%) per le operazioni e i pagamenti di tutti i giorni.

Sempre secondo l'indagine ABI-GfK, la diffusione progressiva dei canali a distanza è il fattore alla base della sensibile riduzione delle visite dei clienti in filiale. In media, ciascun correntista si reca presso la propria agenzia 13 volte all'anno, contro le oltre 16 del 2010 e le 18 del 2008, sempre più spesso su appuntamento e in fasce orarie più

⁶ CIVALE F. (a cura di), La trasparenza bancaria. Rapporto banca-cliente e forme di tutela, Milano, 2013, p. 7.

estese. Liberata di molta parte dell'operatività routinaria, la filiale ha acquisito un nuovo ruolo nella filiera distributiva delle banche italiane, e per questo ha innovato la propria struttura architettonica e gestionale: in filiale, sempre più strumenti informatici e spazi dedicati alla consulenza si sostituiscono a casse e contante in circolazione.⁷

L'elemento discriminante tra le due tipologie di trasparenza è il rischio, il quale pesa in maniera differente. Il rischio di un prodotto finanziario è molto più elevato rispetto al rischio di un prodotto strettamente bancario, basti pensare alle differenze che intercorrono tra uno strumento finanziario, come un derivato, e un prodotto bancario, come un conto corrente. Dati, inoltre, i continui cambiamenti del mondo della finanza, il compito del legislatore si fa sempre più complesso e articolato, in quanto deve tenere il passo di tutti i mutamenti del mondo finanziario, avendo ben chiaro il suo scopo principale: tutelare l'investitore.

Quindi, il significato di trasparenza non è unidirezionale. Non basta limitarsi alle giuste, ma poche, informazioni necessarie per prendere decisioni di carattere finanziario-economico coerenti, la trasparenza richiede uno sforzo in più da parte dell'intermediario il quale deve comportarsi in maniera "corretta", il rispetto delle norme non deve essere formale, ma sostanziale.

1.3 Regolamentazione trasparenza

La regolamentazione non è volta a proteggere gli investitori nei confronti di loro scelte di investimento sbagliate, ma piuttosto ad assicurare che, nel momento in cui prendono le loro decisioni in materia di investimenti, possano disporre di una completa e precisa informazione riguardo l'operato e lo 'stato di salute' delle aziende emittenti.

Gli strumenti finanziari scambiati in Italia sono dettati in maniera tassativa dal legislatore, l'elenco appena citato non è chiuso perché dà la possibilità allo Stato di inserire altri elementi. La nozione di strumento finanziario è stata introdotta, per la prima volta nell'ordinamento giuridico italiano, dal d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (Decreto Eurosim) in sostituzione della definizione di valore mobiliare, non più

⁷ http://www.corrierecomunicazioni.it/digital/40710_internet-banking-16-milioni-di-italiani-operano-online.htm

adeguata all'evolversi dei nuovi servizi di investimento. La legge prevede un'elencazione tassativa di tipologie di prodotti finanziari che possono essere considerate strumenti finanziari. In particolare, secondo l'art. 1 del d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58 sono strumenti finanziari: le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio; le obbligazioni, i Titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; gli strumenti previsti dal codice civile agli artt. 2346 e 2349; le quote di fondi comuni di investimento; i titoli del mercato monetario; qualsiasi altro titolo che permette di acquisire quelli indicati nei punti precedenti; i contratti *futures*; i contratti *swap*; i contratti a termine; i contratti di opzione; combinazione di contratti e titoli indicati nei punti precedenti.

Ricordiamo, inoltre, la differenza tra strumenti finanziari e prodotti finanziari. “Si definiscono prodotti finanziari gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria.”⁸

Gli strumenti finanziari sono soggetti a norme e regolamenti imposti da enti e autorità:

- La Banca d'Italia assolve due compiti fondamentali: istituto di emissione e autorità monetaria all'interno del SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali) – di cui fa parte – ed inoltre controlla e vigila sul buon funzionamento delle banche e degli altri intermediari finanziari.
- La CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) svolge compiti di tutela della trasparenza e corretta erogazione dei servizi di investimento in strumenti finanziari; inoltre esercita il controllo sulle società che gestiscono i mercati degli strumenti finanziari – ad esempio Borsa Italiana – e assicura la tutela degli investitori, richiedendo la diffusione del prospetto informativo⁹, in caso di sollecitazione al pubblico risparmio.
- L'IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) vigila sul comportamento delle compagnie di assicurazione, autorizza le imprese

⁸ A norma dell'Art. 1 lett. u) del Testo Unico della Finanza.

⁹ Documento avente contenuto obbligatorio che espone la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente e l'evoluzione della sua attività, nonché le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti.

all'esercizio dell'attività assicurativa, emana provvedimenti a tutela delle imprese e degli utenti, compie ispezioni presso le imprese e gli intermediari assicurativi e stabilisce regole finalizzate a garantire la correttezza dei comportamenti degli operatori e il rispetto delle norme, nel caso sanzionando dove opportuno.

- La COVIP (Commissione di Vigilanza sui fondi Pensione) esercita funzioni di vigilanza con riferimento all'attività dei fondi pensione. È sottoposta alla vigilanza del Ministero del Lavoro e della Previdenza sociale e tutela gli iscritti alle forme di previdenza complementare.

2. Tutela

2.1 Premessa: il risparmio

La Costituzione italiana dall'Art.41 all'Art. 47 contiene una disciplina ben articolata di principi per la regolazione dei rapporti economici che sono il frutto di un cosiddetto compromesso tra le due diverse posizioni ideologiche, ovvero tra quella orientata alla libera iniziativa economica dei privati e quella orientata ad un'economia prevalentemente affidata alla mano pubblica. Il legislatore nazionale ha operato nel corso degli anni scelte cosiddette intermedie. L'Art. 47 della Costituzione italiana detta così: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese."¹⁰ L'articolo in questione si riferisce all'azionariato popolare alla cui garanzia e tutela è stata preposta la Consob. Questi, infine, attribuisce alla Repubblica il compito di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito.¹¹

Per quanto concerne il risparmio - costituzionalmente - se ne distinguono tre significati:

a) come presupposto necessario del credito, solo il suo accumulo da parte delle famiglie ed imprese e la sua raccolta da parte delle banche consente a queste ultime la concessione di crediti ad imprese e singoli individui;

b) come surplus monetario, frutto di accantonamento volontario da parte dei possessori di altri redditi o capitali che non vogliono destinarli al consumo (es. acquisto di beni di consumo);

¹⁰ Art.47 Costituzione italiana;

¹¹ Lo spunto per questa definizione deriva da una lezione, del 2015 di Diritto Pubblico dell'Economia del Prof. Marco Sepe.

c) come risparmio popolare (risparmio dei lavoratori) prevalentemente accantonato in cifre modeste e in un arco di tempo molto lungo e, come tale, particolarmente esposto al fenomeno inflazionistico, ove, invece, disgiunto dal credito.

“La tutela del risparmio va intesa come disciplina a garanzia degli investimenti in quanto non viene difeso il risparmio in quanto tale, o uno stile di vita parsimonioso e frugale, bensì l’accumulazione di denaro finalizzata al reimpiego del ciclo economico, quindi dinamicamente come elemento base del processo produttivo che si svolge attraverso le fasi di investimento e di produzione (funzione sociale).”¹²

2.2 Tutela finanziaria

“Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati;
- b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l’efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.^{13,14}

La norma alla lettera a) richiede agli intermediari un comportamento che non sia in contrasto con il regolare svolgimento dei mercati nei quali operano. Il riferimento all’integrità del mercato, va inteso poi nel senso di sicurezza, funzionalità, efficienza, trasparenza del comportamento tenuto dall’intermediario sul mercato, il quale va inteso come mercato dei capitali in senso lato.

¹² Sempre in riferimento all’Art. 47 della Costituzione italiana.

¹³ Comma dapprima modificato dall’art. 14 della l. n. 262 del 28.12.2005 e dall’art. 10 comma 6 della l. n.13 del 6.2.2007 (Legge comunitaria 2006) e poi così sostituito dall’art. 4 del d.lgs. n. 164 del 17.9.2007.

¹⁴ Art.21 Capo II, Svolgimento dei servizi e delle attività, Criteri Generali – T.U.F.

La b) può suddividersi in due sezioni: la prima tratta delle informazioni che vengono trasmesse dall'investitore all'intermediario; la seconda, delle informazioni che vengono trasmesse da quest'ultimo all'investitore. La prima parte rinvia all'applicazione delle regole di adeguatezza e di appropriatezza.¹⁵ L'acquisizione delle informazioni dai clienti è propedeutico al rispetto di tali regole. La qualità e la quantità delle informazioni che l'intermediario deve richiedere all'investitore, in via preliminare alla prestazione dei servizi, dipendono dalla tipologia del servizio e dall'attività che deve essere messa in atto. La norma continua, affermando che gli intermediari devono operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati. Si tratta di due disposizioni che incidono sul contenuto degli obblighi informativi, sia di tipo negoziale sia di tipo diverso.

Proseguendo, la lettera c) sostiene che gli intermediari debbano fornire al cliente informazioni appropriate affinché essi possano comprendere la natura del prodotto e i rischi ad esso connessi, consentendo, così, ai clienti-investitori di assumere decisioni coerenti. Ad avvalorare quanto detto l'art. 28 del Regolamento intermediari individua le "condizioni" affinché le informazioni possano dirsi corrette, chiare e non fuorvianti, fornendo così una sorta di decalogo cui attenersi nell'adempimento dell'obbligo.¹⁶

Infine, la lettera d) va a delineare una posizione di rilievo alle procedure di controllo interno che si articolano in tre aree distinte:

- Attività di controllo di conformità (c.d. *Compliance*);
- Attività di *Internal Audit*;
- Attività di *Risk Management*.

Elemento caratterizzate di queste tre compagini sono l'autonomia, assenza di subordinazione rispetto ad aree sottoposte a controllo e separatezza.¹⁷ Questi tre uffici, che adesso analizzeremo per comprendere in maniera più approfondita il loro scopo, affiancano i controlli di linea, conosciuti anche come "controlli di primo livello", di competenza e responsabilità delle funzioni operative.

¹⁵ Dettagliate negli artt. 39 e ss. del Regolamento Intermediari.

¹⁶ Gli obblighi degli intermediari saranno discussi infra.

¹⁷ v. Regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia.

Alla funzione di *Compliance* spettano compiti di controllo attinenti all'adeguatezza ed efficacia delle procedure interne, nonché funzioni di consulenza ed assistenza alle diverse funzioni aziendali circa gli obblighi derivanti dalla disciplina dei servizi di investimento. Alla revisione interna (*Internal Audit*) spettano compiti di controllo di più alto livello, dovendo verificare l'adeguatezza dei sistemi, dei processi, delle procedure e dei meccanismi anche di controllo dell'intermediario, definito "controllo di secondo livello". In ultimo, non per importanza, alla funzione di gestione del rischio (*Risk Management*) spettano compiti relativi all'individuazione, al controllo e alla gestione delle varie tipologie di rischi alle quali è esposto l'intermediario; la gestione del rischio con i controlli sulla conformità generano i "controlli di terzo livello".

3. Mercati finanziari

3.1 Premessa

Il mercato sotto un punto di vista funzionale economico può essere visto come una corretta allocazione del risparmio, mediante il trasferimento delle risorse finanziarie dai settori in surplus (come ad es. i risparmiatori) a quelli in deficit. I mercati finanziari sono aggregazioni di scambi finanziari che si realizzano con la negoziazione di strumenti finanziari.

3.2 Evoluzione storica

Nel 1865 il codice civile ancora non trattava l'attuale *mare magnum* che è la Borsa; si deve aspettare il codice di commercio del 1882 che introduce importanti novità in merito all'ammissione dei titoli e alla liquidazione dei contratti.

Nel 1907 ricordiamo una forte crisi internazionale, 'il Panico del 1907', conosciuto anche come il Panico dei banchieri del 1907, è stata una crisi finanziaria che ha avuto luogo negli Stati Uniti quando la Borsa Valori di New York cadde del 50% dal suo picco dell'anno precedente. Il panico scoppiò durante un periodo di recessione economica, quando ci furono numerosi episodi di corsa agli sportelli nei confronti di banche e società fiduciarie. Il panico del 1907 alla fine si diffuse in tutta la nazione quando molte banche e società dichiararono bancarotta. Dopo quell'evento l'Italia, in allarme, comincia a sorvegliare l'attività economica, dalle modalità di quotazione dei titoli e di rilevamento dei prezzi alle prerogative degli agenti di cambio e le loro modalità operative. Tale legge è stata definita fondamentale, in quanto durò fino agli anni '70, la dottrina e la giurisprudenza l'hanno inquadrata come fulcro della regolazione. Soltanto con la legge n. 216 del 1974 (c.d. miniriforma societaria) il mercato mobiliare fu centralizzato. Venne istituito un quadro normativo volto a promuovere la sicurezza dei risparmiatori con maggiori informazioni e controlli sulle società; per l'appunto venne istituita la Consob, autorità di controllo sulle società

quotate e sulla Borsa. In quegli stessi anni venne istituito il mercato ristretto per la negoziazione dei titoli azionari delle piccole e medie imprese sottoposto alla vigilanza della Consob, procedendo con l'introduzione dei fondi comuni d'investimento. Tante furono le problematiche riguardanti l'estensione delle competenze della Consob, a tal riguardo nel 1985 la dotarono di personalità giuridica, rendendo maggiormente trasparente i criteri di nomina dei componenti, aumentando il distacco e l'indipendenza dal potere esecutivo.

Una svolta decisiva si ebbe con la legge n.1 del 1991 in cui si ha una rivisitazione sistemica della regolamentazione dei mercati mobiliari volta a disciplinare l'organizzazione dei mercati a rilevanza nazionale. Di particolare rilievo fu l'introduzione della regola della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, resa possibile con l'inserimento degli strumenti telematici che rendevano anche più chiare le operazioni degli intermediari, eventuali violazioni sancivano una sanzione pecuniaria. Per avvalorare la trasparenza e assicurare il minor rischio, il legislatore formula un'organizzazione a carattere imprenditoriale, da qui la scelta delle privatizzazioni, che trova fondamento nel Decreto Eurosim del 1995¹⁸, contenenti il recepimento delle direttive della Comunità Europea. In questo modo si supera il sistema dell'intermediario unico, si conferma il ruolo della Consob e si assicura la solvibilità degli intermediari.

“Da un'architettura istituzionale centrata sulla natura pubblicistica dei mercati e sulla forte presenza delle autorità nei processi di regolazione e organizzazione si passa al moderno concetto di mercato-impresa, autogestito dagli stessi utenti attraverso gli organi di apposite società di gestione e in cui il ruolo dell'Autorità è limitato alla verifica della sussistenza e della permanenza di condizioni atte a garantire la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori”.¹⁹ Si ha definitivamente il passaggio da eteroregolazione a autoregolazione.²⁰

¹⁸ Legge n. 415 del 1996.

¹⁹ Relazione di accompagnamento al predetto decreto redatta dall'allora Direttore Generale del Tesoro, Mario Draghi.

²⁰ LEGGIERI G., Teoria e pratica del diritto – Regole, funzionamento e controlli dei mercati, Giuffrè Editore, 2010, pp. 4 e ss

3.3 Distinzione mercati

Per i mercati dobbiamo effettuare due distinzioni. La prima in merito alla dimensione del mercato e la seconda in merito alla Direttiva europea 2004/39. Procedendo con ordine analizziamo i mercati per due dimensioni: mercato primario-mercato secondario e mercato monetario-mercato dei capitali.

Sui mercati primari hanno luogo le nuove emissioni da parte degli utilizzatori di fondi di strumenti finanziari – azioni o obbligazioni – per finanziare nuovi progetti o per far fronte a necessità produttive quando i fondi generati all'interno non sono sufficienti per soddisfare tali necessità. La prima quotazione sul mercato prende il nome di IPO (*Initial Public Offering*). Una volta avvenuta l'emissione degli strumenti finanziari sui mercati primari, essi sono negoziati, quindi acquistati e rivenduti sui mercati secondari, dove oltre alle azioni e alle obbligazioni, sono negoziabili anche gli strumenti derivati e i titoli ibridi. Dell'esistenza dei mercati secondari beneficiano sia gli investitori sia le società emittenti. I primi perché hanno l'opportunità di negoziare in modo rapido i titoli al loro valore di mercato, e possono acquistare titoli con vari profili di rischio-rendimento; le seconde non sono direttamente coinvolte sul mercato secondario, ma hanno la possibilità di ottenere informazioni sul valore corrente di mercato dei loro strumenti finanziari.

Sui mercati monetari si emettono e scambiano titoli di debito o strumenti finanziari a breve scadenza, ovvero con durata pari o inferiore ai 12 mesi. I mercati monetari non hanno una sede specifica, per questo motivo molti mercati monetari sono definiti OTC (*Over the Counter*).²¹ Sui mercati di capitale, invece, si negoziano titoli di capitale (azioni) e di debito (obbligazioni) a medio e lungo termine, ossia con scadenza superiore ai 12 mesi.

Per quanto concerne la Direttiva MiFID 2004/39/CE in materia di mercati secondari prevede diverse tipologie, abolendo l'obbligo di concentrazione degli scambi

²¹ Mercati senza una sede specifica, nei quali le transazioni vengono effettuate per telefono, per via telematica o in generale via computer.

sui mercati regolamentati ed aprendo la strada a due nuove categorie di mercati alternativi (*Trading Venues*), i *Multilateral Trading Facility* e gli Internalizzatori Sistematici:

- Mercati regolamentati: sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente;

- *Multilateral Trading Facility* (MTF)²²: circuiti di negoziazione, gestiti da soggetti privati che permettono l'acquisto e la vendita, mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali. Le MTF trattano titoli già quotati presso altri mercati;

-Internalizzatori Sistematici (IS): impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione;

La MiFID riconosce "pari dignità", ma solo le prime due tipologie permettono l'incontro di interessi multipli, in quanto gli Internalizzatori Sistematici sono, per definizione, bilaterali.²³

3.4 Mercati in prospettiva sovranazionale

La *Market In Financial Instruments Directive* è la normativa comunitaria che disciplina i servizi di investimento prestati dagli intermediari ai clienti, i mercati

²² MTF è il termine equivalente per ATS (*Alternative Trading System*), soltanto che quest'ultimo è regolamentato nella legislazione statunitense. In italiano: sistema multilaterale di negoziazione.

²³ Un elenco aggiornato delle *Trading Venues* autorizzate è consultabile sul sito Internet del CESR (<http://mifiddatabase.cesr.eu/>).

regolamentati e le diverse sedi di negoziazione degli strumenti finanziari. La direttiva MiFID ha posto le premesse per un processo di integrazione, a livello europeo ed internazionale, delle attività di scambio, compresa la gestione dei mercati ed ogni altro sistema multilaterale di negoziazione.²⁴ La precedente direttiva comunitaria 1993/22/CEE – nota come ISD, ovvero *Investment Services Directive* – relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, non ha raggiunto l’obiettivo atteso di creare un mercato unico europeo dei servizi finanziari e di assicurare un livello comune di tutela della clientela nel contesto europeo. Da qui è nata l’esigenza di una nuova disciplina che, sostituendo la precedente direttiva ISD fosse in grado di assicurare una piena armonizzazione delle regole di funzionamento dei mercati finanziari e dei servizi di investimento in ambito europeo.²⁵ Cominciano, quindi, iniziative variegate, tra le quali una di particolare rilievo fu il progetto Torquoise, predisposto da sette grandi operatori internazionali con lo scopo di sviluppare un circuito di negoziazione in concorrenza con le borse europee.

Per quanto riguarda il nostro Paese solo nel 2007 fu raggiunto l’accordo con l’integrazione tra il *London Stock Exchange* (LSE) e la Borsa Italiana, che ha dato vita al principale mercato europeo in termini di liquidità e di capitalizzazione delle società quotate. Sotto il profilo giuridico questo accordo non ha inciso in maniera rilevante in quanto le due borse sono rimaste legalmente distinte e assoggettate ai rispettivi assetti regolamentari, furono modificate, invece, le piattaforme informatiche sulle quali si lavorava. La Banca d’Italia sembrava apprezzare questo ampliamento di offerta, mentre la Consob riservava una valutazione non altrettanto positiva. Le criticità furono rinvenute nel possibile spostamento dell’asse decisionale sulla piazza londinese determinato dalla progressiva riduzione della partecipazione complessiva nel capitale della holding delle banche italiane già azioniste di Borsa Italiana. Questi timori spinsero la Consob a sottoscrivere con la *Financial Services Authority* un Memorandum in merito alla cooperazione, consultazione e scambio d’informazioni relative alle due Borse.

²⁴ Cfr. Oltre

²⁵ SAUNDERS A., CORNETT M., ANOLLI M., ALEMANNI B., *Economia degli intermediari finanziari*, p. 503.

Da riportare alla luce il rifiuto da parte della Commissione Europea dell'accordo tra Deutsche Exchange e la Borsa di New York, infatti non tutte le concentrazioni furono accettate, per evitare possibili intenti oligopolistici.

4. MiFID

4.1 Cos'è la MiFID

MiFID è l'abbreviazione di *Market In Financial Instruments Directive*; si tratta di un'importante direttiva in ambito europeo del 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 Aprile 2004, come appena riportato, la MiFID sostituisce ed abroga la precedente *Investment Services Directive* (ISD), costituisce un passo in avanti verso la costruzione di un mercato finanziario efficace, integrato, omogeneo e competitivo all'interno dell'Unione Europea. Questa direttiva è entrata in vigore in Italia con il Decreto Legislativo n. 164/2007. A conferma di quanto detto in merito ai protagonisti – gli intermediari finanziari e i mercati finanziari – di questa direttiva: "E' necessario stabilire un regime organico che disciplini l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di organizzazione utilizzati, in modo da garantire un'elevata qualità dell'esecuzione [...] nonché l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario [...] E' necessario prendere atto dell'emergere, a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati, che dovrebbero essere sottoposti ad obblighi per preservare il funzionamento efficiente ed ordinato dei mercati finanziari."²⁶

Per quello che concerne gli intermediari finanziari la MiFID introduce un nuovo servizio di consulenza e ridisegna la tutela del cliente/investitore, a tal proposito stabilisce le regole di condotta dell'impresa, l'obbligo di servire il cliente nel modo migliore possibile e disciplina il conflitto di interessi. Inoltre con la MiFID viene ridefinito il concetto di esecuzione dell'ordine nel miglior modo possibile (*Best Execution*). Invece dal lato dei mercati, la Direttiva MiFID abolisce l'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati e stabilisce nuove sedi di negoziazione, che affiancano quelle già esistenti dei mercati regolamentati, come già detto in precedenza.

²⁶ 5° Considerando della Direttiva 2004/39/CE

Importanti novità riguardano la vigilanza: definisce nuovi principi di regolamentazione, amplifica gli obiettivi della vigilanza e stabilisce nuove modalità di collaborazione tra la Consob e la Banca d'Italia.²⁷

La Direttiva è articolata in un complesso di norme, composto dalla 2004/39/CE Direttiva di 1° Livello, adottata dal Parlamento Europeo e dal Consiglio dell'Unione Europea, dalla 2006/73/CE Direttiva di 2° Livello e dal 1287/2006 Regolamento di 2° Livello, adottati dalla Commissione Europea, che recano le modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE.

La Direttiva di Secondo livello delinea i requisiti di organizzazione delle imprese di investimento, le modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento; mentre il regolamento di secondo livello pone dei chiarimenti relativi alle operazioni di negoziazione e l'introduzione di determinati strumenti finanziari nelle negoziazioni.

I principi alla base della Direttiva MiFID sono:

- armonizzazione;
- regolamentazione per principi;
- vigilanza da parte del Paese d'origine sulle imprese che operano il proprio servizio in altri Paesi;
- la non concentrazione degli scambi commerciali esclusivamente sui mercati regolamentati.

Per armonizzazione si intende che gli Stati membri dell'Unione Europea non possono introdurre obblighi ulteriori per le imprese di investimento. Si tratta in definitiva di un principio denominato *Level Playing Field*, il quale facilita la concorrenza fuori frontiera. Per regolamentazione per principi si intende invece la determinazione di obiettivi che le imprese sono tenute a perseguire, lasciando però ampio spazio sulle modalità di esecuzione.

²⁷ "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" (cd. Regolamento congiunto).

4.1.2 L'attuazione della Direttiva nell'ordinamento italiano

Il recepimento della MiFID nell'ordinamento giuridico italiano ha preso forma con l'approvazione del Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n. 164, che ha apportato una serie di modifiche, anche abbastanza importanti, al Testo Unico della Finanza: il Decreto è entrato in vigore il 1° novembre 2007. La trasposizione è proseguita in data 29 ottobre 2007 con l'introduzione da parte della Consob - a seguito di consultazione con il mercato - delle pertinenti modifiche ai Regolamenti Intermediari e Mercati²⁸ e con la pubblicazione congiunta da parte di Consob e Banca d'Italia del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio". In ossequio agli obiettivi di ridurre al minimo i rischi di frammentazione e garantire un'effettiva parità di trattamento a tutte le imprese di investimento operanti nel mercato comunitario, le norme nazionali di recepimento hanno delle discrepanze poco rilevanti da ciò che il legislatore europeo ha formulato. Il Dipartimento del Tesoro, insieme alle Autorità del settore, cioè Banca d'Italia e Consob, hanno predisposto una bozza per il decreto attuativo, la quale è stata sottoposta a pubblica consultazione e ha ricevuto 23 documenti di commento da parte dei soggetti direttamente interessati nella direttiva. La bozza è stata così modificata ed è stata nuovamente discussa da parte delle autorità preposte, infine approvata.

Il modello funzionale del Decreto attuativo prevede che la Banca d'Italia sia competente per quanto concerne la stabilità e la Consob si occupi della trasparenza e della correttezza dei comportamenti da parte dell'impresa d'investimento. Il cosiddetto Regolamento congiunto che concerne il coordinamento dei compiti svolti per la vigilanza stabilisce i seguenti criteri:

- nel protocollo vengono chiariti i compiti delle Autorità che si occupano dell'esercizio di vigilanza che devono attuare nei confronti dell'impresa d'investimento, ed afferma il criterio della prevalenza in base alle funzioni;
- il protocollo d'intesa è pubblico, in tal modo viene garantito il principio di chiarezza e trasparenza del quadro istituzionale;

²⁸ Rispettivamente Regolamento n°16190 e n°16191.

- per rendere più efficiente la vigilanza è necessario ridurre il rischio di sovrapposizione;
- il protocollo d'intesa regola il continuo scambio di informazioni anche relative alle irregolarità rilevate dalle Autorità in merito alle imprese. In questo modo la vigilanza risulta più efficace.

4.2 La figura dell'investitore

Secondo la MIFID gli investitori non sono tutti uguali e la loro suddivisione in classi determina diversi livelli di protezione e regole di condotta a cui devono attenersi gli intermediari.

4.2.1 L'investitore prima della MiFID

Prima del recepimento della direttiva MiFID i clienti venivano suddivisi in due categorie, clienti *retail* e operatori qualificati, nei cui confronti non trovavano applicazione le norme relative all'offerta fuori sede, ossia il diritto di recesso e la presenza dei promotori finanziari.

4.2.2 L'investitore dopo la MiFID – principio graduazione della tutela

La clientela, con l'ingresso della nuova direttiva concernente i servizi di investimento, è subito una tripartizione: clienti al dettaglio, clienti professionali e controparti qualificate. La nuova suddivisione della legislazione comunitaria stabilisce, in funzione dell'attribuzione di "cliente", una forma di protezione secondo il principio di graduazione della tutela. Tale identificazione in classi non è immutabile e rigida, ma può essere, dietro richiesta e rispettando precise regole, oggetto di variazione. La *ratio* di questa divisione fa riferimento all'individuazione di "un giusto punto di equilibrio tra

le esigenze di regolamentazione e di vigilanza del settore dell'intermediazione finanziaria, con quelle di efficienza e flessibilità della disciplina.”²⁹

4.2.2.1 *Clienti al dettaglio*

I clienti al dettaglio (inglese *retail*) rappresentano la base della classificazione degli investitori ed è la classe maggiormente tutelata in quanto non sono in possesso dell'esperienza, delle conoscenze e delle competenze proprie dei clienti professionali e delle controparti qualificate. I modelli di protezione nei confronti dei clienti al dettaglio trovano centralità nell'obbligo da parte degli intermediari di fornire ai clienti informazioni utili, anche in formato standardizzato, affinché possano gli stessi investitori capire la natura dei servizi di investimento e il tipo specifico di strumenti finanziari e i rischi ad essi correlati, con il fine ultimo di effettuare scelte consapevoli.

4.2.2.2 *Clienti professionali*

I clienti professionali invece sono quelli che si ritiene posseggano l'esperienza, le conoscenze e le competenze, necessarie per effettuare autonomamente e consapevolmente le decisioni in materia di investimenti dopo un'attenta valutazione dei rischi. I clienti professionali necessitano quindi di un livello di protezione più basso rispetto a quelli *retail*. I clienti professionali a loro volta si dividono in clienti professionali di diritto e clienti professionali su richiesta.

Rientrano nella categoria dei clienti professionali di diritto:

a) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari sia essi italiani sia esteri;

b) le imprese di grandi dimensioni che rispondano, a livello di singola società, ad almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

²⁹ ANNUNZIATA F., La disciplina del mercato mobiliare, cit., p. 151.

- totale di bilancio pari o superiore a 20 milioni di euro;
- fatturato netto pari o superiore a 40 milioni di euro;
- fondi propri pari o superiori a 2 milioni di euro.

c) Gli investitori istituzionali la cui attività principale è negoziare in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre transazioni finanziarie. Similmente sono da considerare clienti professionali di diritto i governi nazionali, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sopranazionali, quali la Banca Mondiale, il fondo monetario internazionale, la Banca Centrale Europea. L'intermediario prima della prestazione di qualunque servizio ha l'obbligo di informare questi clienti, che sulla base delle informazioni di cui dispone, sono considerati di diritto clienti professionali e che saranno trattati come tali a meno che non venga convenuto diversamente.

I clienti professionali su richiesta sono soggetti che, pur non avendo i requisiti dei clienti professionali, richiedono espressamente di essere considerati come clienti professionali in virtù della competenza ed esperienza maturata in campo finanziario. Il passaggio, che determina una minore protezione, è consentito solo se l'intermediario, dopo aver valutato anche attraverso specifici test, la competenza, l'esperienza e le conoscenze del cliente, ritenga che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. Ai fini della valutazione da parte dell'intermediario della competenza e della conoscenza dei clienti, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti:

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

4.2.2.3 Controparti qualificate

Le controparti qualificate rappresentano la classe di clientela che possiede il più alto livello di conoscenza, di esperienza e competenza in materia di investimenti, quindi la categoria di investitori che ha la minore protezione e al tempo stesso la maggiore libertà di azione. Ma tale classe assume rilevanza solo quando l'intermediario presta i servizi di ricezione e trasmissione di ordini, negoziazione per conto proprio o esecuzioni di ordini. Con il termine "controparte qualificata" viene delineato un sottoinsieme degli investitori professionali. Sono controparti qualificate:

- le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli OICR, le SGR, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del Testo Unico Bancario, le società di cui all'articolo 18 del testo unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, 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 a carattere pubblico;
- le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci;
- le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti purché esse siano garantite da membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati;
- le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione;
- le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea.³⁰

³⁰ Elenco ai sensi dell'art. 6, comma 2 – quater del Testo Unico della Finanza.

4.3 Gli Intermediari finanziari

Gli intermediari finanziari svolgono il compito principale di raccogliere e incanalare i fondi da coloro che ne hanno in eccesso, soggetti in surplus o fornitori di fondi, a coloro che non ne hanno abbastanza per svolgere la loro attività economica, soggetti in deficit o utilizzatori di fondi. L'esigenza di trasferimento di fondi origina dall'esistenza di una dissociazione tra risparmio e investimento.³¹

4.3.1 Obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza

L'obbligo da parte degli intermediari di "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati" è innanzitutto uno standard di comportamento, per questo associato all'etica dell'intermediario finanziario. Ripercorrendo i vari riferimenti legislativi di questi obblighi li ritroviamo nell'art. 6, primo comma della Legge S.I.M., per il quale l'azione degli intermediari doveva essere "diligente, corretta e professionale"; nel disposto della Direttiva 93/22/CEE (in particolare all'art. 11, primo comma), invece, il riferimento era all'obbligo, per l'impresa di investimento, di agire "in modo leale ed equo" e con "la competenza, l'impegno e la diligenza necessari". Il Decreto Eurosim richiedeva agli intermediari di comportarsi con "diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati". Ad ogni modo la correttezza sembrerebbe coincidere con la buona fede oggettiva, che si applica in tutte le fasi contrattuali: da quella delle trattative e della formazione del contratto (art. 1337 c.c.), a quella dell'interpretazione (art. 1366 c.c.) e dell'esecuzione (art. 1375 c.c.), oltre che in pendenza di condizione (art. 1358 c.c.). La correttezza (buona fede) può essere utilizzata

³¹ Definizione da appunti di una lezione durante il corso di Economia dei mercati e degli intermediari finanziari, tenuto dal Prof. Alfredo Pallini, Febbraio 2017.

quale raffinato strumento per calibrare gli interessi delle parti e, in ultima analisi, per garantire l'effettività della tutela civilistica del risparmiatore e l'integrità del mercato."³²

Per quanto riguarda invece la diligenza, come già accennato, “con riferimento allo svolgimento dei servizi di investimento [questa] si risolverebbe nella professionalità. La diligenza può essere valutata, secondo la dottrina, sia come criterio di responsabilità ed in tal caso “indicherebbe lo sforzo che il debitore deve impiegare per evitare l'inadempimento o l'inesattezza dell'adempimento”, sia come criterio di determinazione della prestazione, ed in questo caso invece “rappresenterebbe il modello di precisione cui il comportamento dovuto deve conformarsi.”³³

Infine, la trasparenza, ha lo scopo di risolvere il problema delle asimmetrie informative che è presente tra intermediario ed investitore. Tale principio deve essere risolto grazie ad un'informazione corretta, completa ed adeguata oltre che chiara. Quindi l'informazione è l'elemento principale su cui si basa l'attività dell'intermediario, in quanto pesa in maniera diretta sulla tutela dell'investitore; ha lo scopo di mantenere la salvaguardia del mercato, in quanto un investitore più si sente tutelato, più investe i propri risparmi, quindi il mercato ne beneficia; tutto questo permette al sistema economico generale una forte crescita.

Come in tutte le materie, esistono diverse scuole di pensiero, tra chi pensa che l'obbligo di trasparenza debba essere “tenuto distinto dall'obbligo di informazione”³⁴, ed invece l'interpretazione che un'altra dottrina ha dato al concetto di trasparenza, la quale “potrebbe essere ascritta alla diligenza professionale, nel senso che comportamento trasparente significa enunciazione dei rischi dell'operazione, assicurarsi dell'intelligibilità delle clausole e dell'operazione nel suo complesso, assenza di sollecitazioni ad investire, e così via: ovviamente più trasparente è l'operazione, più

³² SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, cit., pp. 160 e ss.

³³ RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria: commentario al D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, op. cit., p. 172.

³⁴ LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., p. 256.

corretto è il rapporto con il cliente”³⁵. Facendo riferimento di nuovo al testo appena citato in merito ai canoni di correttezza, diligenza e trasparenza è essenziale riportare alla mente che tali criteri siano “l’interesse di tutti i clienti dell’intermediario. [...] [E]ssi [infatti] rivestono interesse generale in quanto influiscono sul funzionamento dei mercati: sia per le disfunzioni che la violazione di [questi] canoni può produrre sull’esecuzione delle contrattazioni; sia per i riflessi delle violazioni sull’affidabilità degli intermediari agli occhi del pubblico dei potenziali investitori [il c.d. “rischio reputazionale”], e per ciò per gli effetti deterrenti o incentivanti dell’investimento sui mercati finanziari. D’altro canto, l’integrità dei mercati è presupposto della soddisfazione delle aspettative riposte dai clienti dell’intermediario nell’investimento [...], sì che risulta funzionale sia all’interesse generale che a quello particolare degli investitori”³⁶.

4.3.2 Regolamentazione intermediari finanziari

Una mancata fornitura dei servizi offerti dagli intermediari o un’inefficienza può generare dei costi importanti sia per i fornitori e utilizzatori finali di fondi sia per l’economia in generale. Il controllo e la regolamentazione, anche se comportano costi aggiuntivi, sono necessari al fine di ridurre i rischi per l’economia. La regolamentazione degli intermediari si esercita in riferimento ai seguenti problemi: distruzione della fiducia della moneta; crisi bancarie ed esternalità negative, asimmetrie informative, mancata tutela del contraente debole, insufficienza della concorrenza. Le prime due forme di “fallimento del mercato” hanno a che fare con la stabilità, vale a dire che la fiducia nella moneta si ottiene stabilizzando il potere d’acquisto, e nello stesso tempo, assicurando che gli intermediari abbiano caratteristiche di liquidità e solvibilità. Le asimmetrie informative esistono quando gli agenti economici dispongono di frammenti informativi diversi, l’obiettivo in questo caso è la trasparenza, inteso come completezza

³⁵ CAPRIGLIONE F., La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: Commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM, op. cit., p. 140

³⁶ CAPRIGLIONE F., La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: Commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM, op. cit., pp. 128 e ss.

dell'informazione fornita a tutti gli investitori. La protezione del contraente è debole per motivi di mancata chiarezza o incompletezza delle informazioni fornite al cliente. L'ultimo ambito su cui si concentra l'attività di regolamentazione riguarda la possibile insufficienza della concorrenza, la quale è sinonimo di efficienza e deve essere garantita in forme adeguate.

4.3.2.1 Tutela del contraente debole

In questo paragrafo ci soffermeremo sull'esistenza di un'asimmetria informativa tra i due soggetti contraenti: il prenditore di fondi da un lato e il cliente al dettaglio dall'altra, nelle vesti del datore di fondi. Nel ragionamento che segue, si considera il "cliente al dettaglio" perché delle tre tipologie di clienti, come esplicito in precedenza, è quella che necessita di maggiori tutele.³⁷

Facendo riferimento all'asimmetria informativa, nel rapporto datore-prenditore di fondi può portare in alcuni casi a due problemi: alla selezione avversa (*adverse selection*, asimmetria informativa *ex ante*) e all'azzardo morale (*moral hazard*, asimmetria informativa *ex post*). Secondo la prima forma di asimmetria "il datore di fondi, non conoscendo in misura accurata le informazioni circa il prenditore (*hidden information*), rischia di essere 'selezionato' dai prenditori di fondi più rischiosi, ovvero da quelli che presentano la probabilità di rimborso più bassa."³⁸ In tale situazione il mercato va incontro a una forma di "fallimento", in quanto viene meno il meccanismo disciplinatore costituito dalla leva del prezzo: se il datore di fondi aumenta il prezzo del finanziamento, otterrà solo di selezionare i prenditori peggiori e il mercato troverà un equilibrio nel quale il volume di finanziamenti è subottimale.

L'asimmetria informativa *ex post*, invece, può dare luogo a "fenomeni di comportamento opportunistico in base al quale il datore di fondi, a differenza del

³⁷ Vedi supra.

³⁸ SAUNDERS A., CORNETT M., ANOLLI M., ALEMANNI B., *Economia degli intermediari finanziari*, pp. 30 e ss.

prenditore, non è in grado di controllare, a erogazione avvenuta, il grado di rischio con il quale tali fondi sono impiegati (*hidden action*).”³⁹

Una soluzione al problema dell’asimmetria informativa consiste nel mettere insieme (*pooling*) i fondi di diversi piccoli investitori e investirli in titoli emessi da un intermediario finanziario che, a sua volta, investa direttamente nei titoli emessi dagli utilizzatori di fondi. In tal modo si risolvono molti problemi. Infatti, il grande intermediario finanziario è maggiormente incentivato a dotarsi delle necessarie competenze in tema di selezione e controllo, quindi di superamento dell’asimmetria informativa.

4.3.3 Best execution

Con l’abolizione della concentrazione degli ordini in Borsa e la conseguente frammentazione degli scambi viene a mancare la presunzione che gli ordini eseguiti nei mercati regolamentati rispettino di per sé l’obbligo di *Best Execution*. Visto tale scenario, la MiFID impone sia dal punto di vista regolamentare sia da quello sostanziale un ripensamento del concetto di *Best Execution*. La Direttiva in questione impone alle imprese di investimento di definire ed attuare una strategia di esecuzione degli ordini che consenta loro di ottenere per i loro clienti il miglior risultato possibile. La strategia di esecuzione degli ordini deve specificare, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le informazioni circa le varie sedi dove l’impresa di investimento esegue gli ordini dei suoi clienti e l’importanza assegnata ai fattori che influenzano la scelta della sede di esecuzione.⁴⁰

I principali fattori che devono essere presi in considerazione, al fine di stabilire quale sia il miglior risultato possibile per i clienti, sono prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, nonché dimensione e natura dell’ordine. Per determinare l’importanza relativa e ordinare tali fattori, le imprese di investimento devono tener conto delle caratteristiche del cliente, dell’ordine, degli strumenti

³⁹ Idem, ibidem.

⁴⁰ Art. 21 – Direttiva MiFID 2004/39/CE.

finanziari che sono oggetto dell'ordine e delle sedi di esecuzione alle quali tale ordine può essere diretto. Quando l'impresa di investimento esegue un ordine per conto di un cliente al dettaglio, il miglior 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.⁴¹ In altre parole, in relazione alle operazioni di investimento disposte dai clienti al dettaglio al fine di garantire che l'impresa di investimento ottenga il miglior risultato possibile, i fattori da privilegiare sono il prezzo e i costi di esecuzione, piuttosto che fattori quali la rapidità o la probabilità di esecuzione.

L'impresa di investimento, inoltre, deve fornire ai clienti informazioni appropriate in merito alla sua strategia di esecuzione degli ordini e deve ottenere il consenso preliminare del cliente per la strategia di esecuzione degli ordini adottata.⁴² Con cadenza almeno annuale, le imprese di investimento devono controllare l'efficacia dei dispositivi di esecuzione degli ordini e le strategie di esecuzione.

Assicurare il miglior risultato possibile per il cliente non rappresenta un obbligo avente carattere assoluto al punto da ritenere che l'intermediario debba, per ogni ordine di investimento, interrogare tutti i possibili canali di esecuzione dell'ordine per assicurare in assoluto e sulla base di tutti i fattori considerabili la *best execution* al cliente. Ogni intermediario, infatti predisporrà, una propria strategia di esecuzione degli ordini in cui dovrà effettuare proprie scelte in merito ai canali di esecuzione degli ordini e alla priorità assegnata ai fattori che devono essere presi in considerazione al fine di stabilire quale sia il miglior risultato possibile per i clienti, ordinati sulla base dei criteri analizzati in precedenza.

Il miglior risultato possibile rappresenta, quindi, un giudizio avente carattere relativo, in quanto sarà il risultato delle scelte compiute dall'intermediario nella strategia di esecuzione degli ordini a determinare quale sia da ritenersi il *best possible result*. Il cliente, pur non potendo influire sulle scelte compiute dall'intermediario, potrà

⁴¹ Art. 44, paragrafo 3 – Direttiva MiFID 2004/39/CE.

⁴² Art. 21, paragrafo 3 – Direttiva MiFID 2004/39/CE.

selezionare i vari intermediari sulla base delle distinte strategie di esecuzione degli ordini adottate.⁴³

4.4 Questionario MiFID

Il questionario MiFID è previsto dall'omonima direttiva comunitaria che regola delle precise norme nell'ambito degli strumenti finanziari con la finalità di far nascere un nuovo mercato europeo più ambizioso ed integrato possibile.

Lo scopo principale del questionario MiFID è quello di rendere gli investitori maggiormente consapevoli del loro potere e di imporre agli intermediari di descrivere indicazioni precise riguardo i prezzi dei servizi offerti, gli strumenti finanziari da loro indicati, le modalità con cui verranno custoditi i prodotti offerti e come vengono elargiti gli ordini degli acquirenti. Il questionario MiFID regola al suo interno solamente alcuni precisi prodotti finanziari quali quote d'investimento, azioni e obbligazioni. Non si occupa invece della gestione di prestiti o depositi. Lo scopo principale della normativa stessa prevede di tutelare degli investitori.

Il questionario MiFID prevede il “test di adeguatezza” attraverso il quale l'impresa rivolge delle precise domande al cliente. Tali domande puntano a capire quale tra le varie tipologie di investimenti sia quella più adatta per soddisfare i bisogni del cliente, riguardano gli obiettivi dell'investimento e la situazione patrimoniale del cliente. In questo modo l'impresa riesce a capire l'arco temporale nel quale l'investitore intenda mantenere un preciso investimento, quanta propensione al rischio ha e quale sia la motivazione che lo porti ad investire. Si punta quindi a capire se il cliente investa il suo denaro per farlo fruttare o, viceversa, se preferisce conservare il proprio capitale non sottoponendolo al rischio di incorrere in eventuali perdite. Tra le varie domande poste al cliente, il questionario MiFID ne propone alcune riguardo il reddito annuo netto. Al cliente infatti viene chiesto quale sia la sua fonte di guadagno, a quanto

⁴³ SAUNDERS A., CORNETT M., ANOLLI M., ALEMANNI B., *Economia degli intermediari finanziari*, p. 211.

ammonti il totale del patrimonio in suo possesso, se abbia delle proprietà immobiliari, se ha debiti e, in caso di risposta positiva, a quanto ammonti la loro durata.

4.4.1 Problematiche legate al questionario MiFID

Riguardo il questionario MiFID che l'intermediario deve profilare al cliente, il legislatore comunitario però indica soltanto le linee guida a cui attenersi: nella realtà spetta al singolo istituto di credito definire il questionario nello specifico, con ampie possibilità di modifica.

Uno studio condotto dalla Consob basato sull'analisi di un campione rappresentativo di 20 questionari di intermediari italiani e su interviste agli intermediari formulate dalla stessa Commissione, rilevava già nel 2012 come, nel complesso, i questionari risultassero “aderenti alle previsioni e all'impostazione della MiFID”, ma “disallineati rispetto alle indicazioni della letteratura economica e psicologica”. Entrando nel dettaglio, i profili di maggiore criticità riguardavano “la rilevazione delle esperienze di investimento, spesso affidata all'auto-valutazione da parte del cliente e poco orientata a verificare la conoscenza di nozioni di base” quali, ad esempio, proprio “la relazione fra rendimento atteso e rischio e il principio della diversificazione di portafoglio”. Inoltre la misurazione dell'atteggiamento verso il rischio “si confonde e si sovrappone con l'individuazione dell'orizzonte temporale e della finalità dell'investimento”. Infine le domande sono piuttosto ambigue: “si riferiscono a più temi contemporaneamente”, oppure “contengono termini tecnici che possono comprometterne la comprensione”, la Consob porta l'esempio di diverse autorità di vigilanza di altri Paesi europei che hanno riscontrato problemi simili analizzando i questionari proposti ai clienti dalle banche locali.⁴⁴

Un esempio lampante di elusione del questionario MiFID riguarda il salvataggio dei quattro istituti di credito, Banca Etruria, Cassa Ferrara, CariChieti, Banca Marche, con il coinvolgimento di azionisti e titolari delle obbligazioni più rischiose. Il punto cruciale,

⁴⁴ La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario, a cura di N. Linciano e P. Soccorso. www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Discussion_papers/dp4.pdf

sollevato anche dalla Commissione UE, è che le quattro banche vendevano prodotti finanziari non adeguati al profilo di rischio dei loro clienti, i quali spesso non sapevano nemmeno cosa detenevano in portafoglio.

5. MiFID II

5.1 Premessa

La MiFID II condivide lo scopo originario della direttiva del 2004 e ne conferma le scelte di fondo. L'obiettivo è infatti lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori. I risparmiatori hanno pertanto la possibilità di investire e le imprese di investimento la facoltà di prestare servizi di investimento a livello transfrontaliero (cosiddetto "passaporto unico"), in modo più semplice e a condizioni identiche in tutti gli stati dell'Unione Europea. Come già nella direttiva del 2004, sono previste varie disposizioni che, in quanto ispirate al dovere di agire nel miglior interesse del cliente garantiscono una corretta informazione per gli investitori, si occupano dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedono un'adeguata profilatura del risparmiatore. In un'ottica di rafforzamento della fiducia nel sistema finanziario, si includono nell'ambito di applicazione della MiFID II settori in precedenza non regolamentati e si imposta un sistema più completo di vigilanza ed *enforcement* delle regole.⁴⁵

L'Unione Europea è tornata a legiferare in materia adottando la direttiva 2014/65/UE (c.d. Direttiva madre MiFID II), che modifica le norme sull'autorizzazione e sui requisiti di organizzazione per i prestatori di servizi di investimento e sulla tutela degli investitori, e che introduce il c.d. sistema organizzato di negoziazione; ed inoltre il Regolamento n. 600/2014 (c.d. MiFIR), volto a migliorare la trasparenza e la concorrenza delle attività di negoziazione limitando l'uso delle deroghe sugli obblighi di comunicazione, prevedendo l'accesso non discriminatorio di tutti gli strumenti finanziari alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali (CCP), e soprattutto imponendo che gli strumenti derivati siano negoziati nelle sedi organizzate. Ogni Stato membro attualmente ha, dunque, termine sino al 3 luglio 2017 per adottare e pubblicare le leggi, i regolamenti e i provvedimenti amministrativi necessari per il pieno recepimento di tale ultima direttiva, e dal 3 gennaio 2018 dovrà applicare tutte le misure

⁴⁵ <http://www.anasf.it/index.php?go=396>

per il pieno adeguamento alla MiFID II, che diventerà così operativa in toto. Di conseguenza, la Consob ha apportato, con la delibera n. 19548 del 17 marzo 2016, modifiche sia al Regolamento intermediari (n. 16190 del 2007) sia al Regolamento consulenti (n. 17130 del 2010). Con tali modifiche sono state introdotte nel nostro ordinamento le denominazioni di “consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede” (in sostituzione del “promotore finanziario”), “consulente finanziario autonomo” (in sostituzione di “consulente finanziario”) e “albo unico dei consulenti finanziari” (in sostituzione di “albo unico dei promotori finanziari”) sottoposto alla vigilanza e alla tenuta del relativo Organismo.⁴⁶

La MiFID II lavora principalmente su due gambe che sono così definite: “*Investor Protection*” che riguarda la *product governance*, l’aspetto informativo da profilare al cliente, la *governance* aziendale e la consulenza; la seconda gamba riguarda il “*Market Transparency*”, toccando sia la *Best Execution*, introdotta già dalla MiFID, sia la trasparenza e la rendicontazione del mercato.

Entriamo nello specifico.⁴⁷

5.2 Investor Protection

Gli elementi di tutela degli investitori della MiFID II modificano le disposizioni vigenti in materia di autorizzazione, conduzione delle attività, e ai requisiti organizzativi per i fornitori di servizi di investimento. Queste regole mirano a rafforzare la protezione degli investitori attraverso l’introduzione di nuovi requisiti in materia di *product*

⁴⁶ L’Organismo di vigilanza e tenuta dell’Albo unico (attualmente denominato) dei consulenti finanziari (OCF), come noto, nasce nel 2007 come associazione senza scopo di lucro, dotata di personalità giuridica, competente ex lege in via esclusiva ed autonoma alla funzione pubblica di tenuta dell’Albo unico dei consulenti finanziari articolato in Sezioni territoriali ed allo svolgimento dei compiti connessi e strumentali alla gestione dell’Albo stesso. L’Organismo, precedentemente denominato «Organismo per la tenuta dell’Albo dei promotori finanziari», ha assunto la nuova denominazione in osservanza delle disposizioni previste dalla legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di stabilità 2016).

⁴⁷ Nel paragrafo si fa riferimento a “La consulenza finanziaria alla luce della MiFID II: Profili Giuridici” di DI CIOMMO F., pubblicato su Rivista trimestrale di Diritto dell’Economia, 1/2017. http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2017_01_RTDE.pdf

governance e consigli di investimento indipendenti, l'estensione delle norme esistenti per i depositi strutturati e il miglioramento dei requisiti in diversi settori, tra cui la responsabilità degli organi di gestione, incentivi, informazione e comunicazione ai clienti, *cross-selling*, retribuzione del personale e *Best Execution*.⁴⁸

5.2.1 Product Governance

La MiFID II introduce con la *Product Governance* un insieme di previsioni tese ad imporre agli intermediari un assetto organizzativo e regole di comportamento relative alla creazione, offerta e distribuzione dei prodotti finanziari agli investitori. La *Product Governance* si inserisce in un processo di trasformazione delle modalità dell'ordinamento comunitario di configurare la tutela dell'investitore.

Secondo il modello economico neoclassico, accolto nella prima disciplina dei mercati finanziari sia a livello italiano sia dal lato europeo, la tutela dell'investitore passa attraverso la disciplina della trasparenza. La disciplina iniziale dei mercati finanziari impone all'intermediario di fornire agli investitori tutte le informazioni rilevanti perché possano giungere ad una decisione d'investimento adeguata alle loro esigenze. Già con la MiFID vi è un sostanziale ripensamento della tutela dell'investitore. Questa stabilisce un principio generale che permea l'intera architettura della normativa comunitaria, secondo cui, nella prestazione dei servizi, gli intermediari agiscono sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei loro clienti. La tutela dell'investitore non passa più solo tramite una disciplina della trasparenza delle informazioni, ma anche attraverso una declinazione dettagliata degli obblighi comportamentali dell'intermediario nei confronti dell'investitore. Inoltre la tutela dell'investitore non è limitata all'imposizione di una regolamentazione del rapporto intermediario–investitore, ma viene portata all'interno dell'assetto organizzativo dell'intermediario con una serie di vincoli tesi ad assicurare che la tutela dell'investitore sia incorporata nelle dinamiche organizzative dell'intermediario. Il Governo dei Prodotti in linea con gli interventi normativi a livello nazionale e comunitario tesi a rafforzare la

⁴⁸ <https://www.esma.europa.eu/regulation/mifid-ii-and-investor-protection>

tutela dell'investitore impone all'intermediario lungo tutta la catena del valore del prodotto finanziario dalla sua creazione alla sua distribuzione di considerare la centralità dell'interesse del potenziale cliente-investitore.⁴⁹

Quindi si definisce l'obbligo di comportamento organizzativo come l'insieme delle strategie, dei processi, delle funzioni per la produzione/distribuzione di prodotti finanziari in coerenza con le caratteristiche, i bisogni e gli obiettivi dei clienti ai quali verrebbero offerti (c.d. *identified target market*). In modo tale da assicurare, sin dalla fase di ideazione dei prodotti e nella successiva attività di definizione della gamma prodotti da distribuire alla clientela, il perseguimento del miglior interesse dei clienti. Bisogna, allora, distinguere il *manufacturer*, intermediario autorizzato alla prestazione di servizi d'investimento che disegna, sviluppa ed emette prodotti d'investimento diretti alla distribuzione a clienti, dal Distributore, intermediario autorizzato alla prestazione di servizi d'investimento che commercializzi, distribuisca o venda qualsiasi strumento finanziario o deposito strutturato sia nel mercato primario sia nel mercato secondario. Da notare che le regole di *Product Governance* si applicano a prescindere dal tipo di servizio d'investimento svolto o dai doveri richiesti al '*point of sale*'.

Analizzando più nello specifico gli obblighi del *manufacturer* e del distributore, possiamo definire un processo di approvazione dei prodotti finanziari/attività e prassi finanziarie da destinare ai clienti. Le varie fasi prevedono, in primis, l'identificazione del mercato target, ovvero specificare i target di clienti con riguardo ad ogni prodotto finanziario, poi si valutano i rischi rilevanti per i clienti e per il mercato, proseguendo con una valutazione della compatibilità del prodotto alle esigenze del *target market*. Un'ulteriore fase prevede la valutazione della coerenza della strategia distributiva che s'intende adottare alle caratteristiche dello specifico target di clienti. Poi si passa all'analisi ricorrente della coerenza delle caratteristiche di rischio dei prodotti finanziari distribuiti alle esigenze del *target market*, per terminare con un esame dell'idoneità della strategia distributiva. In questo processo l'obbligo del *manufacturer* è quello di rendere disponibili al distributore tutte le informazioni rilevanti sugli strumenti finanziari realizzati, includendo anche il dato sull'ipotizzato *target market*. Dal lato,

⁴⁹ <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/servizi-bancari-e-finanziari/la-product-governance-nel-nuovo-regime-mifid-2>

invece, del Distributore ha il dovere di richiedere al *manufacturer* tutte le informazioni rilevanti per la comprensione delle caratteristiche di ogni prodotto finanziario, inclusive dell'ipotizzato *target market*.

In conclusione il *manufacturer* che distribuisce un prodotto finanziario tramite altro intermediario definirà le caratteristiche/bisogni/obiettivi del *target market* su basi teoriche. Gli intermediari Distributori, invece, dovranno identificare il *target market* attraverso l'uso di informazioni effettive granulari sui propri clienti. Gli intermediari dovranno inoltre identificare i gruppi di clienti per i quali lo specifico prodotto non è compatibile.

La *Product Governance* in termini operativi prevede l'utilizzo di *product testing* – performance attese in condizioni di normalità – e *stress scenarios* – performance in caso di eventi estremi – per comprendere i rischi del prodotto finanziario che si sta modellando/selezionando, i suddetti test verificano l'impatto della struttura dei costi sul pay-off del prodotto e i potenziali benefici per i clienti. Inoltre vi è un monitoraggio dei prodotti in modo regolare, ponendo attenzione ai potenziali eventi con rilevante impatto sui rischi sopportati dal *target market*. Infine la definizione delle contromisure necessarie in presenza di eventi rilevanti negativi per il *target market* o che modificano sensibilmente le ipotesi considerate per il disegno del prodotto finanziario.

Visti i nuovi scenari, cambiano anche le responsabilità e i doveri in capo ai controlli interni. Per quanto riguarda gli amministratori e l'Alta Dirigenza hanno maggiori responsabilità in merito alla definizione, applicazione e monitoraggio effettivo dei processi di *Product Governance*, con attenzione alla gestione dei conflitti di interesse, in più devono assicurare che lo staff riceva la formazione per acquisire la necessaria *expertise*. In capo alla funzione *Compliance* spettano i compiti di verifica della rispondenza e funzionalità delle misure organizzative e le procedure sottese al processo di *Product Governance*, reporting al *senior management* su analisi prodotti e servizi ai clienti, reporting su richiesta alle autorità di vigilanza. Infine i doveri della funzione di *Risk Management* prevedono analisi dei rischi dei prodotti/servizi da commercializzare, monitoraggio e gestione dei rischi dei prodotti/servizi già distribuiti, con reporting all'Alta Direzione.

5.2.2 Informativa alla clientela

La Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) prevede l'obbligo di fornire alla clientela un'informativa, precisa e strutturata, in tempo utile prima dell'esecuzione della transazione o prima che il cliente risulti obbligato dalla sottoscrizione di un contratto. L'informativa si divide in due tipologie, la prima è un'informativa precontrattuale consegnata ex-ante l'apertura del rapporto, la seconda è un'informativa per operazione.

Per quanto riguarda l'informativa ex- ante, le imprese di investimento avranno l'obbligo di informare i propri clienti nuovi o già esistenti sulla classificazione effettuata sulla base dei criteri normativi, esplicitando la possibilità di richiedere una modifica della classe di appartenenza.⁵⁰

La gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano ha aumentato le possibilità di insorgenza di conflitti tra queste ultime e gli interessi dei clienti. Pertanto, le imprese hanno il dovere di adottare modalità efficaci per identificare/prevenire e gestire i conflitti di interesse. Si tratta di fornire al cliente una descrizione generale della *policy* sui conflitti di interesse su supporto durevole e che garantisca al cliente di prendere una decisione consapevole sul servizio considerato. Al cliente deve inoltre essere garantito il diritto di richiedere ulteriori dettagli, da fornire su supporto durevole o attraverso il sito internet. Qualora permanga il rischio di nuocere agli interessi dei clienti, questi devono essere informati della natura generale e/o delle fonti del conflitto nonché dei provvedimenti adottati per attenuare i rischi in tal senso.⁵¹

L'art. 27 della MiFID II richiede alle imprese di fornire ai propri clienti informazioni in merito alla strategia di esecuzione degli ordini. L'impresa deve informare il cliente su come intende eseguire gli ordini, mentre debba essere evidenziata la possibilità di esecuzione al di fuori di una sede di negoziazione. Il cliente deve poter visionare la strategia per l'esecuzione degli ordini selezionata per fornire un consenso preliminare ed in caso di esecuzione al di fuori di una sede di negoziazione il consenso deve essere esplicito.

⁵⁰ Art. 45 Regolamento Delegato.

⁵¹ Artt. 34 c. 4 del Regolamento Delegato 23 c. 2 - MiFID II.

Inoltre la MiFID II richiede all'impresa di investimento di fornire al cliente le informazioni sugli strumenti finanziari, comprendendo opportune avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento. Tali informazioni devono essere fornite tenendo conto della classificazione del cliente e devono esplicitare il funzionamento dello strumento, la performance in condizioni di mercato positive e negative e la natura dello strumento.⁵²

In merito all'informativa per operazione anche in questo caso ci sono diverse valutazioni che il cliente deve conoscere, o meglio deve essere messo a conoscenza. L'impresa è tenuta a raccogliere preventivamente dal cliente le seguenti informazioni per valutare l'adeguatezza dello strumento finanziario/servizio di investimento: conoscenza ed esperienza in materia di investimenti, situazione finanziaria, compresa la capacità di sostenere le perdite e gli obiettivi dell'investimento, inclusa la tolleranza al rischio. Inoltre nella prestazione di un servizio di investimento diverso dalla consulenza e dalla gestione di portafoglio, l'impresa è tenuta a richiedere al proprio cliente di fornire le informazioni in merito alla propria esperienza e alle proprie conoscenze, al fine di poter valutare l'appropriatezza del servizio o del prodotto considerato.

L'impresa di investimento deve fornire alla clientela le informazioni su tutti i costi e gli oneri connessi all'operazione, inclusi quelli relativi ai servizi d'investimento accessori, in particolare le informazioni relative sia ai servizi di investimento sia ai servizi accessori, il costo della consulenza e le modalità di pagamento, includendo anche pagamenti verso terzi.

Un'altra importante informativa riguarda l'obbligo dell'impresa di comunicare chiaramente al cliente esistenza, natura ed importo di onorari, commissioni o benefici non monetari, pagati o percepiti in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o di un servizio accessorio da parte di un soggetto diverso dal cliente o da una persona operante per suo conto. Alcune società di promotori si stanno già organizzando in questo senso, anche se nessuna grande società ha deciso di compiere ancora questo passo. Infine l'impresa è tenuta a fornire ai propri clienti una descrizione dei rischi degli specifici strumenti finanziari, basata sullo status e sul livello di conoscenza del cliente. La descrizione dei rischi deve essere chiara e non fuorviante,

⁵² <http://www.compliancejournal.it/mifid-2-informativa-alla-clientela-parte-1/>

evitando di evidenziare i benefici a discapito dei rischi ai quali il cliente potrebbe incorrere.⁵³

5.2.3 Governance Aziendale

Con l'ingresso di questa nuova Direttiva sono state ampliate le responsabilità degli amministratori e viene richiesto un maggiore attivismo della funzione *Compliance*. Soprattutto in merito alla *Product Governance*, alla funzione *Compliance* sarà riconosciuto un ruolo centrale. Viene infatti chiarito che sarà compito della funzione di *Compliance* procedere alla supervisione dello sviluppo e della revisione periodica delle regole interne che disciplinano il processo di approvazione dei nuovi prodotti. Con riguardo all'attività che deve essere svolta dall'organo di gestione si prevede che definisca, approvi e controlli la politica dell'impresa relativa alla prestazione o offerta di servizi, attività, operazioni e prodotti, conformemente alla tolleranza al rischio dell'impresa e alle caratteristiche ed esigenze dei clienti dell'impresa destinatari delle prestazioni o offerte. Tale competenza viene specificata dall'ESMA, nel *Final Report* viene infatti chiarito che l'organo di gestione deve avere un controllo effettivo sul processo di *Product Governance*. In particolare, le informazioni sui prodotti sviluppati dall'intermediario e sulla loro strategia di distribuzione devono essere incluse sistematicamente nei rapporti della *Compliance* all'organo di gestione. Secondo quanto indicato dall'ESMA, se verrà seguito dalla Commissione nell'adozione degli atti delegati, viene stabilita una responsabilità specifica dell'organo di gestione sulle regole del *Product Governance*. Il controllo verrà attuato in concreto tramite la funzione di *Compliance*. I rapporti della *Compliance* divengono anche uno strumento per attuare la vigilanza da parte delle autorità nazionali competenti. Viene stabilito nel *Final Report* che i rapporti della *Compliance* che contengono le informazioni sui prodotti sviluppati dall'intermediario e sulla loro strategia di distribuzione dovranno essere inviati alle autorità di vigilanza solo su richiesta.

⁵³ <http://www.compliancejournal.it/mifid-2-informativa-alla-clientela-parte-2/>

Inoltre sempre l'ESMA detta in materia di conoscenza e competenza dei dipendenti imponendo agli intermediari di assicurare che il personale che presta i servizi di investimento o fornisce ai clienti informazioni sugli strumenti o i servizi di investimento possieda la necessaria conoscenza e competenza per assolvere ai propri obblighi. Gli Stati membri definiscono i criteri in base ai quali valutare tali conoscenze ed esperienze. Il dipendente deve sottostare a particolari requisiti, ovvero il livello di conoscenza sia certificato tramite una "qualificazione adeguata" (dimostrata attraverso qualifiche, test o corsi di formazione che rispettino determinati criteri); la competenza si deve basare su una "esperienza congrua", dimostrata attraverso attività lavorativa recente, per un periodo di tempo effettivo stabilito dall'autorità nazionale competente; i dipendenti sprovvisti della prestabilita esperienza siano sempre affiancati da colleghi esperti nell'attività di contatto con i clienti; al momento della entrata in vigore della MiFID II sono comunque considerati in possesso di adeguata competenza i dipendenti che abbiano acquisito una adeguata esperienza continuativa di almeno cinque anni nella prestazione della medesima attività.⁵⁴

È abbastanza palese che l'approccio delle Linee Guida è troppo restrittivo in quanto parla di competenza adeguata con una esperienza appropriata maturata nel corso di un periodo di tempo prestabilito, senza tenere conto della valutazione delle capacità possedute. Invece, la MiFID richiedeva, oltre a conoscenza ed esperienza, le capacità del dipendente. Altro aspetto da non sottovalutare, che potrebbe determinare un blocco operativo di rilevanti dimensione per tutti gli intermediari italiani è la clausola di salvaguardia che prevede, come appena detto, cinque anni consecutivi di attività.⁵⁵

Inoltre, in tema aziendale notiamo dei cambiamenti volti al business model delle banche l'impulso regolamentare e quello della nuova vigilanza unica bancaria hanno richiesto continue modifiche alla struttura di una banca, quindi importanti decisioni ai 'vertici' di un istituto bancario. Prometeia ha condotto un'analisi di sui cambiamenti del business model delle banche. L'obiettivo è quello di individuare il perimetro (peer

⁵⁴ Bozza di Linee Guida di ESMA.

⁵⁵http://www.ascosim.it/Ascospim_doc/Ascospim_20151125_LaDirettivaMifid2_03_DavidSabatini_Abi.pdf

group)⁵⁶ entro il quale la banca sarà oggetto di valutazione e le aree di vulnerabilità alle quali il modello di business espone una banca.⁵⁷ Il campione d'analisi è composto da 71 banche vigilate europee, su cui vengono identificati raggruppamenti di banche omogenei al loro interno, ed eterogenei tra loro, in termini di strategie di intermediazione e di obiettivi operativi. A un insieme di variabili di struttura patrimoniale che caratterizzano le banche in termini strategici e ne sintetizzano l'esposizione verso la clientela tradizionale, i mercati finanziari e il canale interbancario – sia dal lato del portafoglio degli attivi che da quello delle strategie di finanziamento⁵⁸ – viene quindi applicato un metodo statistico di raggruppamento.⁵⁹ Quindi sono stati definiti tre modelli di business: il modello di banca *retail* raggruppa banche principalmente orientate all'attività di intermediazione creditizia, che finanziano impieghi di natura tradizionale (crediti a imprese e famiglie) soprattutto con depositi. Per queste caratteristiche il modello *retail* è quello più esposto al rischio di credito; il modello di banca *investment*, che si caratterizza per una maggiore rilevanza delle attività di trading. Le fonti di raccolta meno stabili e tradizionali e l'elevata esposizione ai derivati passivi espongono questo modello di banca a rischi di mercato e di liquidità; il modello di banca *diversified*, ovvero un raggruppamento ibrido di banche che

⁵⁶ Le linee guida dell'EBA sulle procedure e metodologie per lo SREP indicano che la fase preliminare nella valutazione del business model di una banca dovrebbe essere usata per identificare il peer group di appartenenza, sulla base di linee di business/prodotto che hanno come target la stessa fonte di profitti o gli stessi clienti.

⁵⁷ Le linee guida dell'EBA indicano tra le attività che l'autorità di vigilanza dovrebbe condurre per la valutazione del modello di business anche l'identificazione delle principali aree di vulnerabilità alle quali il modello di business e la strategia di medio periodo di una istituzione la espongono o la potrebbero esporre.

⁵⁸ Crediti verso banche; crediti verso clientela; trading asset (come somma delle attività iscritte nei portafogli “disponibili per la vendita”, “detenute fino a scadenza”, “detenute per la negoziazione”, “valutate al fair value”); debiti verso banche; depositi da clientela; altre passività (somma di tutte le passività al netto dei depositi da banche, da clientela e derivati passivi); esposizione in derivati (di copertura e di trading).

⁵⁹ L'algoritmo prescelto di cluster analysis è il metodo gerarchico di Ward, che partendo da un numero di gruppi corrispondente al numero totale di unità osservate, riduce le partizioni in passi successivi. Sulla base di una stopping rule viene poi identificato il numero ottimale (maggiore di 2) di ripartizioni, che in questo caso corrisponde a tre distinti modelli di business.

finanziano impieghi e si distinguono soprattutto per la diversificazione delle fonti di finanziamento. Si tratta quindi del modello di banca di più difficile identificazione, sia per la struttura del suo passivo, sia per la sua instabilità nel tempo (ad esempio in termini di ricorso al canale interbancario, più elevato negli anni che hanno preceduto la crisi sovrana e più ridotto negli anni più recenti).

In Europa, le banche tradizionali, vale a dire le *retail* hanno mostrato, anche durante la crisi, una buona resilienza. Tra il 2008 e il 2011, la redditività della gestione ordinaria (ROA) delle banche al dettaglio si è attestata su valori contenuti ma paragonabili, e in alcuni anni superiori, a quelli di banche più orientate al mercato o maggiormente diversificate dal lato della raccolta. Le banche *retail* evidenziano anche una elevata diversificazione dei risultati, particolarmente negativi per alcune banche localizzate prevalentemente nei paesi periferici, come Grecia e Irlanda. Il 2012 è stato l'anno di minimo per la redditività delle banche europee al dettaglio, con ROA mediano nullo e una elevata variabilità dei risultati – con valori negativi pari anche al -3 per cento per alcune banche del cluster –. Negli anni successivi, le banche *retail* hanno recuperato valori lievemente positivi del ROA, inferiori all'1 per cento. I risultati confermano in maniera indiretta alcune recenti evidenze, in cui emerge la capacità del modello di banca tradizionale di adattarsi ai diversi contesti macroeconomici e finanziari, grazie in particolare alla stabilità delle fonti di finanziamento e, in misura inferiore negli anni successivi alla crisi, dei ricavi da clientela.⁶⁰

5.2.4 Consulenza su base indipendente

La MiFID II innova significativamente la materia, introducendo il nuovo concetto di consulenza su base indipendente. Le imprese di investimento sono pertanto chiamate a specificare ai clienti se la consulenza è prestata su base indipendente o meno e se è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari. In più forniranno ai clienti la valutazione periodica

⁶⁰ <http://www.prometeia.it/atlante/modello-business-lente-vigilanza>

dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.⁶¹ Attualmente nessun *top player*, in riferimento ai primi dieci della classe, hanno adottato una consulenza di tipo indipendente, per evitare di correre il rischio di perdere una fetta del mercato.

L'attività di consulenza è chiamata a rivestire un ruolo sempre più centrale per la funzionalità del mercato e per la tutela dell'investitore, dovendo essa oramai, a ben vedere, essere considerata non soltanto prodromica ma anche essenzialmente connaturata a ciascun tipo di servizio di investimento.⁶² Tra gli osservatori, alcuni, ragionando in questi termini, hanno salutato l'approvazione della MiFID II parlando di vera e propria rivoluzione copernicana nel settore della distribuzione dei servizi e dei prodotti finanziari.⁶³ Altri hanno denunciato l'avvio di un "processo di frantumazione" del servizio di consulenza in materia di investimenti visto che questa si articolerebbe, nell'ambito della MiFID II, secondo un nuovo assetto a "geometria variabile", volto, nell'ottica del legislatore europeo, ad accrescere la tutela per gli investitori e, al tempo stesso, ad accrescere gli spazi di autonomia e differenziazione degli intermediari che prestano il servizio di consulenza.^{64 65}

Per quanto riguarda la consulenza in materia di investimenti possiamo determinare un vero e proprio passaggio da una consulenza generica di destinazione pubblica e spersonalizzata, riferendosi a tipi di strumenti e non a strumenti specifici ad una consulenza specifica definita in una prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari. Una raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla

⁶¹ <http://www.anasf.it/index.php?go=396>

⁶² MAROTTA, La responsabilità civile e penale degli intermediari finanziari, Torino, 2010, p. 45.

⁶³ PERRONE, Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia, in Banca, borsa e tit. cred., 2015,1, I, 23.

⁶⁴ CIVALE, Consulenza e MiFID 2: il nuovo assetto a geometria variabile, in Dirittobancario.it, consultabile on-line al link www.dirittobancario.it/approfondimenti/servizi-bancari-e-finanziari/consulenza-e-mifid-2-il-nuovo-assetto-geometria-variabile.

⁶⁵ "La consulenza finanziaria alla luce della MiFID II: Profili Giuridici" di DI CIOMMO F., pubblicato su Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia, 1/2017. http://www.fondazione-capriglione.luiss.it/2017_01_RTDE.pdf

considerazione delle caratteristiche del cliente, mentre non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione. Ne consegue che sono prive dell'elemento della personalizzazione, e non rientrano quindi nella definizione di consulenza ai fini MiFID, le raccomandazioni che non siano presentate come “adatte” o “basate” sulle caratteristiche del cliente, nonché quelle destinate al pubblico in generale (gross mass marketing) diffuse unicamente attraverso canali di distribuzione di massa come possono essere ad esempio internet, televisione, radio, giornali etc.

5.3 Market transparency

Il mercato subisce un ulteriore cambiamento per modificare e migliorare la precedente direttiva europea. Innanzitutto, si procede all'istituzione e all'organizzazione dei sistemi organizzati di negoziazione (OTF), che ricomprendono nuove piattaforme di negoziazione diverse dai mercati regolamentati, dagli Internalizzatori Sistemati e dagli MTF.⁶⁶ La disciplina degli OTF ha il fine di implementare la trasparenza delle negoziazioni di strumenti finanziari. Infatti, gli OTF dovranno ottemperare ai requisiti di trasparenza pre e post trading già esistenti per le sedi di negoziazione, garantendo così che il gestore sarà soggetto a determinati vincoli informativi finalizzati alla protezione dell'investitore, nonché all'obbligo di *Best execution* nei confronti dei clienti che usano la piattaforma. In conclusione, si richiede al legislatore nazionale di emanare norme che consentano al gestore di offrire servizi ai clienti caratterizzati da un maggior livello di personalizzazione rispetto a quelli offerti dalle altre *venues*.

Inoltre, la direttiva tenta di uniformare i requisiti organizzativi e lo standard operativo degli MTF a quello dei mercati regolamentati. Questo processo di armonizzazione dei mercati si estrinseca prevalentemente con l'obbligo, per i gestori MTF, di comunicazione a tutti gli altri mercati (e all'autorità di vigilanza) delle sospensioni o dei ritiri di strumenti finanziari negoziati. Si cerca, dunque, di creare una

⁶⁶ Già discussi precedentemente.

forte interazione comunicativa e informativa tra le piattaforme, sempre al fine di prevenire eventuali abusi di mercati, tutelando in primis l'investitore.⁶⁷

5.3.1 Best Execution

Gli istituti in materia di *Best Execution* dovranno fornire al pubblico i dati rilevanti sulla qualità delle esecuzioni per aiutarli a determinare il modo migliore per eseguire gli ordini dei clienti. Le sedi di negoziazioni quali i mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, gli Internalizzatori Sistemati, gli OTF, *market maker* o altri fornitori di liquidità devono essere resi pubblici. Per prevedere il giusto contesto per la qualità dell'esecuzione, la quantità e la natura dei dati trasmessi verranno isolati secondo *trading systems, trading modes and trading platforms*.

Inoltre per raggiungere la massima trasparenza le imprese di investimento valuteranno la qualità delle esecuzioni attraverso l'individuazione e la pubblicazione delle prime cinque *execution venues*, in termini di volumi di negoziazione in cui le imprese hanno eseguito ordini per i clienti nell'anno precedente. Questo avverrà per ogni classe di strumento finanziario e sarà espressa in percentuale (% dei volumi totali di esecuzione dell'impresa di investimento e il numero di ordini eseguiti in quella classe di strumento finanziario, piuttosto che in valori assoluti). Ovviamente, tenendo ben salda la tutela del contraente debole le informazioni pubblicate saranno divise tra il flusso cliente al dettaglio e il flusso cliente professionale. Infine le imprese di investimento potranno indicare chiaramente le categorie di strumenti finanziari per i quali si eseguono un piccolo numero di ordini e pubblicheranno per ogni classe di strumenti finanziari, una sintesi delle analisi e conclusioni basata sulla qualità di esecuzione delle *execution venues*.⁶⁸ Possiamo intendere, quindi, un rafforzamento dei

⁶⁷ SAUNDERS A., CORNETT M., ANOLLI M., ALEMANNI B., *Economia degli intermediari finanziari*, pp. 210 e ss.

⁶⁸http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:IQ4_2mx5AXUJ:www.icmagroup.org/assets/documents/Events/test/MiFID-II-and-Transparency-%26-Best-X-requirements.pdf+%&cd=7&hl=it&ct=clnk&gl=it

presidi in cui la *Best Execution* avrà luogo e soprattutto vi sarà una maggiore *trade transparency*, in virtù anche della rendicontazione a cui gli istituti dovranno sottostare, sempre per tutelare quanto più possibile gli investitori.

6. La nuova frontiera – 3 Gennaio 2018

Dal 2018, dunque, opereranno sul mercato europeo, con tutta probabilità, intermediari che si presenteranno alla clientela come consulenti indipendenti accanto ad intermediari che non preciseranno in quale regime operino. È chiaro che entrambe le tipologie di intermediari dovranno rispettare tutte le norme in materia di erogazione del servizio di consulenza descritte, ed in modo particolare quelle relative alla trasparenza, alla correttezza e alla professionalità del servizio reso al cliente. Inoltre, ci saranno intermediari, si presume in misura maggiore, che si presenteranno come consulenti ‘ibridi’, in quanto organizzati per prestare sia consulenza su base indipendente sia consulenza su base non indipendente. Su questi ultimi graveranno specifici obblighi informativi ed inoltre rispetto ad essi opereranno specifici requisiti organizzativi e di controllo perché non vi siano rischi di confusione per il cliente circa il tipo di servizio di consulenza che, di volta in volta, gli verrà offerto o al quale decide di accedere. Al di là di queste nuove qualificazioni, va comunque notato che alla base del servizio di consulenza resta quel fondamentale presidio di tutela dell’investitore che è rappresentato dalle valutazioni di appropriatezza e di adeguatezza. In più, il fulcro della MiFID II, in riferimento alle remunerazione e agli incentivi, sembra proprio consistere nella esigenza di aumentare ancor di più la qualità del servizio di consulenza offerto e reso a favore del cliente, tra l’altro assicurando la migliore valutazione possibile dell’esperienza, della conoscenza e della consapevolezza di quest’ultimo (c.d. verifica di appropriatezza), oltre che la migliore valutazione circa gli obiettivi di investimento del cliente all’operazione proposta e alla capacità di questo di sopportare il rischio presente in ogni operazione (c.d. verifica di adeguatezza). Le valutazioni appena citate devono essere formulate attraverso la raccolta di una serie di informazioni che riguardano il cliente, le sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo di specifico di prodotto o servizio; la sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di sostenere eventuali perdite; i suoi obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio. L’obiettivo della valutazione di adeguatezza è raccomandare all’investitore servizi e strumenti finanziari corrispondenti al suo profilo.

A tal riguardo, rispetto alla MiFID I, la MiFID II richiede di porre un'attenzione maggiore agli elementi legati alla tolleranza al rischio e alla capacità dell'investitore di sostenere eventuali perdite. Circostanze queste che il consulente è chiamato ad indagare in ragione del rapporto di particolare reciproca fiducia e di professionale confidenza che egli instaura con il cliente.

Dal lato della clientela *retail*, però, dobbiamo segnalare che possono incorrere in un rischio in maniera molto semplice, potrebbe verificarsi la convinzione che i consulenti che prestano consulenza su base indipendente offrano competenze e conoscenze maggiori rispetto alla consulenza svolta su base non indipendente, la quale dovrebbe essere caratterizzata da minore qualità e in sostanza abbia minore valore aggiunto. Questo porterebbe i clienti a sostenere costi del servizio più alti in virtù dell'erronea idea di essere meno esposti al rischio con una consulenza su base indipendente. Il che appare in netto contrasto con lo spirito delle recenti norme europee che, invece, come già segnalato, pretendono da qualsiasi consulente il livello più alto possibile di professionalità, competenza e correttezza, ed obbligano le imprese di investimento, da un lato, a “garantire e dimostrare” che le persone fisiche dalle stesse demandate a fornire consulenza siano in possesso delle “conoscenze e competenze necessarie” dall'altro ad anticipare la tutela del consumatore al momento della *Product Governance*.

In tutto questo i dubbi che possono sorgere sul fronte investitore non sono pochi, specialmente per la categoria *retail* in merito a conoscenza e competenza in finanza. In un sondaggio recente è risultato che due italiani su tre non conoscono le nozioni principali della finanza, come ad esempio il significato di inflazione o il paradigma rischio-rendimento. Invece, in un altro sondaggio promosso da Prometeia al Salone del Risparmio di Milano del 2017 è risultato che circa il 70% degli italiani è cosciente di tutti i costi che si sostengono in banca.

Il dubbio sorge spontaneo... come è possibile che un italiano che non conosce il significato di inflazione, possa capire tutti i costi che sostiene in un'operazione finanziaria se non sono neanche esplicitati? Allora il problema è di fondo, si pensa di sapere, ma in realtà non si conosce nulla, o forse poco più. Non ci resta, quindi, che attendere in che modo i vari istituti possano modificare le proprie strategie, adattandosi

alla Direttiva MiFID II, provando, per quanto sia possibile, ad educare il cittadino italiano, credo sia davvero la prima forma di tutela dell'investitore.

Nel frattempo inseguiamo il cambiamento in attesa del 2018!

Conclusioni

Con questa conclusione termino il lavoro svolto sulla tutela e la trasparenza dell'investitore, tema 'vecchio', ma sempre attuale. Nei primi capitoli abbiamo dato una definizione di quella che è la trasparenza, applicata ai diversi campi e alla tutela finanziaria, per poi continuare con un'analisi dei mercati, introducendo le due direttive che hanno cambiato l'assetto europeo, MiFID I e MiFID II, entrando nel dettaglio e provando a delineare ciò che si potrà verificare il 3 Gennaio 2018. L'introduzione della MiFID I ha generato una modifica delle "regole del gioco", istituendo un nuovo paradigma di relazione cliente-intermediario, introducendo qualità e costi dei servizi al centro di tale rapporto, ha definito, così, diversi livelli di tutela in base alla categoria di cliente e al tipo di servizio prestato, infine ha delineato un sistema di controlli interni come 'segnalatore' dei rischi aziendali dell'intermediario e 'presidio' degli interessi dei clienti/investitori. Successivamente i principi generali nella prestazione dei servizi d'investimento della MiFID I sono stati inseriti nella MiFID II e riguardano il servire al meglio gli interessi dei clienti e agire in modo onesto, equo e professionale. Invece, i concetti chiave della prima direttiva che ritroviamo nella seconda sono la centralità della relazione intermediario-cliente, in riferimento alla gestione appropriata dei conflitti d'interesse, il contenuto dei servizi d'investimento articolato in relazione alle reali esigenze dei clienti e i livelli di tutela differenziati in base alla categoria di cliente e al tipo di servizio prestato. In particolare con la MiFID II si stabilisce la fase di selezione dei prodotti finanziari da destinare al pubblico come un tassello fondamentale della relazione con i clienti. Quindi la MiFID II è possibile sintetizzarla in alcuni punti: non introduce importanti novità nel campo della regolamentazione degli intermediari finanziari. Rappresenta lo strumento grazie al quale dare una forma strutturata ed organizzata ad elementi sottesi alla MiFID I, ma non esplicitati in maniera diretta. Riorganizza i doveri fondamentali dell'intermediario ricavandoli dai concetti generali della MiFID I, ovvero *'know your customer'* e *'know your product'*. Infine con la *product intervention* si consente alle Autorità di vigilanza l'utilizzo di poteri aggiuntivi nel momento in cui il presidio della *Product Governance* non abbia funzionato regolarmente.

Inoltre con l'ingresso della MiFID II abbiamo notato i cambiamenti che le banche potranno in essere nei loro business model delineando i tre modelli. Non cambiare potrebbe significare l'estromissione dal mercato. È necessario, quindi, uno sforzo innovativo molto più importante rispetto a quello degli anni passati. L'organizzazione nel suo complesso, e in particolar modo i "vertici", devono gestire le sfide imposte dai nuovi paradigmi di mercato e tecnologici. In particolare, comprendere le nuove esigenze della clientela e assumere maggiore consapevolezza delle nuove opportunità. E' inoltre fondamentale creare un ambiente aperto all'innovazione che non reprima le nuove idee, in modo tale da mettere le persone a loro agio, riuscendo a collaborare e sperimentare nuovi pensieri e modelli che possano contribuire allo sviluppo di una capacità di reinventarsi in modo dinamico. Un sistema organico di gestione e organizzazione dell'innovazione è una priorità per la banca del futuro, da oggi. L'urgenza d'azione è evidente anche alle Autorità di Vigilanza. Cercare di mantenere lo status quo, resistere, rallentare, rinviare è paradossalmente oggi il rischio maggiore che una banca possa correre.

Spero di aver acceso in voi l'interesse per la tematica, rendendo la lettura interessante, provando a delineare una panoramica quanto più chiara possibile del rapporto tra intermediario ed investitore e di come sia evoluto nel tempo, analizzando poi una prospettiva futura. Di certo un cambiamento, c'è già stato e continuerà ad esserci, anche se gli effetti non li vedremo né in maniera immediata né in modo così radicale, ci vorrà del tempo affinché tutto possa prendere il verso giusto, così come analizzato anche nell'ultimo capitolo, da cui è risultato che la MiFID II necessita di una forte educazione finanziaria della popolazione la quale sembra evidentemente scarsa.

Ripeto, e concludo, che il compito primario del legislatore è la tutela dell'investitore, ma con l'evoluzione continua e rapida degli strumenti finanziari non è un compito semplice. A questo punto possiamo solo sperare che con l'introduzione della MiFID II qualcosa cambi aumentando la tutela e la trasparenza per gli investitori.

Bibliografia

ALPA G. e GAGGERO P., *Trasparenza bancaria e contratti del consumatore*, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. I, Padova, 2010;

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*;

CAPRIGLIONE F., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*;

CIVALE F. (a cura di), *La trasparenza bancaria. Rapporto banca-cliente e forme di tutela*, Milano, 2013;

LEGGIERI G., *Teoria e pratica del diritto – Regole, funzionamento e controlli dei mercati*, 2010;

LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*;

MAROTTA, *La responsabilità civile e penale degli intermediari finanziari*, Torino, 2010.

PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*

RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria: commentario al D. lgs. 24 febbraio 1998*;

SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*;

SAUNDERS A., CORNETT M., ANOLLI M., ALEMANNI B., *Economia degli intermediari finanziari*.

Indice delle leggi

Legge n.1 del 1991

Legge n. 154 del 1992

Legge n. 415 del 1996;

D.lgs. n. 58 del 24.02.1998;

D.lgs. n. 164 del 17.9.2007;

Direttiva 1993/22/CEE

Direttiva 2004/39/CE:

Direttiva 2006/73/CE;

Direttiva 2014/65/UE

Regolamento 1287/2006;

Codice Civile (c.c.);

Costituzione italiana;

Regolamento Intermediari n.16190;

Regolamento Mercato n. 16191;

Regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia;

Testo Unico Bancario;

Testo Unico della Finanza.

Sitografia

I siti internet sono stati consultati nel periodo di febbraio, marzo e aprile 2017.

[http://www.treccani.it/enciclopedia/trasparenza_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/trasparenza_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

http://www.corrierecomunicazioni.it/digital/40710_internet-banking-16-milioni-di-italiani-operano-online.htm

<http://mifidatabase.cesr.eu/>

www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Discussion_papers/dp4.pdf

http://www.professionefinanza.com/viwe_archivio.php?id=82

<http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/index.html>

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/regolamentazione>

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/1353/1330/html/index.it.html>

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/ssm/framework/html/index.it.html>

http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2017_01_RTDE.pdf

<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/servizi-bancari-e-finanziari/la-product-governance-nel-nuovo-regime-mifid-2>

<http://www.anasf.it/index.php?go=396>

<http://www.compliancejournal.it/mifid-2-informativa-alla-clientela-parte-1/>

<http://www.compliancejournal.it/mifid-2-informativa-alla-clientela-parte-2/>

<http://www.anasf.it/index.php?go=396>

http://www.ascosim.it/Ascoshim_doc/Ascoshim_20151125_LaDirettivaMifid2_03_DavidSabatini_Abi.pdf

http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:lQ4_2mx5AXUJ:www.icmagroup.org/assets/documents/Events/test/MiFID-II-and-Transparency-%26-Best-X-requirements.pdf+&cd=7&hl=it&ct=clnk&gl=it