



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Diritto Dei Mercati e Degli Intermediari Finanziari

**MIFID 2: PROSPETTIVA E DISCIPLINA
DELLA CONSULENZA FINANZIARIA
SU BASE INDIPENDENTE.**

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Lorenzo Di Nicola

ID N. 676411

CORRELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

INDICE

INTRODUZIONE

.....	pag.	1
-------	------	---

CAPITOLO I CONSULENZA FINANZIARIA E TUTELA DEL RISPARMIO

.....	pag.	5
-------	------	---

1.1	LA TUTELA DEL RISPARMIATORE - INVESTITORE NELL'ORDI- NAMENTO NAZIONALE ED EUROPEO	pag.	5
1.1.1	Costituzione economica e sua evoluzione interpretativa	pag.	5
1.1.2	La tutela del risparmio nell'ordinamento europeo	pag.	8
1.2	LA CONSULENZA FINANZIARIA: EVOLUZIONE STORICA DELLA DISCIPLINA PRIMA DI MiFID	pag.	10
1.2.1	La consulenza come servizio d'investimento (Legge n. 1 del 2 gennaio 1991)	pag.	11
1.2.2	La consulenza come servizio accessorio (D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 e D.Lgs n. 58 del 24 febbraio 1998)	pag.	15
1.3	DALLA INVESTMENT SERVICES DIRECTIVE (ISD) ALLA MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE (MIFID)	pag.	21
1.3.1	Emanazione della MiFID: obiettivi e principali novità rispetto alla ISD	pag.	23
1.3.2	La consulenza finanziaria nella MiFID I	pag.	33
1.3.3	Il recepimento imperfetto della consulenza MiFID nell'ordinamento italiano	pag.	37

CAPITOLO II LA CONSULENZA FINANZIARIA SU BASE INDIPENDENTE INTRODOLTA DALLA MIFID II

2.1	MIFID II: PRINCIPALI INNOVAZIONI RISPETTO A MIFID	pag.	39
2.2	I PLAYERS DELLA CONSULENZA FINANZIARIA	pag.	42
2.2.1	I soggetti abilitati a svolgere il servizio di consulenza finanziaria	pag.	42
2.2.2	Le linee guida ESMA e le consultazioni CONSOB sulla valutazione di conoscenze e competenze del personale di banche ed intermediari	pag.	43
2.2.3	I consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede	pag.	44
2.2.4	Consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria	pag.	45

2.2.5	L'albo unico dei consulenti finanziari e l'OCF	pag.	48
2.3	PROFILATURA DEL CLIENTE, INFORMATIVA E CONSULENZA "SU BASE INDIPENDENTE"	pag.	51
2.3.1	La profilatura del cliente: il questionario MiFID II	pag.	51
2.3.2	L'informativa da fornire al cliente	pag.	54
2.3.3	La congrua gamma di strumenti finanziari nel Technical Advice dell'ESMA	pag.	55
2.3.4	Gli Inducements nella MiFID II: un limite al meccanismo delle retrocessioni	pag.	56
2.3.5	Obblighi informativi e requisiti organizzativi dell'inter- mediario "consulente ibrido"	pag.	63

CAPITOLO III
IL RUOLO DI *FINANCIAL LITERACY* E DISTORSIONI
COMPORAMENTALI NELLA DOMANDA DI
CONSULENZA:
IL CASO ITALIANO

	.....	pag.	65
3.1	IL LIVELLO DI CONOSCENZA FINANZIARIA IN ITALIA: TRA CONOSCENZA PERCEPITA E CONOSCENZA EFFETTIVA	pag.	65
3.1.1	Le classifiche internazionali di PISA e della S&P Global FinLit Survey	pag.	66
3.1.2	Il Report della Consob sulle abitudini d'investimento delle famiglie italiane	pag.	70
3.2	LE BIAS COMPORAMENTALI NEL PROCESSO DI INVESTI- MENTO	pag.	74
3.3	LA DOMANDA DI CONSULENZA	pag.	83

CAPITOLO IV
CONSULENZA, MIFID II
E TUTELA DELL'INVESTITORE:
UN'ANALISI CRITICA

	.....	pag.	89
4.1	LE MAGGIORI CRITICITA' DELLA NUOVA DISCIPLINA DELLA CONSULENZA FINANZIARIA	pag.	89
4.1.1	Un problema innanzitutto terminologico: l'albo unico e la confusione ingenerata dall'abuso del termine "consulente"	pag.	89

4.1.2	L'efficacia dei questionari standardizzati nella valutazione di adeguatezza: target market teorico e target market effettivo	pag.	90
4.1.3	L'efficacia di prospetti, KIID e KID nell'assolvere l'obbligo di informativa pre-contrattuale	pag.	94
4.1.4	La valutazione della "congrua gamma di strumenti": può l'intermediario essere indipendente quanto il consulente "autonomo"?	pag.	99
4.1.5	La separazione dei consulenti all'interno dell'intermediario consulente ibrido: davvero necessaria?	pag.	101
4.1.6	L'eccessivo onere informativo a carico degli autonomi in base al principio dei "requisiti almeno analoghi"	pag.	102
4.2	L'EDUCAZIONE FINANZIARIA COME PARTE DELLA SOLUZIONE: LO STATO DELL'ARTE IN ITALIA	pag.	103
	CONCLUSIONI	pag.	107
	BIBLIOGRAFIA	pag.	109

**MIFID 2: PROSPETTIVA E DISCIPLINA
DELLA CONSULENZA FINANZIARIA
SU BASE INDIPENDENTE.**

INTRODUZIONE

Nell'attuale contesto finanziario europeo, caratterizzato dal continuo allargamento delle possibilità d'investimento e dalla crescente complessità dei prodotti offerti dagli intermediari, il risparmiatore più avverso al rischio si affaccia al mercato con paura e sospetto, quello meno prudente con pericolosi atteggiamenti da giocatore d'azzardo.

Il presente lavoro si occupa di analizzare l'effettiva capacità della consulenza finanziaria, così come riprogettata dal legislatore comunitario in seguito all'entrata in vigore della Direttiva MiFID II, di tutelare quella particolare figura di investitore - l'investitore *retail* - che merita una protezione rafforzata per il suo duplice ruolo di "risparmiatore" e di "consumatore" di servizi finanziari.

Lo studio si apre, nel primo capitolo, analizzando come il principio di tutela del risparmio venga inteso diversamente nell'ordinamento nazionale, attraverso quell'insieme di articoli della Carta costituzionale che viene comunemente indicato come "costituzione economica", ed in quello comunitario, nell'ambito dei Trattati europei. In tale contesto, viene introdotto il concetto di consulenza finanziaria nei suoi elementi costitutivi, attraverso un *excursus* storico-giuridico sull'evoluzione che tale istituto ha subito a partire dagli anni Novanta del secolo scorso ad oggi. Si illustra dunque come, nel corso del tempo, la consulenza sia passata dall'essere considerata un servizio d'investimento a pieno titolo, all'essere declassata a mero servizio accessorio, per poi essere reinserita tra i servizi d'investimento principali sottoposti ad autorizzazione.

Il secondo capitolo è dedicato alle principali novità introdotte dalla seconda Direttiva MiFID del 2014 rispetto alla MiFID I del 2004. La crisi finanziaria internazionale ha evidenziato il persistere di rischi concreti sia a livello di singolo investitore che a livello sistemico, spingendo il legislatore europeo a rafforzare l'impianto normativo in materia di servizi finanziari al fine di superare le lacune emerse. Dopo aver illustrato brevemente il quadro complessivo disegnato da MiFID II con riferimento a mercati, intermediari e autorità di vigilanza, si circoscrive l'analisi alla consulenza finanziaria, passando in

rassegna tutti i soggetti idonei a prestare tale servizio, dai dipendenti dell'intermediario ai consulenti autonomi e alle società di consulenza finanziaria, passando per i consulenti

abilitati all'offerta fuori sede (ex promotori finanziari). Si affrontano poi alcuni aspetti specifici che caratterizzano in particolare l'erogazione del servizio di consulenza su base indipendente, che è la grande novità introdotta da MiFID II. L'analisi prende in considerazione: l'informativa pre-contrattuale da fornire al cliente; la valutazione di adeguatezza della raccomandazione fornita al cliente sulla base del suo profilo economico-finanziario, conoscitivo e di propensione al rischio oggettivo (capacità finanziaria di tollerare perdite); la gamma di prodotti che il consulente è chiamato a valutare nel caso di consulenza prestata su base indipendente in confronto agli altri casi; i limiti posti al meccanismo delle retrocessioni, dalla necessità che il servizio sia "a valore aggiunto" per il cliente e che venga assicurata la trasparenza dei costi e dei conflitti d'interesse nel caso del consulente su base non indipendente, al divieto totale nel caso di consulenza prestata su base indipendente; i requisiti organizzativi del c.d. consulente ibrido, vale a dire l'intermediario che offre allo stesso tempo consulenza su base indipendente e su base non indipendente.

Nel terzo capitolo vengono riportati i risultati di alcune importanti ricerche condotte su scala nazionale ed internazionale che mettono a confronto il nostro paese con i paesi OCSE in termini di livello di conoscenze in materia finanziaria (*financial literacy*) degli studenti e degli adulti. Con riferimento all'ambito nazionale, vengono poi illustrate le abitudini d'investimento degli italiani e ci si chiede se esse siano affette dalle distorsioni cognitive e comportamentali messe in luce dagli studi di finanza comportamentale. Successivamente si analizza il rapporto che gli investitori italiani hanno con la consulenza finanziaria.

Il quarto ed ultimo capitolo mira ad offrire alcuni spunti di riflessione sulle potenziali criticità che la normativa relativa alla consulenza finanziaria ancora presenta. Ci si chiede

in particolare se l'istituto della consulenza finanziaria su base indipendente sia effettivamente paragonabile ad una consulenza oggettiva dal momento che essa si compone di elementi non sempre efficaci e non immuni da rischi. Nello specifico, si mettono in discussione: la scelta di utilizzare lo stesso titolo di "consulente" per figure assai diverse quali il consulente autonomo (ex indipendente) e quello abilitato all'offerta fuori sede (ex promotore); l'efficacia del questionari di valutazione di adeguatezza; l'intelligibilità e utilità dei prospetti informativi sintetici; la necessità di separare, all'interno del medesimo intermediario, le "carriere" dei consulenti finanziari che prestano il servizio su base indipendente e di quelli che prestano il servizio su base non indipendente. Il capitolo si chiude indicando nelle iniziative di educazione finanziaria il possibile primo passo verso una fruizione informata e consapevole del servizio di consulenza finanziaria da parte degli investitori al dettaglio, e di qui verso l'acquisizione di una capacità di autodifesa nei confronti delle proprie *bias* comportamentali e delle false promesse di intermediari senza scrupoli.

CAPITOLO PRIMO

CONSULENZA FINANZIARIA E TUTELA DEL RISPARMIO

1.1. TUTELA DEL RISPARMIATORE-INVESTITORE NELL'ORDINAMENTO NAZIONALE ED EUROPEO

Prima di affrontare il tema della consulenza finanziaria, oggetto del presente lavoro, si ritiene utile fornire una seppur breve e parziale disamina della normativa di rango supremo, nazionale ed europea, relativa al risparmio e alla sua tutela, nella convinzione che essa rappresenti uno degli strumenti più recenti con i quali il regolatore europeo mira a dare effettività al principio della tutela del risparmiatore - investitore, in particolare quello non professionale. Principio che viene sancito nella carta costituzionale e, indirettamente, riconosciuto nei trattati europei.

1.1.1. Costituzione economica e sua evoluzione interpretativa

Con l'espressione Costituzione economica si è soliti riferirsi, *strictu sensu*, all'insieme di norme contenute nel Titolo III della prima parte della Carta costituzionale, dedicato ai Rapporti economici. Secondo alcuni autori¹, in senso più generale tale locuzione indicherebbe non solo le suddette norme costituzionali, ma anche le relative fonti primarie e secondarie di attuazione, nonché l'evoluzione interpretativa che tali disposizioni hanno subito nel corso del tempo.

Per ben note ragioni storiche, la legge fondamentale italiana, data la sua insita natura compromissoria, è “neutrale”, nel senso che può essere utilizzata per declinare il sistema economico ora in senso dirigista ora in senso liberale o “di mercato”². Dal dopoguerra ad oggi, si è passati da una concezione di economia prevalentemente di tipo “sociale” - che si

¹ AA.VV., *La nuova costituzione economica*, a cura di S. Cassese, Roma-Bari, 2012.

² Cfr. F. Zatti, La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?, in AA.VV. *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010.

concreta nel costante intervento dello Stato nel sistema economico entro i limiti imposti dal dettato costituzionale a tutela della libertà degli individui - ad un'idea di economia fortemente più orientata al mercato. Questo mutamento culturale ha subito una notevole accelerazione, a testo costituzionale invariato, a seguito dell'adesione del nostro Paese al Trattato di Maastricht, che ha sancito la creazione del mercato unico europeo.

Gli articoli 41 e 47 Cost.: mercato e risparmio

Con riguardo alla materia oggetto di trattazione, rilevano in particolare gli articoli 41 e 47 della Costituzione, che riflettono, ancora una volta, l'ambivalenza del dettato costituzionale tra interventismo e liberalismo.

Il primo³, enunciando il principio di libertà dell'iniziativa economica privata, demanda alla legge il compito di indirizzare l'attività economica verso fini di natura sociale. Questo articolo, a lungo dibattuto in quanto da alcuni ritenuto intriso di "larvato dirigismo"⁴, in particolare all'ultimo comma, è stato letto in seguito nel senso di voler tutelare a livello costituzionale il corretto funzionamento dei mercati, attraverso la tutela della concorrenza⁵, come una delle forme in cui si esplica l'utilità sociale. Da tempo il concetto di libertà d'iniziativa economica è inteso come atto a ricomprendere la libertà di allocazione del risparmio privato,⁶ anche nella forma di investimento sui mercati finanziari. In definitiva, l'art. 41 rappresenta oggi il presupposto per il riconoscimento dell'efficienza del mercato come valore costituzionale da tutelare. Infatti il mercato altro non è, dal lato dell'offerta, che la somma delle iniziative economiche individuali, in quanto tali tutelate dalla Costituzione.⁷

³ L'art. 41 Cost. recita: "1 L'iniziativa economica privata è libera. 2 Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. 3 La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali."

⁴ Cfr. G. Amato, Il mercato nella Costituzione, in *Quaderni costituzionali*, 1992, n. 1, p. 12

⁵ Per un approfondimento si veda G. Oppo, *Costituzione e diritto privato nella "tutela della concorrenza"*, in "Rivista di diritto civile", 1993, p. 543. L'autore colloca la concorrenza nei limiti dell'utilità sociale di cui al terzo comma dell'art. 41. Si veda inoltre MUSU I., *Gli aspetti economici della Costituzione italiana: è superato l'art. 41?* in *Note di lavoro* n. 3, Università Ca' Foscari, Venezia 2008.

⁶ G. Amato, *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze University Press, Firenze, 2013, p. 21.

⁷ G. Amato, *Ibidem*.

L'articolo 47 fa espressa menzione del risparmio, dichiarandolo un valore non solo da tutelare, ma anche da incoraggiare.⁸ Nel contesto socio-economico italiano dell'immediato dopoguerra, caratterizzato da un'economia incentrata prevalentemente sul sistema bancario-creditizio, i padri costituenti vollero tutelare il risparmio considerandolo come strumento di difesa del potere d'acquisto della moneta dal potere svalutativo esercitato dall'inflazione. Tale obiettivo veniva perseguito, dalla maggioranza degli italiani dell'epoca, affidando la parte del reddito non consumata al sistema bancario che poi lo avrebbe reimmesso nel circuito economico, sotto forma di credito alle imprese per fini produttivi.⁹ Secondo autorevole dottrina, tale nozione andrebbe reinterpretata alla luce dell'evoluzione economica, finanziaria e istituzionale degli ultimi anni, che ha visto la nascita dell'euro con tutte le relative conseguenze sulla politica monetaria e sul sistema bancario dei paesi aderenti all'Unione monetaria, l'enorme sviluppo dei mercati finanziari e una crescente integrazione degli stessi in ambito europeo. Oggetto di tutela sarebbe dunque, oggi, il risparmio inteso come quell'attività "che grazie all'esistenza e al corretto funzionamento del mercato si risolve in un investimento finanziario"¹⁰. In linea con quest'ultima interpretazione evolutiva dell'art. 47, vi sono sia le previsioni del novellato art. 117 Cost. - che pone, tra le materie di competenza legislativa esclusiva dello Stato, la tutela del risparmio proprio a fianco di quella dei mercati finanziari¹¹ - sia la legislazione comunitaria e il T.U.F., che non fanno mai riferimento alla nozione di risparmiatore bensì a quella di investitore.

Con riguardo, poi, alla tipologia di risparmiatore-investitore che la Costituzione intende tutelare, dalla lettura del secondo comma dell'articolo 47 - che fa esplicito riferimento al risparmio popolare - si deduce che il legislatore è chiamato a proteggere in particolar modo l'investitore medio, non professionale, soggetto debole in quanto "consumatore" di prodotti e servizi bancari, finanziari e assicurativi.

⁸ L'art. 47 Cost. recita: "1 *La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito.* 2 *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.*"

⁹ F. Merusi, in *Codice commentato della Banca. Disciplina generale*, a cura di F. Capriglione e V. Mezzacapo, Milano, 1990, Volume I, sub Art. 47 Cost., pp. 22 e ss.

¹⁰ F. Guizzi, La tutela del risparmio nella Costituzione, in *Il Filangieri*, 2-4, 2005, pp. 171 e ss.

¹¹ Cfr. art. 117, c. 2 lett. e) *Cost.*

1.1.2. La tutela del risparmio nell'ordinamento europeo

A livello europeo, vige il cosiddetto “principio di attribuzione” secondo il quale il legislatore comunitario può legiferare solo nelle materie espressamente previste dai trattati¹². Tuttavia, nel Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (T.F.U.E.), è contenuta una clausola di “flessibilità”, in base alla quale, “se un'azione dell'Unione appare necessaria, nel quadro delle politiche definite dai trattati, per realizzare uno degli obiettivi di cui ai trattati senza che questi ultimi abbiano previsto i poteri di azione richiesti a tal fine, il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione e previa approvazione del Parlamento europeo, adotta le disposizioni appropriate.”¹³

Con riferimento alla tutela del risparmio, non essendo la stessa menzionata espressamente in alcuno dei trattati, il legislatore europeo ha dovuto di volta in volta individuare una base giuridica a fondamento all'emanazione delle direttive e dei regolamenti che disciplinano le materie dei mercati finanziari. Il necessario potere di azione su queste materie sussiste, come ricordato, a condizione che le riforme concorrano al perseguimento di uno degli obiettivi dell'Unione europea, contenuti nell'art. 2 del T.U.E., e in particolare l'obiettivo di creare un mercato interno europeo.

Nello specifico, la prima direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (*Markets in Financial Instruments Directive*, c.d. Mifid I)¹⁴, al considerando numero 7, dopo aver elencato i settori disciplinati dalla stessa, tra cui “*l'esercizio della libertà di stabilimento e della libertà di prestare servizi*” da parte delle imprese di investimento, “*al fine di garantire la tutela degli investitori*”, afferma che “*la direttiva dovrebbe essere basata sull'articolo 53, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea*”¹⁵, articolo che disciplina la libertà di stabilimento, con specifico riguardo all'armonizzazione delle attività non salariate.¹⁶

¹² Cfr. art. 5 *Trattato sull'Unione europea* (T.U.E.)

¹³ Cfr. art. 352 c.1 T.F.U.E.

¹⁴ *Direttiva 2004/39/CE* del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari (Mifid I)

¹⁵ Cfr. considerando n. 7 Mifid I

¹⁶ Cfr. art. 53 T.F.U.E.

Dalla lettura dei *consideranda* di questa direttiva e di alcuni dei più importanti regolamenti e direttive¹⁷ che disciplinano materie che mirano a tutelare, più o meno direttamente, il risparmio, emergono due principi giuridici cardine: la libertà di stabilimento (artt. 49 e ss. T.F.U.E.) e la libera circolazione dei capitali e dei servizi (artt. 26, 56 e 63 TFUE). Ad essi si dovrebbe aggiungere¹⁸ l'articolo 114 T.F.U.E., di portata più generale, che afferma che “*il Parlamento europeo e il Consiglio [...] adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno*”.¹⁹

Per concludere l'analisi della tutela del risparmio a livello comunitario, giova aggiungere che, a partire dal 1 gennaio 2009 - data di entrata in vigore del Trattato di Lisbona, siglato nel 2007 - assume piena efficacia giuridica anche la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea²⁰ (c.d. C.E.D.U.), approvata a Lisbona. La Carta, pur non potendo costituire la base giuridica per la legislazione europea, in quanto “non estende l'ambito di applicazione del diritto dell'Unione al di là delle competenze dell'Unione, né introduce competenze nuove o compiti nuovi per l'Unione, né modifica le competenze e i compiti definiti nei trattati”²¹, essa contiene dei principi che si ricollegano indirettamente alla tutela del risparmiatore-investitore. Di particolare interesse è l'articolo 38, il quale recita “nelle politiche dell'Unione è garantito un livello elevato di protezione dei consumatori”²², dovendosi includere nella definizione di consumatore anche l'investitore *retail* che si rivolge alle imprese di intermediazione per acquistare strumenti finanziari oppure per usufruire di servizi di investimento, tra i quali il servizio di consulenza finanziaria.

Nei prossimi due paragrafi si delinea un quadro dello sviluppo normativo della consulenza finanziaria, dal 1991 ad oggi.

¹⁷ Si vedano, tra le altre, la direttiva 2003/6/CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate ed alla manipolazione del mercato (c.d. *Market Abuse Directive*) e la direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare in occasione di un'offerta pubblica per l'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari.

¹⁸ Così J. Ziller, La tutela del risparmio tra obiettivi e competenze dell'Unione europea, in *Il Diritto dell'economia*, n. 1/2008, , pp. 21 ss.

¹⁹ Cfr. art. 114 c.1 T.F.U.E.

²⁰ In base all'art. 6, par. 1, c.1, del T.U.E., la C.E.D.U. ha lo stesso valore giuridico dei trattati.

²¹ Cfr. art. 51 c.2 Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea (C.E.D.U.)

²² Art. 38 C.E.D.U.

1.2. LA CONSULENZA FINANZIARIA: EVOLUZIONE STORICA DELLA DISCIPLINA PRIMA DI MIFID

La definizione più recente di consulenza finanziaria risale al 2004, ed è quella contenuta nella Direttiva europea n. 2004/39/UE sui mercati degli strumenti finanziari (c.d. Mifid I), recepita dall'ordinamento italiano nel 2007. In base ad essa, la consulenza "*in materia di investimenti*" consiste nella "*prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari*"²³.

Dietro questa, apparentemente, semplice definizione - che è quella attualmente in vigore nel nostro ordinamento in quanto ripresa tal quale nel Testo unico della finanza²⁴ e non modificata dalla successiva Mifid II - si cela un percorso normativo complesso che ha visto il concetto di consulenza ampliarsi - fino a ricomprendere servizi come "pubblicazioni, documentazione informativa, ricerche e altri documenti scritti"²⁵ - e restringersi - ad indicare la raccomandazione indirizzata ad uno specifico soggetto.

La consulenza, inoltre, è passata dall'essere regolamentata come un vero e proprio servizio d'investimento soggetto a riserva e ad apposita autorizzazione²⁶, all'essere declassata a mero servizio accessorio²⁷ - come tale liberamente esercitabile da chiunque senza alcuna autorizzazione - prima di tornare ad essere, di recente, nuovamente inclusa tra i servizi di investimento regolamentati.²⁸

²³ Cfr. articolo 4 paragrafo 2 punto 2 Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

²⁴ Cfr. art. 1 c. 5-*septies* D.Lgs n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo unico della finanza). Rispetto al testo della Mifid I, il legislatore italiano aggiunge che una raccomandazione può essere considerata personalizzata "quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente", mentre non è tale "se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione".

²⁵ Cfr. artt. 36-39 del regolamento Consob n. 5387 del 2 luglio 1991 e l'articolo 33 del regolamento Consob n. 8850 del 9 dicembre 1994.

²⁶ Questa era l'impostazione contenuta nella Legge n. 1 del 2 gennaio 1991 (Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari).

²⁷ Questa era l'impostazione della direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, recepita nel nostro ordinamento con il D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996 (c.d. decreto Eurosim).

²⁸ Cfr. considerando n. 3 Mifid I.

Il presente paragrafo si occupa di ripercorrere l'evoluzione dell'istituto della consulenza in Italia, a partire dalla disciplina contenuta nella legge n. 1 del 2 gennaio 1991 (c.d. Legge Sim)²⁹ fino a quella presente nel previgente Testo unico della finanza, prima cioè del recepimento della Mifid I, avvenuto nel 2007³⁰, passando per il regime normativo dettato dal decreto Eurosim³¹ poi confluito nel Testo unico della finanza. Le novità introdotte dalla Mifid I verranno invece illustrate nel terzo e ultimo paragrafo del presente capitolo.

1.2.1. La consulenza come servizio d'investimento (Legge n. 1 del 2 gennaio 1991)

Fino agli anni '80 del secolo scorso, l'attività di intermediazione finanziaria è stata monopolio esclusivo del sistema bancario³² in quanto non esisteva alcun intermediario non bancario di dimensioni tali da riuscire a competere con gli istituti di credito. Il sistema bancario disegnato nel 1936 dalla legge bancaria³³, e rimasto pressoché immutato fino al 1993, poggiava su due principi cardine:

- il principio di separatezza tra settore bancario e settore industriale (in parte ancora valido)³⁴, in base al quale sussistevano limiti alla partecipazione delle imprese industriali al capitale delle banche come anche alla partecipazione delle banche al capitale di imprese non bancarie, finanziarie o assicurative;
- il principio di specializzazione (ora abrogato) tra istituti che erogavano credito a breve termine (istituti di credito) e istituti che svolgevano attività di investimento, erogando credito a medio-lungo termine (istituti di credito speciale). Ciò al fine di arginare possibili conflitti di interesse e conseguenti rischi per la stabilità dell'intero sistema economico.

Una serie di interventi normativi ha portato, negli anni Ottanta e Novanta, ad un aumento della concorrenza nel settore finanziario, grazie alla creazione giuridica di istituti non bancari specializzati nelle attività di intermediazione finanziaria, quali:

²⁹ Legge n. 1 del 2 gennaio 1991 *cit.*

³⁰ La c.d. Mifid I, emanata nel 2004, è stata recepita nel nostro ordinamento con il D. Lgs. n. 164 del 17 settembre 2007.

³¹ D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996 *cit.*

³² Sul tema si veda, tra gli altri, L. Barca, G. Manghetti, *L'Italia delle banche*, Roma 1976.

³³ Legge n. 141 del 7 marzo 1938 e Legge n. 636 del 7 aprile 1938 n. 636, di conversione, rispettivamente, del decreto legge n. 375 del 12 marzo 1936 e del D.L. n. 400 del 17 luglio 1937.

³⁴ Cfr. art 19 D.

- i fondi comuni di investimento mobiliare aperti, istituiti con la legge 23 marzo 1983 n.77;
- le Società di intermediazione mobiliare, istituite con la legge 2 gennaio 1991 n.1;
- le Società di investimento a capitale variabile, istituite con il d.lgs. 25 gennaio 1992 n.84;
- i fondi d'investimento mobiliare chiusi, istituiti con la l. 14 agosto 1993 n.344.

Ai fini del presente lavoro, che tratta la consulenza finanziaria, rileva in particolare la legge n. 1 del 2 gennaio 1991, intitolata “Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari”. Essa annoverava la “consulenza in materia di valori mobiliari” tra le “attività di intermediazione mobiliare”, assieme ad altri servizi principali quali:³⁵

- negoziazione di valori mobiliari,
- collocamento e distribuzione di valori mobiliari
- gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari
- raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari
- sollecitazione del pubblico risparmio, anche tramite attività di promozione fuori sede

L'esercizio professionale nei confronti del pubblico di tali servizi finanziari costituiva un'attività riservata alle Società d'intermediazione mobiliare (SIM) autorizzate dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) e iscritte ad un apposito albo istituito presso la CONSOB stessa.³⁶

Anche gli enti creditizi potevano continuare ad esercitare - previa autorizzazione della Banca d'Italia - tutte le attività di intermediazione, ad esclusione della negoziazione di titoli diversi dai titoli di Stato.³⁷ Uno dei requisiti richiesti alle banche era quello di mantenere le attività d'investimento separate tra loro e dalle altre attività esercitate³⁸, vale a dire dalle tipiche attività bancarie di raccolta del risparmio ed esercizio del credito. Ciò,

³⁵ Cfr. articolo 1 comma 1 L. n. 1/1991 cit.

³⁶ Cfr. art. 2 c. 1 e art. 3 cc. 1 e 2 *Ibidem*

³⁷ Cfr. art. 16 c. 1 *Ibidem*

³⁸ Cfr. art. 16 c. 2 *Ibidem*

evidentemente, sempre al fine di limitare tutta quella serie di conflitti di interesse che possono sorgere nello svolgimento simultaneo dell'attività bancaria e dell'attività di intermediazione di valori mobiliari.³⁹ Tali previsioni erano una coerente applicazione del principio costituzionale di tutela del risparmio. Alla Banca d'Italia veniva affidato il compito di determinare, d'intesa con la CONSOB, "i criteri contabili ed organizzativi" che assicurassero "la separazione delle varie attività esercitate e delle connesse responsabilità di gestione"⁴⁰.

Oltre ai servizi principali, le SIM e le banche potevano esercitare attività connesse o strumentali (gli attuali servizi accessori) ma la legge Sim ne rimandava la puntuale determinazione e tipizzazione alla Banca d'Italia, in virtù del potere regolamentare di quest'ultima.

In applicazione della suddetta norma, la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, emanò un regolamento⁴¹ nel quale elencava distintamente le attività strumentali e quelle connesse. Per "attività strumentali" si intendevano⁴²:

- a) studi, ricerche, analisi e conseguente attività editoriale in materia economica e finanziaria;
- b) elaborazione, trasmissione e comunicazione di dati ed informazioni economiche e finanziarie;
- c) formazione ed addestramento del personale.

Rientravano invece tra le attività connesse⁴³:

- a) custodia ed amministrazione di valori mobiliari;
- b) finanziamento dei contratti di borsa mediante operazioni di riporto ed altre operazioni [...];
- c) negoziazione di valute per conto terzi in borsa e fuori borsa;
- d) rappresentanza in Italia di intermediari esteri.

³⁹ Per un approfondimento sulle tipologie di conflitti che possono sorgere in capo ad una banca che esercita attività di investimento, si veda R. Costi, Il finanziamento, la consulenza, il collocamento. I tanti mestieri delle banche, in G. D. Mosco, F. Vella (a cura di), *Imprese e investitori. Crescita, tutele, interessi*. Collana di "Quaderni di giurisprudenza commerciale", Giuffrè, Milano, 2008, pp. 75 e ss.

⁴⁰ Cfr. art. 9 c. 5 lett. c)

⁴¹ Si tratta del regolamento del 25 luglio 1991, emanato ai sensi dell'art. 3, comma 2, lett. a) e dell'art. 9, commi 4 e 5, della legge 2 gennaio 1991, n. 1, riguardante: il capitale minimo iniziale delle SIM; le attività connesse e strumentali; la separazione organizzativa e contabile; i coefficienti minimi di patrimonio, di liquidità e di concentrazione ed il patrimonio utile a fini di vigilanza; le forme tecniche dei bilanci e delle situazioni periodiche, le segnalazioni per la redazione delle statistiche finanziarie.

⁴² Art. 4 del Titolo II, Capo I del regolamento Banca d'Italia del 25 luglio 1991.

⁴³ Art. 5 *Ibidem*.

Con riferimento all'offerta dei servizi di investimento fuori sede, la Legge Sim istituì la figura del *promotore di servizi finanziari*. Prima del 1991, infatti, non esisteva un albo specifico dei promotori. In base alla normativa previgente, i soggetti per mezzo dei quali le società autorizzate potevano esercitare le attività di sollecitazione del pubblico risparmio erano, a parte i dipendenti delle società stesse, le persone fisiche “iscritte nel ruolo degli agenti e rappresentanti di commercio [...], ovvero all'albo nazionale degli agenti di assicurazione [...] ovvero in possesso dei requisiti [richiesti per i dirigenti e i sindaci dei fondi di investimento mobiliari]”⁴⁴.

Con la Legge Sim si ha per la prima volta un inquadramento organico della materia dell'offerta fuori sede. Nella predetta legge, il promotore è definito come la persona fisica⁴⁵ che, “in qualità di dipendente, agente o mandatario”⁴⁶, offre, “esclusivamente per conto e nell'interesse di una sola SIM”⁴⁷, i servizi della stessa “in luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle proprie sedi secondarie”⁴⁸. I promotori di cui le SIM possono avvalersi devono essere iscritti all'albo unico nazionale dei promotori di servizi finanziari” istituito presso la CONSOB⁴⁹ e tale iscrizione è subordinata al possesso di determinati “requisiti di onorabilità e professionalità” prescritti dalla CONSOB stessa con regolamento⁵⁰ e al superamento di un esame di idoneità, anch'esso regolato dalla CONSOB⁵¹.

Con riferimento alla consulenza in materia di valori mobiliari, ai promotori era inibito lo svolgimento di qualunque tipo di consulenza “porta a porta”⁵², ossia fuori sede, sia in proprio sia per conto dell'intermediario.

⁴⁴ Cfr. art. 3 del *regolamento CONSOB del 10 luglio 1985, n. 1739*, concernente le sollecitazioni del pubblico risparmio effettuate mediante attività, anche di carattere promozionale, svolte in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento. Tale regolamento veniva approvato in attuazione dell'art. 18-ter, terzo comma, sub art. 1, della legge 7 giugno 1974, n. 216, come sostituito dall'art. 15 della legge 4 giugno 1985, n. 281.

⁴⁵ Cfr. art. 5 comma 10 *L n. 1/1991*

⁴⁶ V. art. 5 comma 3, *Ibidem*

⁴⁷ V. art. 5 comma 3, *Ibidem*

⁴⁸ V. art. 5 comma 1, *Ibidem*

⁴⁹ V. art. 5 comma 5, *Ibidem*

⁵⁰ V. art. 5 comma 8 lett. c), *Ibidem*.

⁵¹ V. artt. 9 e 10 del relativo *regolamento CONSOB*, adottato con delibera del 2 luglio 1991 n. 5388 e intitolato “Regolamento concernente l'albo e l'attività dei promotori di servizi finanziari”.

⁵² Cfr. art. 5 c. 3 *L n. 1/1991*.

1.2.2. La consulenza come servizio accessorio (D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 e D.Lgs n. 58 del 24 febbraio 1998)

Nel 1993, il Consiglio europeo varò la direttiva sui servizi di investimento (c.d. *Investment Services Directive*, ISD)⁵³, la quale mirava a realizzare, nel settore delle imprese di investimento, il mercato interno europeo, attraverso l'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione e di esercizio per le imprese di investimento, delle norme di comportamento delle stesse, nonché l'armonizzazione di alcune condizioni riguardanti la gestione dei mercati regolamentati. Nello specifico, si introduceva il principio del "mutuo riconoscimento" a livello comunitario, applicato sia agli intermediari sia ai mercati regolamentati. Questi ultimi subirono così un ulteriore impulso verso la privatizzazione in quasi tutti i paesi europei, sul modello della borsa inglese, seppure corretto da meccanismi di controllo e sanzionatori pubblici.⁵⁴

La ISD dettava anche delle norme di comportamento minime che gli Stati membri erano chiamati ad adottare nei confronti dell'impresa di investimento, la quale doveva⁵⁵:

- agire, nell'esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato;
- agire con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato;
- disporre delle risorse e delle procedure necessarie per portare a buon fine le sue attività, e ad utilizzarle in modo efficace;
- informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti;
- trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i suoi clienti;
- sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo;
- conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'integrità del mercato.

⁵³ Si tratta della direttiva 1993/22/Ce del 10 marzo 1993 (c.d. *Investment Services Directive - ISD*).

⁵⁴ Per un approfondimento sul tema si veda F. Annunziata, *La disciplina dei mercati mobiliari*, Giappichelli, Torino, 2014, pp. 268 e ss.

⁵⁵ Art. 11 c. 1 direttiva 1993/22/Ce *cit.*

Con riferimento alla consulenza in materia di servizi finanziari, essa veniva sottratta alla riserva e inclusa tra i servizi accessori, divenendo pertanto un'attività esercitabile da qualunque persona fisica o giuridica, senza particolari restrizioni. La direttiva ISD lasciava poi ai legislatori nazionali la facoltà di estendere l'applicazione delle norme di comportamento previste per la prestazione dei servizi di investimento principali anche alla prestazione dei servizi accessori, tra cui quello di consulenza.⁵⁶

Il legislatore italiano recepì la *ISD* nel 1996, attraverso il c.d. decreto Eurosim⁵⁷, il cui contenuto fu poi assorbito nel Testo unico della finanza⁵⁸, e attraverso i regolamenti attuativi della Consob.⁵⁹ Il T.U.F., che abrogava la Legge Sim del 1991, fu concepito su impulso di una legge comunitaria del 1996⁶⁰ che delegava al governo il compito di raggruppare, in un corpus organico di norme, tutte le disposizioni in materia di mercati finanziari contenute in diverse fonti normative. La commissione di esperti che assolse a questo compito era guidata dall'allora direttore generale del Tesoro Mario Draghi, attuale governatore della Banca centrale europea. Il testo che scaturì dai lavori di quella commissione è pertanto conosciuto anche come "Legge Draghi".

Sul fronte del mercato regolamentato, il decreto Eurosim sancì, in attuazione della direttiva *ISD*, la privatizzazione del Consiglio di borsa, affermando che "l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro"⁶¹, e richiedendo che "il Consiglio di borsa, entro sessanta giorni dalla entrata in vigore del presente decreto, presenta alla CONSOB un progetto concernente la costituzione di una o più società per azioni aventi per oggetto la gestione della borsa valori, del mercato ristretto e del mercato

⁵⁶ Cfr. art. 11 c. 1 *Ibidem*

⁵⁷ Si tratta del *D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996*, di recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

⁵⁸ *D.Lgs n. 58 del 24 febbraio 1998* (c.d. T.U.F. o Legge Draghi), Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.

⁵⁹ Ci si riferisce ai tre regolamenti adottati dalla Consob con delibere n. 11522/1999, n. 11768/1988 e n. 11971/1999

⁶⁰ Si tratta della *Legge n. 52 del 6 febbraio 1996*, intitolata "Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - Legge comunitaria 1994"

⁶¹ Cfr. art. 46 c. 1 *D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996*

di borsa per la negoziazione degli strumenti finanziari”⁶². Queste previsioni portarono alla creazione di *Borsa italiana spa* e di *Mta spa*.

Con riguardo all’attività degli intermediari, il decreto Eurosim e poi il T.U.F. nella sua versione originaria, recependo alla lettera la direttiva *ISD*, riportavano in allegato l’elenco dei servizi d’investimento e quello dei servizi accessori⁶³. Nello svolgimento dei servizi d’investimento principali, le società abilitate dovevano avvalersi di promotori finanziari⁶⁴. In linea con la precedente legge Sim del 1991, il promotore era definito come “la persona fisica che, in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l’offerta fuori sede, [...] esclusivamente nell’interesse di un solo soggetto.”⁶⁵

Inoltre, per la prima volta si dava una definizione specifica di “offerta fuori sede”. Essa veniva definita come “la promozione e il collocamento:

- a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell’emittente, del proponente l’investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
- b) di servizi di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio”.⁶⁶

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

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

⁶² Cfr. art. 56 c. 1, *Ibidem*

⁶³ Gli elenchi erano contenuti rispettivamente all’allegato A e all’allegato C del *decreto Eurosim* (sezione A e sezione C dell’allegato del *T.U.F.*).

⁶⁴ Cfr. Art. 23 c. 1 *D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996* (art. 31 previgente *T.U.F.*)

⁶⁵ Cfr. Art. 23 c. 2 *D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996* (art. 31 c. 2 previgente *T.U.F.*)

⁶⁶ Cfr. Art. 22 c. 1 *D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996* (art. 30 c. 1 previgente *T.U.F.*)

Per quanto attiene alla condotta degli intermediari, il legislatore nazionale decise di avvalersi della facoltà concessa dalla direttiva *ISD* di estendere l'applicazione delle stesse norme di comportamento previste per i servizi d'investimento principali anche ai servizi accessori. Nell'ordinamento italiano si veniva così a creare una disparità di trattamento poiché, nell'esercizio del servizio di consulenza finanziaria, ora liberalizzato, gli intermediari restavano gli unici soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob e della Banca d'Italia, e tenuti a rispettare regole stabilite dal T.U.F. e dai regolamenti attuativi, mentre per i consulenti finanziari diversi dai soggetti abilitati, come poi precisato dalla Consob⁶⁷, si applicava il diritto comune, in particolare il principio della diligenza contenuto nell'art. 1176 del codice civile.

Tale disparità di trattamento a danno degli intermediari abilitati venne giustificata dalla Consob in virtù della *“superiore capacità di attrazione del pubblico di cui questi godono in ragione del proprio status di operatori vigilati in regime di riserva di attività”*⁶⁸.

Già nel 1994 la Consob aveva, secondo autorevole dottrina⁶⁹, segnato una netta linea di demarcazione tra due tipi di consulenza: quella propriamente detta (oggettiva o autonoma) e quella c.d. strumentale (o incidentale o ancillare) al servizio di collocamento di strumenti finanziari.⁷⁰ Alla luce della nuova normativa, mentre la consulenza strumentale poteva essere esercitata solo da soggetti abilitati al collocamento degli strumenti finanziari per i quali si presta la consulenza in oggetto, o da agenti degli stessi, la consulenza propriamente detta, essendo ora un servizio liberalizzato, poteva essere svolta da chiunque.

⁶⁷ Cfr. Comunicazione Consob n. DIN/1083623 del 7 novembre 2001: *“Risulta del tutto pacifica e rispondente al contesto normativo, infatti, la qualificazione della consulenza finanziaria come attività libera - che può esplicarsi sia in forma individuale che societaria - il cui svolgimento disciplinato dalle norme del diritto comune (art. 1176 del c.c), laddove non sia prestata da o per conto di intermediari abilitati”*

⁶⁸ Cfr. Comunicazione Consob del 14 maggio 1999, n. 99038880

⁶⁹ Su tutti, si veda L. Zitiello, Lo sviluppatore bancario, in *Distribuzione integrata di prodotti bancari, finanziari e assicurativi: soggetti, competenze, responsabilità*, ITA, Atti di Convegno, Milano, 6-7-8 maggio 2002.

⁷⁰ Nella Comunicazione n. BOR/RM/94405134 del 23 maggio 1994, la Consob precisava che la consulenza *“si caratterizza per essere tendenzialmente onnicomprensiva - vale a dire esente da limitazioni quanto alla tipologia dei valori mobiliari oggetto dei consigli di investimento - nonché per la sostanziale neutralità dell'intermediario rispetto alla conclusione delle operazioni eventualmente conseguenti all'esercizio della consulenza, nella quale si esaurisce la prestazione dell'intermediario stesso”*.

I confini della consulenza oggettiva, rispetto alla consulenza strumentale, vennero delineati sempre dalla Consob nel 2001, in una delibera⁷¹ che riassumeva le precedenti delibere in materia. Nello specifico, la consulenza era caratterizzata:

1. dall'esistenza di un *rapporto bilaterale e personalizzato* con il cliente che prendesse in considerazione gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria dello stesso
2. dall'indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati
3. dall'essere una consulenza omnicomprensiva che non prevedeva cioè limiti agli investimenti da consigliare
4. dalla circostanza che il consulente riceveva esclusivamente la remunerazione pagata ad esso dal cliente per il servizio prestato.

Quest'ultimo è il tipo di consulenza che poteva ora essere prestato dal promotore, sia in proprio sia per conto dell'intermediario a cui egli fosse eventualmente legato, e differente era la disciplina applicabile nei due casi.

Nell'esercizio in proprio, infatti, i promotori erano sottoposti alle regole del diritto comune, e precisamente agli artt. 1337 e 1338 C.C..⁷² Condizione per prestare questo tipo di consulenza era che il promotore fosse slegato da qualsiasi intermediario.

Nel caso di promotore legato ad un intermediario, occorreva verificare se l'intermediario svolgeva a monte il servizio di consulenza o meno. Il promotore legato ad un intermediario che non svolgeva a livello istituzionale il servizio di consulenza, non poteva infatti svolgere alcun tipo di consulenza.⁷³

Quanto alla fattispecie della consulenza strumentale e alla condotta che il promotore doveva tenere, la Consob precisava che “nell'ipotesi in cui il promotore svolga contestualmente, per conto del proprio intermediario (o di altro soggetto appartenente allo stesso gruppo), attività di consulenza finanziaria e attività di promozione e collocamento, quest'ultima deve essere comunque improntata al rigoroso rispetto dei principi di diligenza e correttezza”⁷⁴,

⁷¹ Si tratta della *delibera n. DIN/1071590* del 21 settembre 2001.

⁷² P. De Gioia - Carabellese, *L'attività fuori sede da parte di banche e imprese. L'intermediazione finanziaria e assicurativa aggiornata al ddl n. 7/2007*, Halley Editrice, Macerata, p. 58.

⁷³ Cfr. le Comunicazioni Consob. DI/43152 del 2 giugno 2000 e n. DI/76878 del 18 ottobre 2000.

⁷⁴ Cfr. Comunicazione Consob n. DIN/1083623, cit.

Sotto il profilo degli incentivi (*inducements*), la stessa Consob statuiva⁷⁵, in capo al promotore, il divieto di ricevere, anche in veste di consulente, qualunque compenso dal cliente. Era invece consentito il meccanismo della “retrocessione”, in base al quale è l’intermediario a ricevere il pagamento dal cliente e a versare poi al promotore il compenso spettante. Tale compenso veniva riconosciuto al promotore unicamente in virtù della consulenza prestata, e non della effettiva realizzazione, da parte del cliente, delle operazioni suggerite nella consulenza. Divieto che non sussisteva invece quando la consulenza fosse svolta al di fuori di ogni riserva, e dunque da soggetti (anche promotori) non legati in alcun modo ad un intermediario abilitato.

Il T.U.F. prevedeva inoltre una tutela differenziata a seconda della categoria a cui l’investitore poteva essere ricondotto. Il regolamento CONSOB sugli Intermediari⁷⁶, in attuazione del T.U.F.⁷⁷, distingueva due categorie di clienti:

- i clienti al dettaglio
- gli operatori qualificati.

I secondi ricevevano meno tutele rispetto ai primi, soprattutto in tema di conflitto di interessi e di obblighi informativi. Nello specifico, gli intermediari, quando operavano nei confronti degli operatori qualificati, dovevano attenersi alle sole regole di trasparenza, correttezza e diligenza e non anche agli obblighi di valutazione di adeguatezza degli investimenti proposti rispetto alla situazione finanziaria e alle conoscenze finanziarie di tali clienti.⁷⁸

Erano considerati operatori qualificati non solo gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, e le altre imprese di investimento e assicurative, ma anche “ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.”⁷⁹

⁷⁵ *Ibidem*

⁷⁶ *Regolamento Consob n. 11522 del 1° luglio 1998*, intitolato “Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari”.

⁷⁷ Che all’art. 6, c. 2 delegava alla Consob la disciplina del rapporto tra intermediari e clienti.

⁷⁸ Cfr. art. 31 c. 1 *Regolamento Consob n. 11522, cit.*

⁷⁹ Art. 31 c. 2 *Ibidem*

L'ampio raggio di applicazione di questa norma ebbe, negli anni successivi alla sua approvazione, l'effetto di sottrarre dalla piena tutela del T.U.F. molti piccoli imprenditori che, sulla base di una semplice attestazione del legale rappresentante della propria società, fecero assumere rischi finanziari elevati alle loro imprese, spesso con effetti disastrosi sulle stesse.⁸⁰

1.3. DALLA *INVESTMENT SERVICES DIRECTIVE* (ISD) ALLA *MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE* (MIFID)

Nel 1999, a distanza di pochi anni dall'emanazione della direttiva sui servizi di investimento⁸¹, il settore finanziario tornò ad essere oggetto di regolamentazione a seguito dell'approvazione da parte della Commissione europea del Piano di azione sui servizi finanziari (*Financial Services Action Plan - FSAP*). Il *FSAP* si prefiggeva il raggiungimento di quattro obiettivi strategici al fine di creare un quadro comune di regole per garantire un terreno competitivo uniforme (cd. *level playing field*) a livello europeo. Tali obiettivi erano:

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

Il perseguimento di tali obiettivi richiedeva l'emanazione, entro il 2005⁸², di 42 provvedimenti - tra direttive, regolamenti e raccomandazioni - riguardanti ciascuno un comparto dell'intermediazione (bancario, assicurativo, mobiliare, fondi pensione e OICVM⁸³).

Nella sessione del 17 luglio 2000 il Consiglio ha istituito il comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei. Nello stesso contesto venne istituito il comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei. Esso aveva il compito di condurre un'indagine sullo stato di sviluppo e di integrazione dei mercati europei. La relazione finale che scaturì da tale indagine è conosciuto come rapporto Lamfalussy, dal nome del barone Alexandre Lamfalussy che

⁸⁰ Cfr. E. Gabrielli, R. Lener, *I contratti del mercato finanziario*, Utet Giuridica, Torino, 2011, p. 65 e ss.

⁸¹ La Direttiva 93/22/CEE (*ISD*), *cit.*

⁸² Termine stabilito dal Consiglio Europeo di Lisbona di marzo 2000.

⁸³ Organismi d'Investimento Collettivo in Valori Mobiliari.

presiedeva il Comitato. Il rapporto evidenziava lacune nella regolamentazione dei mercati finanziari europei, proponeva l'istituzione di due comitati di regolatori per favorire l'integrazione e l'espansione dei mercati, e raccomandava l'adozione di un approccio legislativo più rapido ed efficace in materia finanziaria.⁸⁴

Su proposta del rapporto Lamfalussy, vennero inoltre istituite la *Committee of European Securities Regulators* (CESR, oggi sostituito dall'ESMA - *European Securities and Markets Authority*) e l'*European Securities Committee* (ESC).⁸⁵ Alla prima commissione, formata dai rappresentanti delle autorità di regolamentazione delle borse (in Italia la Consob), viene assegnata, unitamente alla funzione consultiva nei confronti della Commissione, anche la funzione di coordinare l'attuazione della normativa comunitaria nei vari Stati membri. La seconda, composta da rappresentanti governativi degli Stati membri competenti in materia di mercati finanziari, offre alla Commissione europea, assieme al CESR, consulenza tecnica ai fini della regolamentazione dei servizi e dei mercati finanziari.

La procedura Lamfalussy si articola su quattro livelli istituzionali:

1. al primo livello, la Commissione definisce principi quadro e relative modalità di attuazione e li propone al Parlamento e al Consiglio affinché essi li adottino mediante la procedura ordinaria di codecisione;
2. al secondo livello, la Commissione, adotta misure tecniche di attuazione dei principi stabiliti al livello uno, in conformità alle valutazioni fornite dall'ESC e con il supporto tecnico del CESR;
3. al terzo livello, il CESR provvede, attraverso raccomandazioni, linee guida non vincolanti, interpretazioni e *standards*, ad assicurare la coerente ed uniforme applicazione della normativa di primo e secondo livello nei singoli Stati membri;
4. al quarto livello, la Commissione verifica l'effettiva convergenza delle disposizioni emanate nei tre livelli precedenti, in sede di attuazione da parte dei vari Stati membri.

⁸⁴ La cd. "procedura Lamfalussy" (o "procedura di comitatologia") venne adottata dal Consiglio Europeo di Stoccolma del 23 marzo 2001 con la "risoluzione su una regolamentazione più efficace dei mercati dei valori mobiliari nell'Unione europea", e poi, in data 5 febbraio 2002, dal Parlamento Europeo nella sua "risoluzione sull'attuazione della legislazione nel quadro dei servizi finanziari".

⁸⁵ Istituiti dalla Commissione europea in data 6 giugno 2001, rispettivamente con *decisione n. 527/2001/CE* e *n. 528/2001/CE*.

Tra le più importanti direttive del *FSAP*, approvate in base alla procedura Lamfalussy, vi è la *Markets in Financial Instruments Directive* (cd. *MiFID*), che verrà illustrata nel presente paragrafo. La MiFID sostituì la precedente *ISD*, data l'inadeguatezza di quest'ultima a fornire un quadro giuridico efficace a causa dell'evoluzione dei mercati finanziari europei, caratterizzati da un aumentato numero di investitori e dalla maggiore complessità della gamma di strumenti e servizi offerti.⁸⁶

1.3.1. Emanazione della MiFID: obiettivi e principali novità rispetto alla ISD.

La riforma introdotta dalla direttiva Mifid si articola sui seguenti tre livelli normativi (il quarto livello è rappresentato dai controlli effettuati dalla Commissione):

1. la Direttiva 2004/39/CE, cd. MiFID di primo livello, che contiene i principi generali della nuova disciplina;
2. la Direttiva 2006/73/CE, cd. MiFID di secondo livello, e il Regolamento 1287/2006, che dettano norme tecniche, rispettivamente, in materia di organizzazione e condizioni di esercizio per le imprese di investimento e in materia di trasparenza dei mercati pre- e post-trade.
3. il terzo livello è rappresentato dalle linee guida emanate dal CESR al fine di garantire la cd. regulatory convergence, ossia la convergenza della supervisione nei vari Stati membri.

Rispetto alla precedente *ISD*, l'impianto normativo della *MiFID* si caratterizza in particolare per il fatto di contenere norme di maggior dettaglio, e di lasciare poca autonomia agli Stati membri nell'applicazione della direttiva. Con riferimento al secondo aspetto, la MiFID, in più punti,⁸⁷ stabilisce infatti il cd. divieto di *gold plating*, ossia vieta agli Stati membri di prevedere obblighi o limiti aggiuntivi nei confronti degli intermediari e dei mercati rispetto a quelli già previsti dalla direttiva. La possibilità di eccepire a tale

⁸⁶ Cfr. considerando n. 2 Direttiva 2004/39/CE (MiFID)

⁸⁷ Cfr. art. 31 par. 1 co. 2, art. 31 par.5, art. 32 par. 1, art. 33 par. 2, 42 par. 6 *Direttiva 2004/39/CE*. Il considerando n. 7 della *Direttiva 2006/73/CE* ribadisce il medesimo principio, affermando che: “Per assicurare l'applicazione uniforme delle varie disposizioni della direttiva 2004/39/CE, è necessario stabilire una serie di requisiti armonizzati in materia di organizzazione e di esercizio dell'attività delle imprese di investimento. Di conseguenza gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all'atto del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva, salvo qualora quest'ultima lo preveda espressamente”.

principio, come previsto dalla MiFID di secondo livello, è limitata “*ai casi in cui vi siano rischi specifici per la tutela degli investitori o l’integrità del mercato, compresi quelli relativi alla stabilità del sistema finanziario, non adeguatamente affrontati dalla legislazione comunitaria, e [tale intervento] deve essere strettamente proporzionato.*”⁸⁸

Gli obiettivi di fondo della nuova direttiva sono rinvenibili nei *consideranda* iniziali del testo normativo. Mentre la *ISD* mirava ad un’armonizzazione minima delle norme di autorizzazione ed esercizio per le imprese di investimento, nonché di alcune previsioni in materia di mercati regolamentati, lasciando ampia discrezionalità agli Stati membri in sede di applicazione, la MiFID si poneva come obiettivo quello di assicurare “[...] *il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la comunità [...] sulla base della vigilanza dello stato membro di origine.*”⁸⁹ Nello specifico, si afferma più volte l’intento, oltre che di salvaguardare il corretto funzionamento del mercato, anche di tutelare⁹⁰ o proteggere⁹¹ gli investitori.

La novità più rilevante ai fini del presente lavoro è rappresentata dal reinserimento del servizio di consulenza in materia di investimenti tra i servizi e le attività di investimento sottoposti ad autorizzazione. Un altro importante servizio di investimento aggiunto dalla MiFID, come già accennato, è quello della gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione (*MTF*). Tra i nuovi strumenti finanziari, si segnala invece un maggior numero di contratti di opzione, a termine (*futures*), *swap* e su strumenti derivati. Quanto ai servizi accessori, è rilevante per la nostra ricerca l’inserimento tra di essi del servizio di “*ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari*”⁹².

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

⁸⁸ Cfr. il considerando n. 8 della Direttiva 2006/73/CE, cit.

⁸⁹ Cfr. il considerando n. 2 della Direttiva 2004/39/CE

⁹⁰ Cfr. consideranda nn. 17, 44 e 71, *ibidem*.

⁹¹ Cfr. consideranda nn. 2, 26, 31, 41 e 61, *ibidem*. Inoltre si veda la sezione 2 del Capo II del Titolo II (artt. da 19 a 24) della stessa Direttiva, intitolata “Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori”.

⁹² Cfr. allegato I sezione B punto 5, *Direttiva 2004/39/CE*

Novità in materia di mercati regolamentati

Con riferimento ai mercati, con la MiFID si assottiglia la linea di demarcazione che tradizionalmente separava mercati e intermediari. Viene infatti eliminata la facoltà per gli Stati membri di imporre agli intermediari l'obbligo di concentrare gli scambi di titoli quotati sui mercati regolamentati. Il legislatore europeo riconosce infatti la necessità di “*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*”⁹³. Nello specifico si riconosce la possibilità di effettuare le operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari su tre diverse sedi di esecuzione (*trading venues*)⁹⁴:

- i tradizionali mercati regolamentati;
- i sistemi multilaterali di negoziazione⁹⁵ (*Multilateral trading facilities- MTF*), la cui gestione è ora inserita tra i servizi e le attività di investimento riservate a banche, imprese di investimento e gestori di mercati regolamentati;
- gli internalizzatori sistematici⁹⁶, che costituiscono sistemi di negoziazione di tipo bilaterale, alternativi ai mercati regolamentati e agli MTF. La loro gestione è riservata a banche, imprese di investimento e gestori di mercati regolamentati.

Il legislatore europeo, ponendo le diverse sedi di negoziazione in concorrenza reciproca, mirava ad aumentare l'efficienza e la liquidità dei mercati.⁹⁷

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

⁹³ Cfr. considerando n. 5 *Direttiva 2004/39/CE*

⁹⁴ Un elenco delle trading venues autorizzate in Italia ed in Europa è presente sul sito della Consob, all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/mercati1>

⁹⁵ La MiFID, all'art. 4, comma 15, definisce il sistema multilaterale di negoziazione come il “sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ai sensi delle disposizioni del titolo II”.

⁹⁶ L'internalizzatore sistematico è definito all'art. 4 comma 7 della MiFiD come “[l']impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione”.

⁹⁷ Cfr. G. Rubba, *L'impatto ed i risvolti della direttiva MiFID sul Testo Unico Finanza*, in *Innovazione e Diritto* n. 3/2008, Università degli studi di Napoli, ISSN 1825-9871, 2008

sebbene con diversa gradazione.⁹⁸ Al considerando n. 44 infatti si affermava che era “*indispensabile porre in atto un regime globale di trasparenza per tutte le operazioni su azioni, indipendentemente dal fatto che siano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale o tramite mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione*”. La normativa parlava dunque solo di azioni, ma lasciava agli Stati membri la facoltà di “*applicare i requisiti di trasparenza pre e post-negoziazione [...] a strumenti finanziari diversi dalle azioni*”⁹⁹. L'Italia ha parzialmente optato per questa estensione attraverso l'aggiornamento del Regolamento Intermediari della Consob.

Novità in materia di requisiti organizzativi

Per quanto attiene al secondo profilo in esame, quello dei requisiti organizzativi, occorre distinguere tra società di gestione dei mercati regolamentati e imprese di investimento.

Con riferimento ai primi soggetti, l'art. 39 della MiFID prevede che i mercati regolamentati:

- a) *prendano misure per identificare chiaramente e gestire le potenziali conseguenze negative [...] di qualsiasi conflitto tra gli interessi del mercato regolamentato, dei suoi proprietari o del suo gestore e il suo buon funzionamento [...];*
- b) *siano adeguatamente attrezzati per gestire i rischi ai quali sono esposti, [...] per identificare tutti i rischi [...] e prendano misure efficaci per attenuare tali rischi;*
- c) *pongano in atto dispositivi per garantire una gestione sana delle operazioni tecniche del sistema [...];*
- d) *si dotino di regole e procedure [...] che garantiscano una negoziazione corretta e ordinata nonché di criteri obiettivi che consentano l'esecuzione efficiente degli ordini;*
- e) *si dotino di dispositivi efficaci atti ad agevolare la finalizzazione efficiente e tempestiva delle operazioni eseguite nell'ambito dei loro sistemi;*
- f) *dispongano [...] di risorse finanziarie sufficienti per renderne possibile il funzionamento ordinato [...].*

⁹⁸ Le disposizioni relative agli obblighi informativi si trovano nella MiFID di primo livello (*Dir. 2004/39/CE*) alla Sezione 3 del Capo 2 del titolo III “Trasparenza e integrità del mercato” (artt. 25-30) e nel Regolamento di secondo livello (*Reg. n. 1287/2006/CE*) al Capo 4 “Trasparenza del mercato” (artt. 17-34)

⁹⁹ Cfr. *considerando* n. 46 MiFID.

Si tratta di requisiti minimi di organizzazione, che lasciano, alle società in questione, la libertà di determinare autonomamente le modalità concrete in cui intendono organizzarsi.

Con riguardo alle imprese di investimento, pur lasciando gli intermediari liberi di scegliere il modello organizzativo e gestionale ritenuto più adeguato, la MiFID detta requisiti organizzativi più stringenti. Infatti, dopo aver fornito alcuni principi generali all'art. 13¹⁰⁰, delega alla Commissione l'adozione di *“misure di esecuzione che specifichino i requisiti di organizzazione concreti da imporre alle imprese di investimento che prestano diversi servizi di investimento e/o esercitano diverse attività di investimento e servizi accessori o una loro combinazione”* [al fine] di *“tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari sotto il profilo tecnico e garantire l'applicazione uniforme dei principi generali stabiliti [nella Direttiva di primo livello]”*¹⁰¹

Le suddette misure di esecuzione sono contenute nel capo 2 della Direttiva di secondo livello¹⁰², approvata nel 2006 e *“recante modalità di esecuzione della direttiva [MiFID] per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento [...]”*. La MiFID di secondo livello stabilisce *“procedure rigorose in ambiti quali il controllo della conformità (compliance), la gestione del rischio, il trattamento dei reclami, le operazioni personali, l'esternalizzazione e l'identificazione, la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse.”*¹⁰³

Dalla lettura combinata dei principi generali contenuti nei *consideranda* e all'art. 13 della MiFID di primo livello, e delle misure esecutive dettate dalla MiFID di secondo livello, emergono le seguenti prescrizioni di maggior rilievo:

- l'elaborazione di procedure che garantiscano l'adempimento degli obblighi stabiliti dall'MiFID, e che siano proporzionate alla natura, alle dimensioni e alla complessità dell'attività dell'intermediario, nonché alla natura e alla gamma dei servizi e delle attività di investimento che esso offre;¹⁰⁴

¹⁰⁰ Cfr. art. 13 paragrafi da 2 a 9, *Direttiva 2004/39/CE*.

¹⁰¹ Cfr. art. 13 paragrafo 10, *Direttiva 2004/39/CE*.

¹⁰² Cfr. artt. da 5 a 25, *Direttiva 2006/73/CE*

¹⁰³ Cfr. *considerando* n. 3, *Direttiva 2006/73/CE*

¹⁰⁴ Cfr. art. 13, parr. 2 e 4, *Direttiva 2004/39/CE* e art. 6 par. 1, *Direttiva 2006/73/CE*.

- l'istituzione e mantenimento di una funzione di controllo di conformità (*compliance*) permanente che verifichi l'efficacia dei processi;¹⁰⁵
- l'individuazione, eliminazione (ove possibile) o comunicazione ai clienti degli eventuali conflitti di interesse esistenti;
- la corretta valutazione e gestione del rischio, soprattutto in caso di esternalizzazione di importanti funzioni operative¹⁰⁶;
- l'istituzione e mantenimento (se opportuno e proporzionato) di una funzione di controllo del rischio¹⁰⁷;
- l'istituzione e mantenimento (se opportuno e proporzionato) di efficaci sistemi di controllo (*audit*) interno¹⁰⁸, per verificare il rispetto delle decisioni e delle procedure a tutti i livelli organizzativi;
- la corretta tenuta di registrazioni che consentano alle autorità di controllo di verificare il rispetto dei requisiti organizzativi oltre che di tutti gli obblighi nei confronti dei clienti;¹⁰⁹
- l'obbligo di tenere separati i diritti di proprietà e altri diritti analoghi dei clienti su valori mobiliari o su fondi, da quelli dell'impresa stessa.¹¹⁰

Novità in materia di relazione intermediari-clienti.

Prima di analizzare le regole in materia di relazione tra intermediari e clienti occorre sottolineare che una delle novità più importanti della MiFID è stata quella di prevedere una nuova classificazione dei clienti, sulla quale si disegna un sistema di tutele decrescenti a seconda del tipo di cliente.¹¹¹ In base alla MiFID, i clienti sono classificati in:

- clienti al dettaglio (*retail*), che godono della tutela massima in termini di obblighi di informativa, di trasparenza, di valutazione del profilo di rischio e di esecuzione, che gli intermediari devono rispettare nei loro confronti;

¹⁰⁵ Cfr. art. 13 par. 5 co. 2, *Direttiva 2004/39/CE* e art. 6 parr. 2 e 3, *Direttiva 2006/73/CE*.

¹⁰⁶ Possibilità subordinata alla presenza delle condizioni di cui all'art. 14 della *Direttiva 2006/73/CE*

¹⁰⁷ La funzione di controllo del rischio può anche essere svolta dalle stesse persone incaricate della funzione di controllo di conformità, se ciò non ne pregiudica l'indipendenza. Cfr. *considerando n. 15 Direttiva 2006/73/CE*

¹⁰⁸ Solo se tenuto separato e indipendente dalle altre funzioni e attività.

¹⁰⁹ Cfr. art. 13 par. 6 *Direttiva 2004/39/CE*, *consideranda n.* e il Capo II, *Direttiva 2006/73/CE* (artt. 6 e 7).

¹¹⁰ Cfr. *considerando n. 26* e art. 13 parr.7 e 8, *Direttiva 2004/39/CE* nonché la sezione 3 del Capo II, *Direttiva 2006/73/CE* (artt. da 16 a 20).

¹¹¹ Il *considerando n. 31*, *Direttiva 2004/39/CE* afferma infatti che "le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti)".

- clienti professionali,¹¹² che godono di una tutela ridotta in quanto si presume che essi possiedano “l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume”¹¹³;
- controparti qualificate¹¹⁴ (*eligible counterparties*), che si può considerare un sottoinsieme della categoria dei clienti professionali e nei confronti dei quali la tutela è minima.

L’attribuzione dello status di controparti qualificate rileva solo con riferimento alla prestazione dei seguenti servizi di investimento e dei connessi servizi accessori: negoziazione per conto proprio, esecuzione ordini per conto dei clienti, ricezione e trasmissione ordini.¹¹⁵

Le imprese d’investimento sono tenute a informare i propri clienti della categoria nella quale sono stati classificati, ferma restando la possibilità, per ciascun tipo di cliente, di richiedere un diverso grado di protezione, ossia di essere considerato con un diverso status.¹¹⁶

Nello specifico:

- un cliente professionale può “chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti”¹¹⁷;
- una controparte qualificata può, dietro sua richiesta o su iniziativa dell’intermediario, essere trattata come cliente professionale o come cliente al dettaglio¹¹⁸;

¹¹² In base all’art. 4 par. 1 punto 12, *Direttiva 2004/39/CE* è cliente professionale il “cliente che soddisfa i criteri stabiliti nell’allegato II”. L’allegato II definisce clienti professionali tutti i soggetti autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari (banche, imprese di investimento, di assicurazioni, ecc.), i governi, alcuni enti pubblici, alcune istituzioni nazionali e sovranazionali comprese le banche centrali, nonché le imprese di grandi dimensioni che superino almeno due dei seguenti parametri:

- totale di bilancio di 20 milioni di euro
- fatturato netto di 40 milioni di euro
- fondi propri di 2 milioni di euro

¹¹³ Cfr. allegato II alla MiFID

¹¹⁴ L’art. 24 par. 2 impone agli Stati membri di riconoscere come controparti qualificate “*le imprese di investimento, gli enti creditizi, le imprese di assicurazioni, gli OICVM e le loro società di gestione, i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto comunitario o il diritto interno di uno Stato membro, [...], i governi nazionali [...], le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali*”.

¹¹⁵ Cfr. art. 24 par. 1, *Direttiva 2004/39/CE*.

¹¹⁶ Cfr. art. 28 par. 3 *Direttiva 2006/73/CE*.

¹¹⁷ Cfr. allegato II alla MiFID

- i clienti persone fisiche che soddisfino alcuni requisiti¹¹⁹, possono richiedere per iscritto all'intermediario di essere considerate quali "clienti professionali".

In quest'ultimo caso, trattandosi di una riduzione della protezione, l'intermediario è tenuto ad effettuare una valutazione adeguata delle conoscenze e competenze del cliente per verificare l'effettiva capacità dello stesso di comprendere i rischi e di adottare le proprie decisioni.¹²⁰

Con riferimento alle norme di comportamento (o "condizioni di esercizio") che gli intermediari devono rispettare nei confronti dei clienti, si segnalano, in particolare:

1. l'obbligo di informare i clienti della natura e/o delle fonti dei conflitti di interesse (*disclosure*), qualora le disposizioni organizzative o amministrative non assicurino di evitare rischi per il cliente¹²¹. Nel caso di clienti al dettaglio, l'impresa deve informare gli stessi sulla politica seguita dall'impresa in materia di conflitti di interesse¹²²;
2. l'obbligo di notificare al cliente la sua classificazione come cliente al dettaglio, professionale o come controparte qualificate e di informarlo sulla possibilità di richiedere una diversa classificazione;¹²³
3. l'obbligo di rispettare la regola di "*best execution*" che consiste nell'adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per il cliente, nell'ambito del servizio di esecuzione degli ordini.¹²⁴ Quando si tratta di clienti al dettaglio, il miglior risultato è determinato in termini di corrispettivo totale, pari al prezzo dello

¹¹⁸ Cfr. art. 24 par. 2 co. 2 *Direttiva 2004/39/CE*.

¹¹⁹ In base all'Allegato II della MiFID, "dovrebbero essere soddisfatti almeno due dei seguenti criteri:
 1. l'investitore deve aver effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni a trimestre nei quattro trimestri precedenti;
 2. il valore del portafoglio di strumenti finanziari dell'investitore, inclusi i depositi in contante e gli strumenti finanziari, deve superare 500.000 Euro;
 3. l'investitore lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che richiede la conoscenza delle operazioni e dei servizi previsti."

¹²⁰ All'allegato II della MiFID, il legislatore europeo afferma che, ai fini della valutazione, "Il test di competenza applicato ai dirigenti e agli amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive nel settore finanziario potrebbe essere considerato come un riferimento".

¹²¹ Cfr. art. 18, par. 2, *Direttiva 2004/39/CE*.

¹²² Cfr. art. 30 della *Direttiva 2006/73/CE*

¹²³ Cfr. art. 28, parr. 1 e 2, *Direttiva 2006/73/CE*.

¹²⁴ Cfr. art. 21, par. 1, *Direttiva 2004/39/CE* - art. 44 della *Direttiva 2006/73/CE*.

strumento finanziario più tutti i costi ad esso direttamente o indirettamente connessi¹²⁵;

4. sempre nell'ambito della *best execution*, l'obbligo di comunicare la strategia di esecuzione adottata, di comunicare se la strategia preveda che gli ordini possano essere eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un *MTF*, e di ottenere il consenso del cliente sia per la strategia adottata sia prima di eseguire gli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un *MTF*¹²⁶;
5. il divieto, nel prestare un servizio di investimento o accessorio, di percepire da (o versare a) terzi incentivi (*inducements*), vale a dire competenze, commissioni o prestazioni non monetarie, salvo il caso in cui essi siano volti ad accrescere la qualità del servizio fornito e non ostacolino l'adempimento da parte dell'impresa dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente. In tal caso, l'impresa comunica chiaramente al cliente l'esistenza, la natura e l'importo o il metodo di calcolo per determinare l'importo di tali incentivi e dimostri al cliente che essi siano volti ad accrescere la qualità del servizio reso;¹²⁷

Il criterio di fondo che guida la fornitura delle predette informazioni è che esse siano “*corrette, chiare e non fuorvianti*”¹²⁸.

Gli ulteriori obblighi informativi prescritti nei confronti dei solo clienti al dettaglio sono contenuti nell'articolo 30 della MiFID di secondo livello.

Oltre che in base alla categoria di cliente, la tutela assicurata da MiFID, è differenziata anche a seconda della natura del servizio finanziario prestato, con particolare riferimento alle informazioni che le imprese di investimento sono chiamate a raccogliere dai clienti. Nello specifico, si possono individuare tre forme di tutela decrescente: valutazione di adeguatezza, valutazione di appropriatezza e mera esecuzione (*execution only*).

In primo luogo, quando l'intermediario presta il servizio di consulenza in materia di investimenti o quello gestione di portafoglio, esso è tenuto ad effettuare una “valutazione

¹²⁵ Cfr. art. 44 par. 3 Direttiva 2006/73/CE.

¹²⁶ Cfr. art. 21, par. 3, Direttiva 2004/39/CE. Per un approfondimento sul tema dell'adeguatezza, si vedano: V. Sangiovanni, L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid, in *Magistra, Banca e Finanza*, www.magistra.it, ISSN 2039-7410, 2010; F. Sartori, Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive Mifid, in *Rivista di diritto privato*, 2008, pp. 25 e ss.

¹²⁷ Cfr. art. 19, par. 1, Direttiva 2004/39/CE; art. 26 lett. b) della Direttiva 2006/73/CE.

¹²⁸ Cfr. art. 19, par. 2, Direttiva 2004/39/CE

di adeguatezza” delle operazioni consigliate o degli investimenti compiuti per suo conto. Ciò in quanto maggiore è in questi casi la discrezionalità dell’intermediario rispetto ad altri servizi.¹²⁹ La valutazione di adeguatezza consiste nel raccogliere informazioni dal cliente o dal potenziale cliente in merito¹³⁰:

1. alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio;
2. alla sua situazione finanziaria, in termini di fonte e consistenza “*del suo reddito regolare, delle sue attività, comprese le sue attività liquide, dei suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari*”;¹³¹
3. ai suoi obiettivi di investimento, in termini di durata, preferenze e profilo di rischio e finalità dell’investimento.¹³²

La specifica operazione raccomandata o realizzata si potrà dunque ritenere adeguata se corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, se è di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso ad essa, se è di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprenderne i rischi.

Nei confronti dei clienti professionali, si può presumere che le menzionate conoscenze ed esperienze siano già possedute. Inoltre, unicamente nel caso di consulenza in materia di investimenti, l’intermediario può presumere che il cliente professionale “sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento connesso compatibile con [i suoi] obiettivi di investimento”.¹³³

Se l’impresa di investimento non riesce ad ottenere le informazioni necessarie per valutare l’adeguatezza delle operazioni, ad essa è inibita la prestazione dei servizi di consulenza e di gestione.¹³⁴ Tale divieto di agire si giustifica per il fatto che, in mancanza di un giudizio di adeguatezza, il servizio sarebbe reso con caratteri di casualità¹³⁵.

¹²⁹ Cfr. V. Sangiovanni, *L’adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, cit.

¹³⁰ Il principio generale della valutazione di adeguatezza è contenuto nella MiFID di primo livello, all’art. 19 par. 4.

¹³¹ cfr. art. 35, par. 3, della *Direttiva 2006/73/CE*

¹³² cfr. art. 35, par. 4 della *Direttiva 2006/73/CE*

¹³³ Cfr. art. 35 par. 2, *Direttiva 2006/73/CE*.

¹³⁴ Cfr. art. 35 par. 5, *Direttiva 2006/73/CE*.

¹³⁵ Cfr. V. Sangiovanni, *L’adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, cit.

In secondo luogo, qualora l'intermediario presti servizi differenti dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafoglio (ad esempio ricezione e trasmissione ordini, negoziazione in proprio o collocamento), esso dovrà limitarsi ad una "valutazione di appropriatezza"¹³⁶ che consiste esclusivamente nella verifica del possesso, da parte del cliente o potenziale cliente, di conoscenze ed esperienze in merito al tipo specifico di prodotto o servizio chiesto o proposto. In questo caso, a differenza che nei servizi di consulenza e gestione, anche se il cliente non fornisce informazioni sufficienti a determinare l'appropriatezza del prodotto o servizio oppure se dalle informazioni raccolte il prodotto o servizio risulti non appropriato, l'intermediario può comunque procedere alla prestazione, dopo aver avvertito il cliente del sussistere di una delle due circostanze, anche su formato standardizzato.¹³⁷

Infine, non occorre raccogliere alcuna informazione dal cliente, nel caso l'impresa fornisca, su iniziativa del cliente o potenziale cliente¹³⁸, di servizi di esecuzione e/o di ricezione e trasmissione di ordini relativi ad azioni quotate su mercati regolamentati, a strumenti del mercato monetario, ad obbligazioni o altri titoli di credito (tranne se essi incorporano un diritto su uno strumento derivato), OICVM e altri strumenti "non complessi"¹³⁹.

1.3.2. La consulenza finanziaria nella MiFID I

La MiFID innova profondamente la disciplina della consulenza in materia di investimenti (non più, dunque, consulenza in materia di valori mobiliari). Innanzitutto,

¹³⁶ Ai sensi dell'art. 19 par. 5, co. 1, *Direttiva 2004/39/CE*.

¹³⁷ Ai sensi dell'art. 19 par. 5, commi 2 e 3, *Direttiva 2004/39/CE*.

¹³⁸ Il considerando n. 30, *Direttiva 2004/39/CE*, chiarisce che "Un servizio dovrebbe essere considerato come prestato su iniziativa del cliente a meno che il cliente lo richieda in risposta ad una comunicazione personalizzata da o per conto dell'impresa a quel particolare cliente, che contiene un invito o è intesa a influenzare il cliente rispetto ad uno strumento finanziario o operazione finanziaria specifici. Un servizio può essere considerato come prestato su iniziativa del cliente nonostante il cliente lo richieda sulla base di comunicazioni contenenti una promozione o offerta di strumenti finanziari effettuate con mezzi che siano per natura generali e rivolti al pubblico o a un più ampio gruppo o categoria di clienti o di potenziali clienti".

¹³⁹ L'art. 38, *Direttiva 2006/73/CE*, specifica i criteri che uno strumento deve rispettare per poter essere considerato non complesso. Esso: "a) non deve rientrare [tra i prodotti derivati]; b) devono esistere frequenti opportunità di cedere, riscattare o realizzare altrimenti tale strumento a prezzi che siano pubblicamente disponibili per i partecipanti al mercato e che siano i prezzi di mercato o i prezzi messi a disposizione, o convalidati, da sistemi di valutazione indipendenti dall'emittente; c) non deve implicare alcuna passività effettiva o potenziale per il cliente che vada oltre il costo di acquisizione dello strumento; d) devono essere pubblicamente disponibili informazioni sufficientemente complete e di agevole comprensione sulle sue caratteristiche, in modo tale che il cliente al dettaglio medio possa prendere una decisione informata in merito alla realizzazione o meno di un'operazione su tale strumento."

come ricordato, la consulenza viene elevata al rango di servizio principale. Si supera inoltre la tradizionale distinzione tra consulenza generica e strumentale. Essa viene infatti “spacchettata” in (almeno) due servizi differenti, uno - la consulenza cd. specifica - facente parte dei servizi di investimento, l’altro - la consulenza cd. generale - elencato tra i servizi accessori. La differenza tra i due tipi di consulenza è rinvenibile nei consideranda e nelle definizioni della MiFID di primo e di secondo livello. La consulenza specifica è costituita da due elementi¹⁴⁰:

1. una raccomandazione personalizzata ad uno specifico cliente (elemento soggettivo);
2. il riferimento, nella raccomandazione, ad una o più operazioni su un determinato strumento finanziario (elemento oggettivo).

Con riferimento alla raccomandazione personalizzata, essa si considera tale se “*viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore*”¹⁴¹.

Le operazioni indicate nella raccomandazione devono ricadere in una delle seguenti categorie:¹⁴²

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

La definizione di consulenza generale si ottiene in modo negativo, dalla lettura combinata del *considerando n. 79* e dal comma 3 dell’art. 52 della MiFID di secondo livello, che recitano, rispettivamente: *la consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve*

¹⁴⁰ Cfr. art. 4 par. 1, punto 4, Direttiva 2004/39/CE.

¹⁴¹ Cfr. art. 52, co. 1, Direttiva 2006/73/CE.

¹⁴² Cfr. art. 52, co. 2, Direttiva 2006/73/CE.

essere considerata come una raccomandazione personalizzata ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui alla direttiva 2004/39/CE” e “una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico”.

Il *considerando n. 83* della MiFID di secondo livello ribadisce lo stesso concetto, statuendo che: *“la prestazione di una raccomandazione generale (vale a dire destinata a canali di distribuzione o al pubblico) in merito ad un’operazione su uno strumento finanziario o un tipo di strumento finanziario costituisce la prestazione di un servizio accessorio di cui all’allegato I, sezione B, punto 5), della direttiva 2004/39/CE [...]”.* La consulenza generica possiede dunque il requisito oggettivo, in quanto può riferirsi ad un’operazione su uno strumento finanziario ma manca del requisito soggettivo della personalizzazione, poiché è rivolta al pubblico.

Il fatto che una raccomandazione ricada in una o nell’altra categoria rileva ai fini delle regole di comportamento applicabili. Nel caso di raccomandazione personalizzata, si è in presenza di un vero e proprio servizio di investimento per lo svolgimento del quale l’intermediario - in quanto soggetto abilitato - è tenuto a rispettare tutte le cogenti norme analizzate nei paragrafi precedenti, con particolare riferimento agli obblighi informativi ed alla valutazione di adeguatezza. Per contro, le raccomandazioni generali possono essere rese da chiunque, senza disporre di autorizzazione e senza necessità di garantire particolari tutele ai destinatari. Fermo restando che se a prestare consulenza generale è un intermediario abilitato esso sarà tenuto a rispettare la normativa MiFID.

Dalla lettura del *considerando n. 81* della MiFID di secondo livello, emerge un terzo tipo di consulenza: la cd. consulenza generica. A differenza di quella specifica, essa ha per oggetto non uno specifico strumento finanziario, bensì un tipo di strumento. Questo tipo di consulenza rileva in particolare:

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

Nel primo caso, qualora il tipo di strumento presentato come adatto per il cliente sia in realtà non adeguato alle sue caratteristiche, l'impresa starebbe violando la regole di comportarsi in modo onesto, equo e professionale nonché quella di fornire informazioni corrette, chiare e non fuorvianti.¹⁴³

Nel secondo caso, il considerando n. 82 afferma che qualunque atto preparatorio ad un servizio o ad un'attività di investimento vada considerato parte integrante di tale servizio o attività e sia di conseguenza assoggettato alle stesse regole. Non si può parlare di consulenza vera e propria però, in quanto la consulenza generica rientra nel servizio di investimento solo nel caso in cui questo venga poi effettivamente prestato, altrimenti non si avrà alcun servizio di investimento.¹⁴⁴

Un'ultima novità della MiFID, in materia di consulenza, su cui è opportuno soffermarsi è quella dell'agente collegato. La MiFID di primo livello definisce l'agente collegato come *“la persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera:*

- 1. promuove i servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti*
- 2. riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari*
- 3. colloca strumenti finanziari e/o*
- 4. presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari.”¹⁴⁵*

Il legislatore europeo lascia agli Stati membri la facoltà di permettere alle imprese di investimento di nominare agenti collegati *“per promuovere i loro servizi, procurare clienti o ricevere ordini dei clienti o dei potenziali clienti e trasmetterli, collocare strumenti*

¹⁴³ Cfr. *considerando n. 81, Direttiva 2006/73/CE.*

¹⁴⁴ Cfr. F. Tedeschi, MiFID - La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari.. Parere pro veritate rilasciato dal professor Fabrizio Tedeschi, docente di gestione aziendale università di Parma, in *Rivista di Diritto Bancario*, www.dirittobancario.it, dicembre 2008.

¹⁴⁵ Cfr. art. 4 par. 1 punto 25, Direttiva 2004/39/CE.

*finanziari e prestare consulenza rispetto agli strumenti e servizi finanziari proposti da tali imprese*¹⁴⁶.

Come appare chiaro dalla lettura delle norme sopra riportate, la figura dell'agente collegato porta con sé la definizione di un quarto tipo di consulenza, quella "strumentale". Si tratta di una consulenza limitata ai soli servizi e strumenti finanziari offerti dall'impresa mandante, e propedeutica alla vendita o collocamento degli stessi.

Qualora gli Stati optino per consentire alle imprese di investimento di servirsi di agenti collegati, la MiFID obbliga a prevedere che la responsabilità per le azioni o omissioni degli agenti collegati ricada sull'impresa di investimento per la quale essi operano. Allo stesso modo, gli Stati membri sono chiamati ad istituire un registro pubblico degli agenti collegati.

1.3.3. Il recepimento imperfetto della consulenza MiFID nell'ordinamento italiano

La MiFID è stata recepita nell'ordinamento italiano nel 2007, attraverso il D.Lgs n. 164 del 17 settembre 2007, che ha modificato il T.U.F. , l'aggiornamento da parte della CONSOB del Regolamento Intermediari e del Regolamento Mercati¹⁴⁷, e l'emanazione del Regolamento congiunto¹⁴⁸ da parte di CONSOB e Banca d'Italia.

Il legislatore nazionale, nel recepire la nuova disciplina comunitaria in tema di consulenza finanziaria, pur nei ristretti margini di autonomia consentiti, ha operato alcune scelte che si discostano dalle possibilità offerte dalla MiFID.

In primo luogo, mentre la distinzione tra consulenza specifica e consulenza generale è in linea con quella comunitaria, non si fa alcuna menzione della consulenza generica.

In secondo luogo, il legislatore nazionale aveva inizialmente limitato la possibilità di esercitare le attività di consulenza in materia di investimenti alle sole persone fisiche, e si è riallineato alla normativa comunitaria solo nel 2009, con l'inserimento dell'art. 18-ter del T.U.F. relativo alle società di consulenza finanziaria, diverse dalle SIM, che possono prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti con le stesse limitazioni

¹⁴⁶ Cfr. art. 23 par. 1, Direttiva 2004/39/CE.

¹⁴⁷ Aggiornamenti avvenuti, rispettivamente, con delibere n. 16190/07 e n. 16191/07 del 29 ottobre 2007.

¹⁴⁸ "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio", adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007.

previste per le persone fisiche, ossia senza detenere fondi o somme di pertinenza dei clienti.

In terzo luogo, nel definire il promotore finanziario, all'art. 31, co. 2 del T.U.F.¹⁴⁹, si fa riferimento all'agente collegato, anche se al promotore, a differenza che all'agente collegato di matrice europea, è severamente preclusa la possibilità di amministrare fondi o strumenti finanziari dei clienti dell'impresa di investimento.

Infine, sempre per quanto riguarda i promotori (ora "consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede") vi è un'incongruenza rispetto alle più ampie possibilità previste per l'agente collegato della MiFID. Il promotore finanziario in Italia, a differenza dell'agente collegato, può essere infatti solo una persona fisica.

Per il resto, la normativa italiana si rifaceva al dettato comunitario. La definizione di consulenza finanziaria, in linea con quella MiFID, si trova all'art. 1 comma 5-septies del T.U.F.

La figura del consulente finanziario persona fisica (oggi consulente finanziario autonomo) era stata inserita con l'art. 18-bis del previgente T.U.F. che recita: *“La riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.”*

Lo stesso articolo prevedeva l'istituzione - mai attuata - di un albo delle persone fisiche consulenti finanziari, separato dall'albo dei promotori.

¹⁴⁹ L'art. 31 del T.U.F. definisce il promotore *“la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario”*

CAPITOLO SECONDO

LA CONSULENZA FINANZIARIA SU BASE INDIPENDENTE INTRODOTTA DALLA MIFID II

2.1. MIFID II: PRINCIPALI INNOVAZIONI RISPETTO A MIFID

Poco tempo dopo l'entrata in vigore della MiFID I, la crisi finanziaria innescatasi negli Stati Uniti nel 2008 e poi propagatasi nel Vecchio continente,¹⁵⁰ ha messo in evidenza talune carenze dell'impianto normativo europeo in tema di banche e mercati finanziari. In primo luogo i comportamenti di alcune banche di investimento hanno messo in luce l'inefficacia, sia in fase di *implementation* sia di *enforcement*, delle norme relative al monitoraggio dei rischi. La circostanza che taluni investitori abbiano assunto rischi eccessivi - di cui erano probabilmente non del tutto consapevoli - attraverso la negoziazione di titoli ad essi inadeguati e/o inappropriati, ha poi evidenziato la non corretta applicazione delle norme di trasparenza e comunicazione poste a tutela del cliente *retail*, il quale si è spesso trovato incoraggiato dagli intermediari a richiedere lo *status* di cliente professionale, in tal modo uscendo dall'ambito di applicazione della tutela rafforzata prevista da MiFID I.

Allargando la prospettiva al di fuori dei presìdi di autoregolazione degli intermediari, l'instabilità sistemica scaturita dalla crisi potrebbe essere interpretata anche come una conseguenza delle carenze nell'esercizio dei poteri di supervisione da parte delle autorità di vigilanza europee e nazionali, deputate a monitorare, prevenire e sanzionare le pratiche scorrette.

Queste ed altre lacune dell'impianto normativo stabilito dalla MiFID I, hanno portato il legislatore europeo ad operare una nuova riforma organica delle norme su banche e mercati finanziari. Riforma iniziata, in materia bancaria, nel 2013, con l'approvazione del cosiddetto pacchetto dispositivo "CRD IV"¹⁵¹ (*Capital requirements directive*), finalizzato

¹⁵⁰ Per un approfondimento della crisi finanziaria internazionale si veda, *inter alia*, F. Capriglione, Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere, in Colombini - Passalacqua (a cura di), *Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Napoli, 2012.

¹⁵¹ Costituito dal Regolamento n. 575/2013/UE e dalla Direttiva n. 2013/36/UE

a rafforzare la solidità degli istituti creditizi a tutela dei risparmiatori e del sistema finanziario in generale, e nel 2014 con l'adozione dei tre pilastri della c.d. "Unione Bancaria"¹⁵², che hanno accentrato ulteriormente i poteri di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie nelle mani della Banca centrale europea introducendo, tra le altre cose, il meccanismo del *bail in*.¹⁵³

Sul lato dei mercati e degli intermediari finanziari, il legislatore è intervenuto nel 2014, con la revisione dell'impianto normativo di MiFID I, da cui sono scaturiti la direttiva n. 2014/65/UE¹⁵⁴ (cd MiFID II) e il regolamento 2014/600/UE¹⁵⁵ (cd MiFIR). La data di applicazione di tali disposizioni negli stati membri era prevista 30 mesi dopo la loro entrata in vigore (e MiFID II avrebbe dovuto essere recepita entro il 3 luglio del 2016) ma è poi stata prorogata di un anno, al 3 gennaio 2018.¹⁵⁶

Il legislatore italiano ha provveduto a recepire la MiFID II attraverso successive modifiche del TUF¹⁵⁷ e la CONSOB, con delibera n. 19548 del 17 marzo 2016¹⁵⁸, ha provveduto ad attuare le nuove disposizioni attraverso l'aggiornamento, tra gli altri, del Regolamento Intermediari (n.16190 del 2007), del Regolamento Emittenti (n. 11971 del 1999) e del Regolamento Consulenti (n. 17130 del 2010).

Lo schema di fondo della MiFID rimane impregiudicato nelle sue finalità di protezione del risparmiatore, in particolare attraverso la tutela differenziata dell'investitore in relazione al servizio prestato (regimi di adeguatezza, appropriatezza ed *execution only*) e

¹⁵² Si tratta del Regolamento n. 1024/2013/UE, istitutivo del *Single supervisory mechanism* (SSM); della Direttiva n. 2014/59/UE, nota come BRRD (*Bank recovery and resolution Directive*) e del Regolamento n. 806/14/UE, istitutivi del Meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie; della Direttiva n. 2014/49/UE, che ha modificato le regole sui sistemi di garanzia dei depositi, introducendo il *DGS* (*Deposit Guarantee Scheme*).

¹⁵³ Per una sintetica ricostruzione delle tappe dell'Unione bancaria, si veda, tra gli altri, Mancini, Dalla vigilanza armonizzata alla banking union, in *Quaderni di ricerca giuridica* n. 73, Banca d'Italia, 2013.

¹⁵⁴ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=IT>

¹⁵⁵ Regolamento n. 600/2014/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento n. 648/2012/UE
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/pdf/?uri=celex:32014r0600&from=it>

¹⁵⁶ Per una trattazione esaustiva della MiFID II, si veda AA.VV., (a cura di) V. Troiano e R. Motroni, *La MiFID II, Rapporti con la clientela - governance - mercati*, Wolters Kluwer - CEDAM, Padova, 2016.

¹⁵⁷ Cfr. L. n. 208 del 28.12.2015 (Legge di Stabilità 2016), D.Lgs. n. 129 del 3.8.2017 e D.L. n. 148 del 16.10.2017, convertito dalla L. n. 172 del 4.12.2017

¹⁵⁸ Cfr. Delibera n. 19548 del 17 marzo 2016 intitolata "Modifiche alle delibere n. 16190 del 29 ottobre 2007 (disciplina degli intermediari), n. 11971 del 14 maggio 1999 (disciplina degli emittenti), n. 17130 del 12 gennaio 2010 (disciplina dei consulenti finanziari), n. 17297 del 28 aprile 2010 (disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti vigilati), n. 18731 del 18 dicembre 2013 (disposizioni attuative in materia di adeguata verifica della clientela), n. 19460, 19461 e 19462 del 16 dicembre 2015 (definizione del regime contributivo per l'esercizio 2016). (Delibera n. 19548). (16A02378) (GU Serie Generale n.69 del 23-03-2016)."

alla categoria di appartenenza dell'investitore stesso (clienti *retail*, professionali e controparti qualificate). L'obiettivo principale della MiFID II è recuperare la fiducia degli investitori nei confronti dei mercati e degli operatori finanziari. Tale obiettivo viene perseguito attraverso alcune importanti novità rispetto alla MiFID I.

Sul piano dei mercati, la novità è la creazione giuridica del nuovo sistema di negoziazione denominato OTF (*Organised trading facilities*)¹⁵⁹, categoria residuale alla quale dovranno essere ricondotte tutte le sedi di negoziazione non rientranti nelle altre categorie. In base al considerando n. 8 del MiFIR, l'obiettivo di tale previsione è quello di accrescere la trasparenza e l'efficienza dei mercati e di ristabilire l'equità delle condizioni tra le varie sedi di negoziazione. Trattandosi di un servizio di investimento, infatti, l'attivazione di un OTF è sottoposta ad autorizzazione, con tutte le conseguenze in materia di conflitti di interesse e trasparenza che tale previsione comporta per i gestori.

Sul piano degli intermediari, e specificamente dei rapporti tra questi ed i clienti, la MiFID II innalza il livello di trasparenza attraverso l'ampliamento delle modalità di acquisizione di informazioni dalla clientela e l'accresciuta informativa da fornire alla clientela stessa, in particolare in termini di costi. Le innovazioni più importanti relative agli intermediari sono nello specifico:

- l'introduzione della consulenza indipendente, istituto che verrà trattato ampiamente nel terzo paragrafo e che ha importanti ripercussioni sulla disciplina degli *inducements* e sui requisiti organizzativi degli intermediari;
- le previsioni in materia di *product governance*, che mirano ad anticipare il momento dell'adattamento del prodotto al cliente target, dal momento della distribuzione a quello della sua ingegnerizzazione da parte delle imprese di investimento emittenti. Gli intermediari distributori sono tenuti quindi ad effettuare una attenta valutazione sui rischi connessi ai prodotti emessi dai *manufacturer* affinché la strategia di collocamento sia coerente con la clientela target¹⁶⁰;

¹⁵⁹ Per un approfondimento sul funzionamento delle OTF, si veda: Tarola - Leoni - Giliberti - Rizzo - Mosco - Pace - Ciccaglioni - Tempestini - Amato - Giammarile, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, Consob, 2014.

¹⁶⁰ Cfr.art. 24, co.2 MiFID II.

- l'introduzione di poteri di *product intervention* attribuiti all'ESMA. Questi poteri consistono nella possibilità di limitare o vietare la vendita di alcuni prodotti o categorie di prodotti finanziari in caso di “gravi timori in merito alla protezione degli investitori”¹⁶¹, in presenza di determinate condizioni stabilite dal MiFIR¹⁶², tra cui il fatto che le autorità nazionali competenti (in Italia Consob e Banca d'Italia) non abbiano “adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte”¹⁶³. L'attività di controllo dell'ESMA (e dell'EBA in caso di depositi strutturati), seppur sussidiaria rispetto a quella delle autorità nazionali, prevale su queste ultime essendo previsto che “una misura adottata dall'ESMA [...] prevale su qualsiasi misura precedentemente adottata da un'autorità competente”¹⁶⁴. E' prevista anche la possibilità in capo sia alle autorità di controllo domestiche sia a quelle europee, di imporre in via precauzionale divieti o restrizioni anche prima che uno strumento sia commercializzato, distribuito o venduto alla clientela.¹⁶⁵

2.2. I PLAYERS DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

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

2.2.1. I soggetti abilitati a svolgere il servizio di consulenza finanziaria

In base al novellato articolo 18 del TUF, l'esercizio del servizio di consulenza finanziaria, come gli altri servizi finanziari principali, rimane un'attività riservata ad imprese di investimento e banche, le quali in concreto possono avvalersi, in filiale, dei propri dipendenti, e, al di fuori della propria sede legale o dalle proprie succursali, di dipendenti, agenti o mandatari, indicati ora con il nome di consulenti finanziari abilitati

¹⁶¹ Cfr. considerando n. 29 MiFIR.

¹⁶² Cfr. art. 40 MiFIR.

¹⁶³ Cfr. art. 40 co. 2, lett. c. MiFIR.

¹⁶⁴ Cfr. art. 40 co. 7 MiFIR.

¹⁶⁵ Cfr. considerando n. 29 e artt. 40 co. 2, 41 co. 2 e 42 co. 2 MiFIR.

all'offerta fuori sede (precedentemente denominati promotori finanziari). Questi devono essere iscritti ad un apposito albo e possono svolgere non solo il servizio di consulenza ma anche gli altri servizi finanziari previsti dall'art. 1 comma 5 del TUF, tra i quali la promozione e il collocamento di strumenti finanziari e la gestione di portafogli.

Gli articoli 18-*bis* e 18-*ter* estendono il novero dei soggetti idonei a prestare (unicamente) il servizio di consulenza finanziaria, rispettivamente, alle persone fisiche in possesso di determinati requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali, ora ribattezzate “consulenti finanziari autonomi”¹⁶⁶ ed alle società di consulenza costituite sotto forma di società a responsabilità limitata o di società per azioni con precisi requisiti patrimoniali e di indipendenza e i cui esponenti aziendali possiedano determinati requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza. Nell'operare al di fuori della propria sede legale, le società di consulenza potranno avvalersi di consulenti finanziari autonomi. I consulenti autonomi persone fisiche e le società di consulenza finanziaria sono tenuti ad iscriversi allo stesso albo professionale degli ex promotori, ma in sezioni distinte. L'albo dei consulenti finanziari separato non è infatti mai stato istituito, sebbene avrebbe dovuto essere operativo già dal 2008.

Ci troviamo quindi di fronte ad una molteplicità di figure professionali che possono svolgere l'attività di “consulente finanziario”, le quali si differenziano sul duplice piano dei requisiti da possedere e delle norme di comportamento da adottare.¹⁶⁷

2.2.2. Le linee guida ESMA e le consultazioni CONSOB sulla valutazione di conoscenze e competenze del personale di banche ed intermediari.

La prima figura professionale dalla quale un potenziale cliente-investitore potrebbe ricevere una forma di consulenza finanziaria è quella dei dipendenti di banche e imprese di investimento. Questi, a meno che siano iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari, possono svolgere l'attività di consulenza finanziaria esclusivamente in filiale. Per questo motivo, tali figure non si possono definire propriamente consulenti finanziari sebbene è attraverso di essi che l'intermediario offre il servizio di consulenza ai propri clienti in

¹⁶⁶ La legge di stabilità 2016 ha infatti sostituito nel previgente T.U.F. le parole “consulente finanziario” con “consulente finanziario autonomo”. Cfr. art. 1 comma 39 Legge n. 208/2015.

¹⁶⁷ Cfr. F. Di Ciommo, La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici, *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 1/2017, Luiss, Roma, pp. 46 e 48.

modo diretto e non mediato da “agenti collegati”. Pur non dovendo essere necessariamente iscritte al suddetto albo, le persone fisiche operanti per conto dell’intermediario che somministrano ai clienti consulenza in materia di investimenti o che forniscono agli stessi informazioni su strumenti finanziari, devono possedere un livello di conoscenze e competenze oppure un’esperienza adeguati. Ai sensi dell’articolo 25 paragrafo 1 della direttiva MiFID II, e in conformità con l’articolo 25 paragrafo 9 della medesima direttiva, l’Esma ha emanato il 17 dicembre 2015 le Linee guida (Orientamenti)¹⁶⁸ relative alla valutazione delle conoscenze e competenze del personale degli intermediari abilitati che offrono alla clientela servizi finanziari tra cui la consulenza. La Consob è stata delegata dal novellato art. 6 del TUF¹⁶⁹ a definire e pubblicare con regolamento i requisiti che le persone fisiche operanti per conto degli intermediari devono possedere¹⁷⁰.

2.2.3. I consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede

La seconda categoria di soggetti idonei a svolgere l’attività di consulenza finanziaria è quella dei dipendenti, degli agenti e dei mandatari di imprese di investimento e banche, iscritti all’albo unico dei consulenti finanziari, che potranno svolgere al di fuori della sede del soggetto abilitato, inoltre, tutti gli altri servizi finanziari previsti dall’art. 1 comma 5 del TUF. Le due uniche limitazioni sono l’obbligo di operare esclusivamente per un solo soggetto abilitato e il divieto di detenere somme di denaro e/o strumenti finanziari del cliente¹⁷¹. L’eccezione a quest’ultima previsione, contenuta nell’articolo 108 del Regolamento Intermediari, è rappresentata dalla possibilità di ricevere dal cliente, “per la conseguente immediata trasmissione, esclusivamente:

¹⁶⁸ ESMA, Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze, ESMA/2015/1886 IT, 2016; Disponibile in italiano, al seguente indirizzo:
http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma_2015_1886_IT.pdf/bafdcd20-dfb1-4c3d-b5f4-19bbe65b3875

¹⁶⁹ Cfr. art. 6 co. 2. lett. b-*bis* par. 8 T.U.F.

¹⁷⁰ Per un approfondimento si rimanda al documento di consultazione preliminare pubblicato da CONSOB il 22 dicembre 2016 e denominato “Attuazione degli Orientamenti emanati dall’ESMA, nel quadro della Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II), in materia di valutazione delle conoscenze e competenze delle persone fisiche che, per conto dell’intermediario, forniscono ai clienti consulenza in materia di investimenti ovvero informazioni circa gli strumenti finanziari e i servizi offerti”, reperibile al seguente indirizzo:http://www.consob.it/documents/46180/46181/cons_20161222.pdf/a13a5856-8d6a-4f5b-b198-d1b9b74e8893. Si veda inoltre il successivo documento per la consultazione del 6 Luglio 2017 intitolato “Modifiche al Regolamento intermediari relativamente alle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, in recepimento della Direttiva 2014/65/ue (MiFID II)”, reperibile al seguente indirizzo:

http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/documento_di_consultazione_consob_6_luglio_2017.pdf

¹⁷¹ Cfr. art. 31 co. 2 e 2-*bis* del T.U.F.

- a) assegni bancari o postali [...] intestati al soggetto abilitato per conto del quale opera [...];
- b) ordini di bonifico [...] che abbiano quale beneficiario [il soggetto abilitato];
- c) strumenti finanziari nominativi o all'ordine, intestati o girati a favore del soggetto che presta il servizio e attività di investimento oggetto di offerta.”¹⁷²

Ai sensi dell'art. 31 comma 3-*bis*, pur essendo previsto l'obbligo di iscrizione all'albo unico dei consulenti finanziari, i soggetti abilitati sono comunque tenuti a verificare che “i medesimi possiedano le conoscenze e la competenza adeguate per essere in grado di prestare i servizi d'investimento o i servizi accessori [...]”¹⁷³ Inoltre, il soggetto abilitato risponde in solido dei danni arrecati a terzi dal consulente, anche in caso di responsabilità di quest'ultimo accertata in sede penale.¹⁷⁴

2.2.4. Consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria

Riprendendo esattamente le previsioni già contenute nella MiFID I, l'art. 3 della MiFID II, intitolato “Esenzioni facoltative”, prevede la possibilità per gli Stati membri di non applicare la Direttiva, ed in particolare le norme specificamente riferite alle imprese di investimento, alle persone fisiche e giuridiche che rispettino, tra le altre, le seguenti condizioni¹⁷⁵:

- non sono autorizzate a detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti e [...] per questo motivo non possono mai trovarsi in situazione di debito con i loro clienti, e
- non sono autorizzate a prestare servizi di investimento, tranne la ricezione e la trasmissione di ordini in valori mobiliari e quote di organismi d'investimento collettivo e/o attività di consulenza in materia di investimenti relativa a tali strumenti finanziari.

In questo modo la MiFID ha consentito al legislatore italiano di avvalersi, seppure parzialmente, di questa opzione già nel 2008, con l'introduzione delle figure del consulente finanziario persona fisica (ora consulente autonomo) e delle società di consulenza

¹⁷² Art. 108 co. 5 del Regolamento Intermediari.

¹⁷³ Cfr. art. co. 3-*bis* del T.U.F.

¹⁷⁴ Cfr. art. co. 3 del T.U.F.

¹⁷⁵ Cfr. art. 3 co. 1 MiFID II

finanziaria. Il nostro legislatore non ha previsto però la possibilità per questi ultimi di svolgere il servizio di ricezione e trasmissione di ordini ma unicamente quello di consulenza in materia di investimenti.

La MiFID II, in aggiunta rispetto a quanto stabilito dalla MiFID I, ha statuito al secondo comma dell'articolo 3, che “i regimi degli Stati membri prevedono per le persone di cui al paragrafo 1 *requisiti almeno analoghi* a quelli stabiliti dalla presente direttiva per quanto riguarda:

- a) le condizioni e procedure di autorizzazione e di vigilanza continua quali stabilite all'articolo 5, paragrafi 1 e 3, e agli articoli da 7 a 10, 21, 22 e 23 e i corrispondenti atti delegati adottati dalla Commissione conformemente all'articolo 89;
- b) norme di comportamento quali stabilite all'articolo 24, paragrafi 1, 3, 4, 5, 7 e 10, e all'articolo 25, paragrafi 2, 5 e 6, e, qualora il regime nazionale consenta a tali persone di nominare agenti collegati, all'articolo 29, e le relative misure di esecuzione.”
- c) i requisiti organizzativi stabiliti dall'articolo 16, paragrafo 3, primo, sesto e settimo comma, dall'articolo 16, paragrafo 6 e dall'articolo 16, paragrafo 7 e i corrispondenti atti delegati adottati dalla Commissione conformemente all'articolo 89.

I consulenti finanziari autonomi (ex consulenti finanziari) e le società di consulenza finanziaria si differenziano dai soggetti analizzati in precedenza per il fatto di essere svincolati da qualsiasi legame con emittenti (*manufacturer*) e intermediari-distributori. Il legislatore italiano ha optato per l'utilizzo dell'aggettivo “autonomi” in luogo di “indipendenti”, sebbene la principale associazione di categoria nazionale - la NAFOP (Associazione italiana dei professionisti e delle società di consulenza finanziaria indipendente *fee-only*) - continui ad utilizzare l'espressione “consulenti indipendenti”, ingenerando una certa confusione nel pubblico dei potenziali clienti, soprattutto a seguito dell'entrata in vigore della MiFID II che ha introdotto la consulenza su base indipendente, di cui si tratta nel prossimo paragrafo. La caratteristica distintiva dei consulenti autonomi e delle società di consulenza è il possesso, oltre che di requisiti di onorabilità e professionalità previsti anche per gli ex promotori finanziari, di requisiti di *indipendenza*

stabiliti da due distinti regolamenti del Ministero dell'economia e delle finanze emanati, rispettivamente nel 2008¹⁷⁶ e nel 2012¹⁷⁷.

Il primo - originariamente finalizzato a dettare le condizioni di ammissibilità all'albo dei consulenti finanziari persone fisiche mai istituito - impone ai consulenti finanziari autonomi il divieto di intrattenere “direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.”¹⁷⁸ In aggiunta a tale stringente condizione, viene preclusa ai consulenti finanziari autonomi la possibilità di ricevere “alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale e' reso il servizio.”¹⁷⁹

Analoghi requisiti di indipendenza vengono imposti alle società di consulenza finanziaria, ai soci ed agli esponenti aziendali delle stesse dal regolamento ministeriale del 2012.

Non vi è dubbio che, alla luce delle stringenti condizioni di operatività appena elencate, la consulenza prestata dai consulenti autonomi e dalle società di consulenza finanziaria si configuri effettivamente come una consulenza di tipo indipendente dal punto di vista soggettivo, operando in assenza di conflitti di interesse, di vincoli contrattuali o legami di alcun genere con emittenti o distributori. L'unica forma di compenso che gli stessi ricevono è costituita dalla parcella (*fee*) che il cliente riconosce ad essi per il servizio prestato, alla stregua di una qualsiasi prestazione professionale. Nel caso poi egli intenda dar seguito alle raccomandazioni di investimento (o disinvestimento) ricevute dal consulente autonomo, potrà farlo unicamente recandosi personalmente allo sportello della propria banca o presso altro soggetto abilitato oppure tramite il proprio gestore o ancora autonomamente mediante il proprio *home-banking*.

¹⁷⁶ Decreto Ministeriale 24 dicembre 2008 n. 206 denominato “Regolamento di disciplina dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari”

¹⁷⁷ Decreto Ministeriale 5 aprile 2012 n. 66 denominato “Regolamento di disciplina dei requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria”.

¹⁷⁸ Art. 5 co. 1, D.M. n. 206/2008.

¹⁷⁹ Art. 5 co. 3 *Ibidem*

Nel prossimo paragrafo si affronterà il diverso tema della consulenza finanziaria “su base indipendente”, che sta ad indicare il servizio di livello superiore che gli intermediari e le banche possono ora scegliere di prestare ai propri clienti, in modo esclusivo oppure alternativamente al servizio di consulenza su base non indipendente (è questo il caso dei c.d. consulenti “ibridi”). Viene infatti introdotto, attraverso il recepimento della MiFID II, il concetto di indipendenza come requisito “oggettivo”, nel senso di tipo di servizio prestato, a prescindere dalla non indipendenza del “soggetto” - gli intermediari finanziari e le banche - che la offre.¹⁸⁰

2.2.5. L'albo unico dei consulenti finanziari e l'OCF.

Come accennato, sia i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede che operano per conto degli intermediari sia i consulenti persone fisiche (autonomi) nonché le società di consulenza sono tenuti ad iscriversi in tre sezioni distinte dell'albo unico dei consulenti finanziari tenuto dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF).¹⁸¹

In base all'art. 31 comma 4 del T.U.F., modificato dalla legge di stabilità 2016 che ha istituito l'albo unico dei consulenti finanziari, l'OCF è costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (in Italia ANASF), dei consulenti finanziari autonomi (NAFOP è il principale), delle società di consulenza finanziaria e dei soggetti abilitati (ABI e ASSORETI).

Per quanto attiene la tenuta dell'albo, allo stato attuale si è ancora in una situazione transitoria poiché non è possibile iscriversi all'albo unico per i consulenti finanziari autonomi e per le società di consulenza finanziaria.¹⁸² La normativa secondaria relativa all'OCF non è ancora unitaria, in quanto è riportata separatamente su due distinti regolamenti: il Regolamento Intermediari e il Regolamento Consulenti. Nel primo troviamo le disposizioni relative ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e nel secondo quelle relative ai consulenti autonomi e alle società di consulenza. Tale impianto

¹⁸⁰ Sul punto, si veda P. Rossi, Il nuovo regime della consulenza finanziaria nella MiFID II: prime riflessioni, *Amministrazione in cammino*, 28 dicembre 2017.
<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/2017/12/28/il-nuovo-regime-della-consulenza-finanziaria-nella-mifid-ii-prime-riflessioni/>

¹⁸¹ Cfr. gli artt. 18-bis e 18-ter, nonché l'art. 31 co. 4 del T.U.F.

¹⁸² Cfr. “Modifiche al libro VIII del Regolamento intermediari in materia di consulenti finanziari - documento per la consultazione”, CONSOB, 28 luglio 2017. Reperibile al seguente indirizzo:
http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_in_corso

normativo rispecchia la precedente intenzione del legislatore di mantenere due distinti albi, poi rimasta inattuata.

La Consob ha avviato nel luglio 2017 le consultazioni, conclusesi a dicembre 2017, per l'integrazione dei due regolamenti nel libro VIII del Regolamento Intermediari, con conseguente abrogazione del Regolamento Consulenti.

Volendo tentare un'esposizione organica della normativa attualmente in vigore, prima dell'adozione del nuovo testo del Regolamento Intermediari con apposita delibera di Consob, le previsioni comuni a tutti e tre i tipi di consulenti riguardano i requisiti per l'iscrizione, le modalità di svolgimento dell'eventuale prova valutativa, le condizioni per la cancellazione dall'albo, gli obblighi di comunicazione nei confronti dell'Organismo.

Con riferimento all'aspirante consulente abilitato all'offerta fuori sede e all'aspirante consulente autonomo, l'iscrizione all'albo unico è subordinata¹⁸³:

- a) al possesso dei requisiti di onorabilità prescritti dal relativo regolamento ministeriale¹⁸⁴ e all'assenza di condizioni impeditive;
- b) al possesso del titolo di studio prescritto dal medesimo regolamento¹⁸⁵;
- c) al superamento della prova valutativa oppure al possesso di taluni requisiti di professionalità accertati dall'Organismo sulla base dei criteri valutativi individuati dall'opportuno regolamento ministeriale.¹⁸⁶

In aggiunta a tali prescrizioni - in base all'articolo 8 comma 1 lettere d) ed e) del Regolamento Consulenti¹⁸⁷- l'aspirante consulente autonomo dovrà essere in possesso dei requisiti di indipendenza e patrimoniali previsti dal regolamento ministeriale (decreto ministeriale n.206/2008) di cui all'articolo 18-*bis* del T.U.F.

Per le società di consulenza, invece, l'articolo 8 comma 2 del Regolamento Consulenti prescrive forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata e il

¹⁸³ Cfr. l'art. 99 del Regolamento Intermediari (delibera CONSOB n. 16190 del 2007) e l'art. 8 comma 1 lett. a), b) e c) del Regolamento Consulenti (delibera CONSOB n. 17130 del 2010).

¹⁸⁴ Si tratta del Decreto Ministeriale 11 novembre 1998 n. 472 intitolato "Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità e di professionalità per l'iscrizione all'Albo unico dei promotori finanziari (ora consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede)" e del Decreto Ministeriale 24 dicembre 2008 n. 206 cit.

¹⁸⁵ *Idem*

¹⁸⁶ *Idem*

¹⁸⁷ Delibera n. 17130 del 2010, come modificato dalla delibera 19548 del 2016.

possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza prescritti dal regolamento ministeriale di cui all'articolo 18-ter del T.U.F.¹⁸⁸

La prova valutativa, necessaria solo nel caso venga accertato il mancato possesso dei requisiti di professionalità, ha carattere tecnico-pratico, è indetta con cadenza almeno annuale, deve consentire di valutare il possesso da parte dei candidati delle competenze necessarie per lo svolgimento dell'attività di consulente finanziario (autonomo o abilitato all'offerta fuori sede)¹⁸⁹.

L'Organismo procede a cancellazione del consulente in caso di:

- a) domanda dell'interessato;
- b) perdita di uno dei requisiti di onorabilità e/o, nel caso dei consulenti autonomi, di indipendenza e patrimoniali;
- c) mancato pagamento del contributo dovuto all'Organismo e/o, nel caso dei consulenti abilitati all'offerta fuori sede, del contributo di vigilanza.

Inoltre, nel caso dei consulenti abilitati all'offerta fuori sede, l'Organismo procede a cancellazione nel caso di decesso (ipotesi da ritenersi applicabile anche alla figura del consulente autonomo) e di radiazione da parte della Consob. Nel caso del consulente autonomo, invece, è l'Organismo stesso a poter procedere a radiare l'iscritto, con conseguente cancellazione del medesimo e viene prevista la cancellazione anche in caso di mancato assolvimento dell'obbligo di aggiornamento professionale previsto all'articolo 14 del Regolamento Consulenti.¹⁹⁰

L'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico, oltre a svolgere tutte le attività connesse alle iscrizioni, le prove valutative, le cancellazioni, la verifica della permanenza dei requisiti da parte degli iscritti e l'aggiornamento dell'albo, ha scambi di informazioni con la Consob. Nel caso dei consulenti abilitati all'offerta fuori sede, la Consob può richiedere la comunicazione anche periodica di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti¹⁹¹. Inoltre l'Organismo deve informare la Consob qualora venga a conoscenza di circostanze rilevanti ai fini della vigilanza sui consulenti abilitati all'offerta fuori sede¹⁹². Nel caso dei consulenti autonomi e delle società di consulenza, invece, l'Organismo è

¹⁸⁸ Si tratta del Decreto Ministeriale 5 aprile 2012 n. 66 cit.

¹⁸⁹ Cfr. l'art. 100 del Regolamento Intermediari e l'art. 9 del Regolamento Consulenti.

¹⁹⁰ Cfr. l'art. 102 del Regolamento Intermediari e l'art. 11 del Regolamento Consulenti.

¹⁹¹ Cfr. art. 93 Regolamento Intermediari.

¹⁹² Cfr. art. 94 Regolamento Intermediari.

tenuto a trasmettere ogni anno, entro il 31 marzo, una relazione dettagliata sull'attività svolta e ad informare tempestivamente la Consob di atti ed eventi di maggior rilievo.¹⁹³

2.3. PROFILATURA DEL CLIENTE, INFORMATIVA E CONSULENZA “SU BASE INDIPENDENTE”

Dopo aver presentato il lato soggettivo della consulenza finanziaria così come innovata dalla MiFID II, e aver passato in rassegna tutti i soggetti idonei a prestarla, si passa ora ad approfondirne il lato oggettivo, per comprendere gli elementi costitutivi che caratterizzano la consulenza finanziaria nel *quid* e nel *modus*, con particolare riferimento al nuovo istituto della consulenza su base indipendente.

Le nuove disposizioni europee sono tese a garantire che oggi tutti i consulenti finanziari operino nei confronti dei clienti con lo stesso livello di professionalità, competenza e correttezza. Gli intermediari e gli altri soggetti menzionati nel paragrafo precedente sono tenuti infatti ad “agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti” ed a fornire ai propri clienti informazioni “corrette, chiare e non fuorvianti”¹⁹⁴. Inoltre vengono ampliate le previsioni relative alla profilatura del cliente attraverso la valutazione di adeguatezza e all’informativa da fornire al cliente in fase pre-contrattuale ed in fase di esecuzione del contratto di consulenza al quale, peraltro, viene esteso il requisito della forma scritta nel caso in cui a prestarla sia un consulente finanziario autonomo o una società di consulenza finanziaria ma non nel caso in cui a fornirla sia un’impresa d’investimento¹⁹⁵.

2.3.1. La profilatura del cliente: il questionario MiFID II

In merito alla valutazione di adeguatezza, ai sensi dell’articolo 25 comma 2 della MiFID II, nell’effettuare la profilatura del cliente o potenziale cliente, l’impresa di

¹⁹³ Cfr. art. 3 Regolamento Consulenti.

¹⁹⁴ Cfr. art. 24 par. 2 e par 3, MiFID II.

¹⁹⁵ Cfr. art. 16 Regolamento Consulenti. L’art. 37 del Regolamento Intermediari prevede che “gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, *diversi dalla consulenza in materia di investimenti*, sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente.”

investimento informa adeguatamente per iscritto il cliente sull'importanza e gli obiettivi della valutazione di adeguatezza e ottiene dal cliente o dal potenziale cliente le informazioni in merito:¹⁹⁶

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

Il regolamento delegato poi, sebbene faccia riferimento all'idoneità in luogo dell'adeguatezza a causa di un'incongruenza nella traduzione italiana del testo originale in inglese, specifica che le imprese di investimento devono raccogliere informazioni in modo da disporre di una base ragionevole per determinare che lo strumento o il pacchetto di strumenti oggetto della raccomandazione fornita:

- a) corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio;
- b) è di natura tale che il cliente è finanziariamente in grado di sopportare i rischi connessi all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
- c) è di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.¹⁹⁷

Se il cliente a cui viene reso il servizio di consulenza è classificato come cliente professionale, l'impresa di investimento può legittimamente presumere che egli possieda le necessarie esperienze e conoscenze di cui alla lettera c) e sia in grado di sopportare i rischi dell'investimento ai sensi della lettera b).¹⁹⁸

¹⁹⁶ Per un approfondimento, si veda l'Orientamento generale 1 e i relativi orientamenti di supporto (paragrafi 13-17) contenuti in *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID [I]*, ESMA, 2012, nel quale viene posto l'accento, tra l'altro, sulla necessità di far comprendere al cliente, anche attraverso degli esempi, il concetto di rischio di investimento nonché il rapporto tra il rischio e il rendimento degli investimenti. Ciò può avvenire anche in forma standardizzata all'interno del questionario MiFID, purché prima delle domande di profilatura.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_it.pdf

Un'ulteriore utile lettura è costituita dalle Linee Guida pubblicate dall'ABI sulla scorta dei suddetti Orientamenti ESMA e sulla comunicazione CONSOB del 25 Ottobre 2012 n.DIN/12084516 avente ad oggetto "Comunicazione in merito al recepimento degli Orientamenti ESMA concernenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID".

¹⁹⁷ Cfr. Art. 54 par. 2 del Regolamento delegato n. 2017/565/UE della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva.

¹⁹⁸ Cfr. art. 54 par. 3 *Ibidem*

Lo stesso regolamento delegato, entrando nel merito dei singoli aspetti oggetto di valutazione, esemplifica gli elementi che le informazioni ottenute dal cliente devono contenere:

1. Nel valutare il livello di conoscenze ed esperienze occorre fare riferimento:¹⁹⁹
 - a) ai tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza;
 - b) alla natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale sono state eseguite;
 - c) al livello di istruzione e alla professione o, se pertinente, l'ex professione del cliente o del potenziale cliente.
2. Nel valutare la situazione finanziaria del cliente occorre raccogliere, laddove pertinenti, informazioni:
 - d) sulla fonte e sulla consistenza del reddito regolare;
 - a) sulle attività, comprese le attività liquide;
 - b) sugli investimenti e beni immobili e
 - c) sugli impegni finanziari regolari.
3. Nel comprendere gli obiettivi di investimento di un cliente occorre raccogliere informazioni che includano:
 - a) i dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento;
 - b) le preferenze in materia di rischio;
 - c) il profilo di rischio e
 - d) finalità dell'investimento.

Con riferimento ai consulenti finanziari autonomi, il regolamento Consulenti emanato dalla CONSOB recepisce senza rilevanti modifiche i punti precedenti.²⁰⁰

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

¹⁹⁹ Cfr. art. 55 par. 1 *Ibidem*

²⁰⁰ Cfr. art. 17 commi 2, 3 e 4 Regolamento Consulenti.

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

2.3.2. L'informativa da fornire al cliente

Con riferimento alle informazioni da fornire al cliente - ed è in tal modo che intendiamo introdurre la consulenza su base indipendente - innanzitutto l'articolo 24, paragrafo 4, lettera a della MiFID II prevede che l'impresa di investimento comunichi ai clienti, prima della conclusione del contratto:

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

Inoltre l'articolo 24, paragrafo 4, lettera b prevede che “le informazioni sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte devono comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento [...]”.

La MiFID II aumenta gli obblighi informativi relativi ai costi complessivi sostenuti dal cliente in connessione al servizio di consulenza ed agli altri servizi eventualmente prestati, nonché del costo dello strumento finanziario raccomandato. Tutti i costi devono essere presentati al cliente in modo aggregato per farne comprendere l'impatto

complessivo sul rendimento e, su richiesta del cliente, anche in forma analitica.²⁰¹ Queste ultime previsioni sono comuni anche ai consulenti finanziari autonomi.²⁰²

A questo punto, occorre definire con precisione cosa il legislatore europeo intenda per “consulenza su base indipendente”. Tale definizione può essere rinvenuta indirettamente dalle due condizioni, una positiva ed una negativa²⁰³, che, ai sensi dell’articolo 24 paragrafo 7, devono sussistere per poter qualificare un servizio di consulenza come prestato dall’impresa d’investimento “su base indipendente”.

La condizione positiva è la valutazione da parte dell’intermediario che offre il servizio di consulenza di una “congrua gamma di strumenti finanziari [...] sufficientemente diversificati [in modo] da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non [...] limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti i) dall’impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o ii) da altre entità che hanno con l’impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l’indipendenza della consulenza prestata.”²⁰⁴

La condizione negativa riguarda il divieto, in capo all’intermediario che presta consulenza su base indipendente, di accettare o trattenere “onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti”. Gli unici benefici esclusi da tale disposizione sono i “benefici non monetari di entità minima (*minor non-monetary benefits*) che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti”²⁰⁵.

2.3.3. La congrua gamma di strumenti finanziari nel Technical Advice dell’ESMA

Con riferimento alla prima condizione, nel suo *Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, l’ESMA ha chiarito quali elementi debba includere il processo di

²⁰¹ Cfr. art. 24 par. 4, MiFID II.

²⁰² Cfr. art. 18 Regolamento consulenti.

²⁰³ Cfr. F. Civale, Zitiello e Associati Studio Legale, Consulenza e MiFID II: Il nuovo assetto a “geometria variabile”, *Diritto bancario*, Marzo 2015.

²⁰⁴ Cfr. art. 24 par. 7, MiFID II.

²⁰⁵ *Idem*

selezione degli strumenti adottato dall'intermediario che presta consulenza su base indipendente:²⁰⁶

- i. una selezione diversificata strumenti finanziari per tipo, emittente, o fornitore del prodotto, che non sia limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti dalle imprese di investimento stessa o da entità aventi con essa stretti legami o o altri rilevanti legami legali o economici con l'impresa di investimento;
- ii. il numero e la varietà degli strumenti finanziari considerati dovrebbero essere proporzionati all'ampiezza dei servizi di consulenza offerti dal consulente finanziario indipendente;
- iii. il numero e la varietà degli strumenti finanziari considerati sono “adeguatamente rappresentativi” degli strumenti finanziari disponibili sul mercato;
- iv. la quantità di strumenti finanziari emessi dalle imprese di investimento stessa o da entità ad essa strettamente collegate è proporzionata al numero totale di strumenti finanziari considerati;
- v. i criteri di comparazione dei vari strumenti finanziari dovrebbero includere tutti gli aspetti rilevanti quali rischi, costi e complessità nonché le caratteristiche dei clienti dell'impresa di investimento, e dovrebbero assicurare che né la selezione di uno strumento che possa essere raccomandato né le raccomandazioni che sono fornite ai clienti siano distorte.

2.3.4. Gli Inducements nella MiFID II: un limite al meccanismo delle retrocessioni

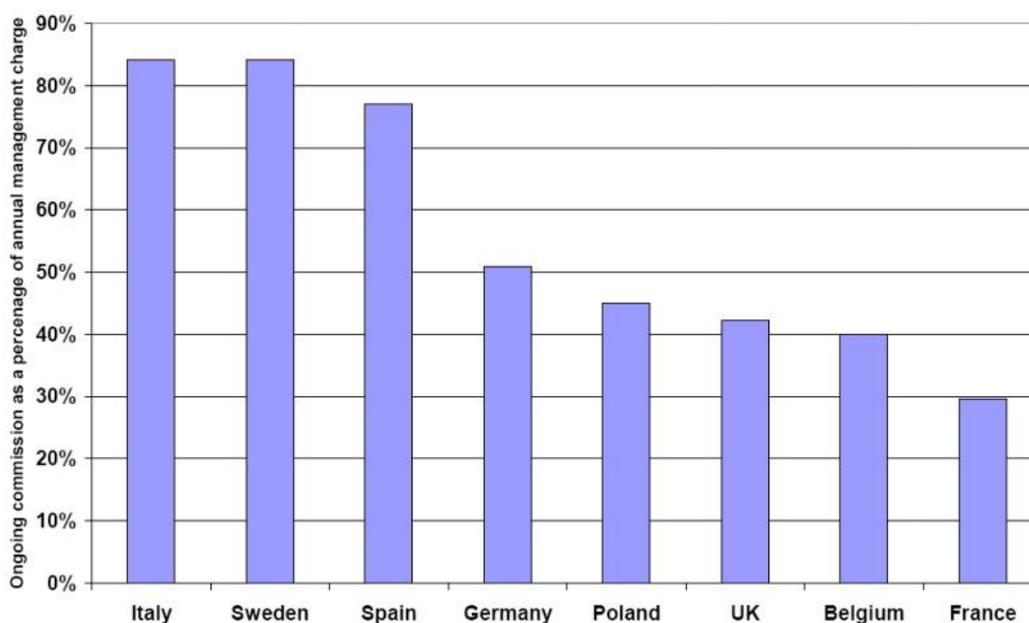
Con riferimento alla seconda condizione necessaria per poter configurare la consulenza come “su base indipendente”, e cioè il divieto assoluto di *Inducements*, si precisa che, in base al considerando n. 74 della MiFID II, “tutti gli onorari, le commissioni e gli altri benefici monetari pagati o forniti da un terzo [devono] essere restituiti integralmente al cliente quanto prima [...] e [l'impresa d'investimento non deve] essere autorizzata a detrarre i pagamenti di terzi dalle commissioni che il cliente deve all'impresa”. Il considerando va avanti precisando che “dovrebbero essere consentiti solo benefici non monetari di entità minima, a condizione che il cliente ne sia chiaramente informato, che possano migliorare la qualità del servizio offerto e che non possano essere

²⁰⁶ Cfr. par. 2.16, *Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, ESMA n. 2014/1569 del 19 dicembre 2015. Traduzione a cura del candidato.

considerati arrecare pregiudizio alla capacità delle imprese di investimento di agire nel migliore interesse dei loro clienti.”

Si sta affrontando qui il tema delle cosiddette retrocessioni, la tradizionale modalità di remunerazione delle imprese di collocamento di strumenti finanziari da parte delle imprese emittenti, le quali “girano” al distributore una somma fissa o variabile ricevuta dal cliente all’atto della transazione. Una ricerca condotta nel 2006 per conto della Commissione europea da CRA International²⁰⁷ sulla struttura del mercato europeo del risparmio gestito, ha rilevato che i produttori italiani - e di altri paesi come Svezia, Spagna e Germania - retrocedono una parte considerevole dei loro ricavi ai distributori, il che evidenzia il ruolo predominante delle banche (del gruppo) nel collocare i prodotti finanziari (vedi figura 1) Ciò ha una ripercussione sui costi distributivi dei prodotti, come mostrato in figura 2, relativa alla composizione dei costi legati ai fondi azionari.

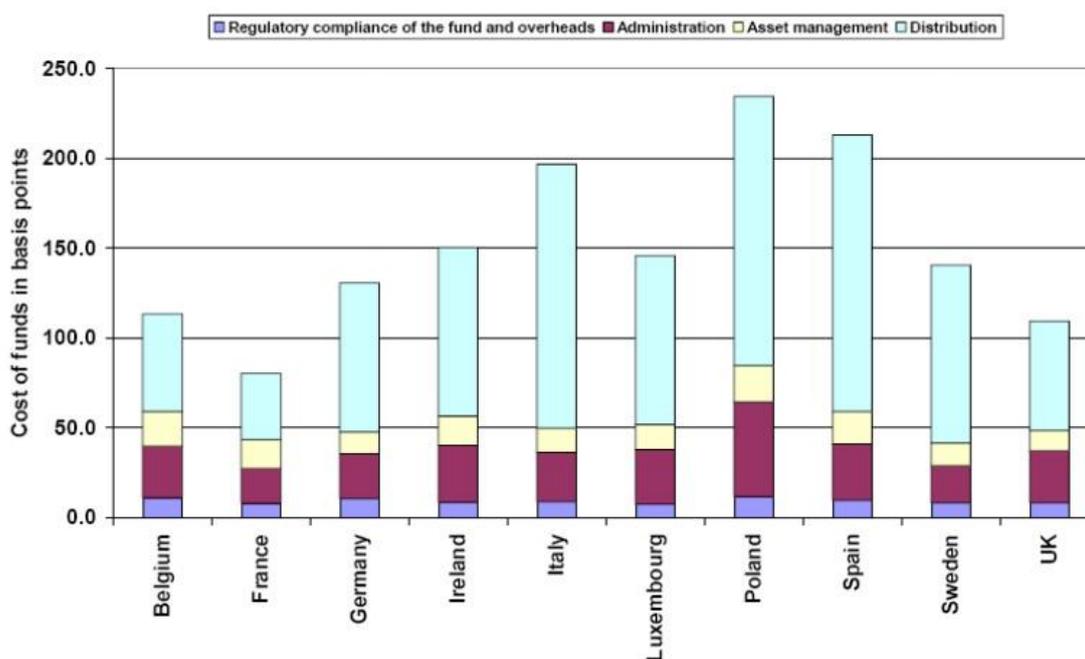
Figura 1: Confronto delle percentuali di commissioni retrocesse ai distributori per paese membro



Fonte: CRA International.

²⁰⁷ CRA International, *Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market*, Brussels, 2006. Per un approfondimento del caso italiano, si segnala F.M. De Rossi, D. Gariboldi, G. Leggieri, A. Russo, Il marketing dei fondi comuni italiani: modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all’introduzione della MiFID nell’ottica della vigilanza, in *Quaderni di Finanza* n. 61, Consob, gennaio 2008.

Figura 2: Costo complessivo per i fondi azionari per Stato membro.



Fonte: CRA International.

La MiFID II, nel disciplinare la consulenza su base indipendente, ha esplicitamente vietato questa forma di *inducement* in quanto potenzialmente pregiudizievole nei confronti del cliente il cui “miglior interesse” è oggetto di massima tutela.

Di conseguenza, non più solo i consulenti autonomi, persone fisiche o società, ma anche le imprese di investimento che prestano consulenza su base indipendente, riceveranno, in relazione al servizio di consulenza svolto, unicamente la parcella pagata del cliente.

Nel caso in cui essi abbiano effettivamente ricevuto somme da terzi, sono innanzitutto tenute ad informarne dettagliatamente il cliente, nonché a restituire ad esso integralmente quanto ricevuto, il più presto possibile. E' inoltre statuito il c.d. “divieto di compensazione” tra quanto il cliente deve all’impresa d’investimento e quanto questa deve restituire al cliente.

Anche i benefici non monetari sono inclusi nell’ambito di applicazione di MiFID II, e dunque vietati nel caso di consulenza su base indipendente. Sono esclusi dall’ambito di MiFID II unicamente quelli “di entità minima”, tale cioè da non pregiudicare il dovere dell’impresa di agire nel miglior interesse del proprio cliente. Mentre non esiste una elencazione dettagliata dei benefici non monetari vietati, questi si possono identificare in

modo indiretto dalla nomenclatura relativa ai *minor non-monetary benefits* considerati “accettabili”, in relazione ad una consulenza su base indipendente, contenuta nell’articolo 12 della direttiva delegata del 2016, la quale statuisce che “si considerano benefici non monetari minori accettabili unicamente i seguenti benefici:

- a) informazioni o documentazione relativa a uno strumento finanziario o a un servizio di investimento, di natura generica o personalizzata in funzione della situazione di un singolo cliente;
- b) materiale scritto da terzi commissionato e pagato da un emittente societario o da un emittente potenziale per promuovere una nuova emissione da parte della società, o quando l’impresa terza è contrattualmente impegnata e pagata dall’emittente per produrre tale materiale a titolo permanente, purché il rapporto sia chiaramente documentato nel materiale e al contempo il materiale sia messo a disposizione di qualsiasi impresa di investimento che desideri riceverlo o del pubblico in generale;
- c) partecipazione a convegni, seminari e altri eventi formativi sui vantaggi e le caratteristiche di un determinato strumento finanziario o di un servizio di investimento;
- d) ospitalità di un valore "*de minimis*" ragionevole, come cibi e bevande a margine di un incontro di lavoro o di una conferenza, seminario o altri eventi di formazione di cui alla lettera c);
- e) altri benefici non monetari minori che uno Stato membro consideri atti a migliorare la qualità del servizio prestato a un cliente e, tenuto conto del livello totale dei benefici forniti da una singola entità o gruppo di entità, che siano di una portata e natura tale per cui sia improbabile che pregiudichino l’osservanza del dovere dell’impresa di investimento di agire nel migliore interesse del cliente.”²⁰⁸

I benefici non monetari minori accettabili devono essere “*ragionevoli e proporzionati*” e di portata tale da non essere in grado di incidere sul comportamento dell’impresa di investimento in alcun modo che sia pregiudizievole per gli interessi del cliente interessato.”

²⁰⁸ Cfr. art. 12 par. 3 della Direttiva delegata 2017/593/UE della Commissione del 7 aprile 2016 “che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari”

Prima della prestazione del servizio di consulenza l'impresa deve comunicare i benefici non monetari di minore entità ricevuti, anche descrivendoli in modo generico.

Gli inducements nella consulenza su base non indipendente

La MiFID II ha inteso aumentare la tutela degli investitori in tema di *inducements* anche quando essi ricevono consulenza su base non indipendente.

Le imprese di investimento, nell'offrire consulenza su base non indipendente (o un altro servizio d'investimento nonché servizi accessori), non possono pagare o ricevere onorari, commissioni o benefici non monetari da parte di soggetti diversi dal cliente, a meno che sussistano entrambe le seguenti due condizioni:

- a) i pagamenti o i benefici abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente, e
- b) i pagamenti o i benefici non pregiudichino il dovere dell'impresa d'investimento di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente.

Già nel 2010, il CESR (ora ESMA) aveva pubblicato un *report* sulle buone e cattive pratiche in tema di *inducements* così come disciplinati dalla MiFID I, che includeva un esempio di *poor practice* proprio in relazione al ricevimento da parte dell'impresa d'investimento di incentivi connessi alla prestazione del servizio di consulenza (che all'epoca era unicamente su base non indipendente).²⁰⁹ L'esempio riportato considera il caso di “*an investment firm providing the investment service of investment advice as well as distributing financial instruments receives various levels of rebated commission from individual product providers. The investment firm's advisers and sales staff are rewarded, at least in part, in relation to the levels of commission generated by the recommendations/sales they individually make to clients.*” Il CESR ravvisava, nell'esempio riportato, un forte rischio di conflitto di interessi per il duplice incentivo che il consulente riceve da una parte in termini di retrocessioni (*rebated commission*) dal *product provider* e dall'altra a causa delle politiche di remunerazione dell'impresa d'investimento per cui opera.

²⁰⁹ Cfr. *Inducements: Report on good and poor practices*, CESR/10-295, del 10 aprile 2010, pp. 24 e 25. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_295.pdf

In occasione dell’emanazione della MiFID II, l’ESMA - nel *Final report* del citato *Technical advice* - ha invitato la Commissione, anche in seguito alle osservazioni critiche ricevute da alcuni operatori in risposta al relativo documento di consultazione²¹⁰, a definire i criteri da utilizzare per determinare se un beneficio monetario o non monetario sia accettabile. La Direttiva di secondo livello ha recepito letteralmente le indicazioni dell’ESMA formulando, all’articolo 11 paragrafo 2, un “test di ammissibilità degli incentivi” che elenca tre circostanze che devono essere soddisfatte contemporaneamente affinché i benefici possano essere considerati accrescitivi della qualità del servizio. Con specifico riferimento alla consulenza finanziaria su base non indipendente, tali circostanze sono:

- a) [gli incentivi] sono giustificati dalla prestazione di un servizio aggiuntivo o di livello superiore per il cliente, proporzionale al livello di incentivi ricevuti, come:
 - i) [...] l’accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un numero appropriato di strumenti di fornitori terzi di prodotti che non hanno legami stretti con l’impresa di investimento;
 - ii) [...] l’offerta al cliente [della valutazione periodica (su base almeno annuale) di adeguatezza degli investimenti] o [di] un altro servizio continuativo in grado di costituire un valore per il cliente come la consulenza sull’*asset allocation* ottimale; o
 - iii [...];
- b) [gli incentivi] non offrono vantaggi diretti all’impresa beneficiaria, ai suoi azionisti o dipendenti senza beneficio tangibile per il cliente interessato;
- c) [gli incentivi] sono giustificati dalla garanzia di un beneficio continuativo per il cliente interessato in relazione a un incentivo continuativo.

Occorre tenere presente tuttavia che, come premesso nel considerando n. 21 della Direttiva di secondo livello, la lista dei servizi aggiuntivi o di livello superiore non è da considerarsi in alcun modo esaustiva.²¹¹ Si noti, inoltre, l’utilizzo della congiunzione “o”

²¹⁰ Cfr, sul punto, M. Scolari, *Verso la MiFID II: la legittimità degli incentivi nei servizi d’investimento*, *Bancaria* n. 5/2015, www.bancaria.it

²¹¹ Il considerando n. 21 della Direttiva delegata recita “[...] *A tal fine, e purché siano rispettate talune altre condizioni, dovrebbe essere fornito un elenco non esaustivo di situazioni ritenute pertinenti alla condizione per cui gli incentivi migliorano la qualità del servizio al cliente pertinente.*”

tra il punto ii) e il punto iii) della lettera a). Ciò indicherebbe, secondo alcuni²¹² autori, che le condizioni migliorative del servizio siano tra loro alternative e non necessariamente cumulative.

Gli incentivi sono in ogni caso inaccettabili qualora falsino o distorcano la prestazione dei servizi pertinenti al cliente.²¹³

La tabella seguente riassume le differenze tra consulenza su base indipendente e non indipendente in riferimento a requisiti organizzativi e informazione da fornire ai clienti²¹⁴:

Tabella 1: Classificazione degli incentivi, requisiti organizzativi e informazione ai clienti

	MiFid2	Esma Technical Advice	Requisiti organizzativi	Informazione ai clienti
Incentivi monetari				
Consulenza indipendente e gestioni patrimoniali	Divieto di ricevere e trattenere	Accreditare prontamente al cliente	Policy interna	Rendiconto commissioni accreditate su base individuale
Consulenza non indipendente	Ammissibili (incremento qualità del servizio)	Test di ammissibilità	Mantenere lista incentivi ricevuti e utilizzi	Ex ante dettagliata Ex post dettagliata su base individuale
Incentivi non monetari				
Consulenza indipendente e gestioni patrimoniali	Divieto			
Consulenza non indipendente	Ammissibili (incremento qualità del servizio)	Test di ammissibilità	Mantenere lista incentivi ricevuti e utilizzi	Ex ante dettagliata Ex post dettagliata su base individuale
Incentivi non monetari di lieve entità				
Consulenza indipendente e gestioni patrimoniali	Ammissibili	Ammessi se fanno parte della lista Esma	Criteri e verifica lieve entità	Ex ante, generica
Consulenza non indipendente	Ammissibili (incremento qualità del servizio)	Test di ammissibilità	Mantenere lista incentivi ricevuti e utilizzi	Ex ante, generica

Fonte: Massimo Scolari, *Verso la MiFID II: La legittimità degli incentivi nei servizi di investimento*, Bancaria n. 6/2015 p. 58.

²¹² Su tutti, si veda F. Di Ciommo, *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici*, cit.

²¹³ Cfr. art. 11, Direttiva delegata del 2016.

²¹⁴ Da M. Scolari, *Verso la MiFID II...*, cit.

Ricollegandoci all'esempio di *poor practice* menzionato in precedenza, anche le politiche di remunerazione dei consulenti (e di tutto il personale dell'intermediario) devono essere compatibili con il migliore interesse del cliente. Vanno evitate modalità di remunerazione che fissino target di vendita in modo da incentivare i consulenti o a raccomandare ai clienti al dettaglio un tipo particolare strumento finanziario o uno strumento offerto da un particolare *provider*, se l'impresa di investimento può offrire uno strumento più adatto alle esigenze del cliente *retail*.²¹⁵

2.3.5. Obblighi informativi e requisiti organizzativi dell'intermediario “consulente ibrido”

Nell'ipotesi in cui una stessa impresa di investimento opti per offrire ai propri clienti la scelta tra una consulenza su base indipendente e una consulenza su base non indipendente, si ha a che fare con il cosiddetto “consulente ibrido”.

Sempre con l'obiettivo di tutelare l'investitore *retail*, in questo caso il legislatore europeo pone a carico dell'impresa di investimento una serie di stringenti obblighi informativi, oltre a rigorosi requisiti organizzativi, in particolare nell'utilizzo dei propri consulenti.

In termini di informativa, ai sensi del regolamento delegato del 2016, sussistono due obblighi specifici in capo all'impresa, che deve:²¹⁶

1. comunicare ai clienti, prima della prestazione, se la consulenza è prestata su base indipendente o non indipendente;
2. presentarsi come indipendente solo in relazione ai servizi per i quali presta effettivamente consulenza su base indipendente e non come indipendente nella sua attività complessiva;²¹⁷

²¹⁵ Cfr. art. 24, par. 10, Direttiva delegata del 2016.

²¹⁶ Cfr. art. 53, par. 3 lett. a) e b), Regolamento delegato 2017/565/UE del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva

²¹⁷ La lettera b) del paragrafo 3 dell'articolo 53 del Regolamento, anche nella sua versione originale, presenta, a nostro giudizio, un errore laddove esso esordisce con “l'impresa di investimento si è presentata come indipendente nell'attività complessiva [...]”. Si ritiene opportuno inserire un “non” dopo la parola “investimento”. Nel Technical advice dell'ESMA si precisava infatti che “*the investment firm should not hold itself out as “independent” for its business as a whole. [...]*”. Cfr. *Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, ESMA, cit., p. 48.

Con riferimento invece ai requisiti organizzativi, l'impresa che offre entrambi i tipi di consulenza deve predisporre "adeguati requisiti organizzativi e controlli per assicurare che i due tipi di servizi di consulenza e di consulenti siano chiaramente distinti l'uno dall'altro, di modo che i clienti non rischino di incorrere in confusione circa il tipo di consulenza che ricevono e che sia ottengano il tipo di consulenza adeguato al loro profilo."²¹⁸

Infine, aggiungendo un requisito ulteriore rispetto all'art. 24 della MiFID, il regolamento delegato stabilisce che "l'impresa di investimento non consente a una persona fisica di fornire consulenza sia indipendente che non indipendente".²¹⁹ Su quest'ultimo punto, particolarmente dibattuto in dottrina, si tornerà nel quarto capitolo, dedicato ad una discussione critica delle principali disposizioni relative alla consulenza finanziaria indipendente, presentate nel presente capitolo.

²¹⁸ Cfr. art. 53, par. 3 lett. c) del Regolamento delegato del 25 aprile 2016.

²¹⁹ *Idem*

CAPITOLO TERZO

IL RUOLO DI *FINANCIAL LITERACY* E DISTORSIONI COMPORTAMENTALI NELLA DOMANDA DI CONSULENZA: IL CASO ITALIANO

In questo capitolo ci proponiamo di fornire un quadro della situazione italiana con riferimento al processo di investimento e a come in esso si inserisca la domanda di consulenza. Dopo aver presentato alcuni dati statistici relativi al grado di *financial literacy* nel nostro paese e alle attitudini degli italiani in materia di scelte di investimento - dai quali si evince un concreto “bisogno di consulenza” - viene affrontato il tema delle *bias* comportamentali in cui possono incorrere sia gli investitori sia i consulenti, con particolare riferimento alla percezione del rischio. Infine, si descrive l’atteggiamento degli investitori nei confronti della consulenza in termini di variabili considerate nella valutazione del professionista e disponibilità a pagare un prezzo per ricevere il servizio.

3.1. IL LIVELLO DI CONOSCENZA FINANZIARIA IN ITALIA: TRA CONOSCENZA PERCEPITA E CONOSCENZA EFFETTIVA

Nel rispondere al quesito “esiste un bisogno di consulenza finanziaria di qualità in Italia?”, riteniamo imprescindibile partire analizzando innanzitutto il livello di conoscenza finanziaria degli italiani. L’OCSE, nell’indagine PISA²²⁰ 2015, definisce la conoscenza finanziaria come “la conoscenza e la comprensione dei concetti e dei rischi finanziari unite alle competenze, alla motivazione e alla fiducia in se stessi per utilizzare tale conoscenza e comprensione al fine di prendere decisioni efficaci in un insieme di contesti finanziari, per migliorare il benessere finanziario delle singole persone e della società e consentire la partecipazione alla vita economica.”²²¹

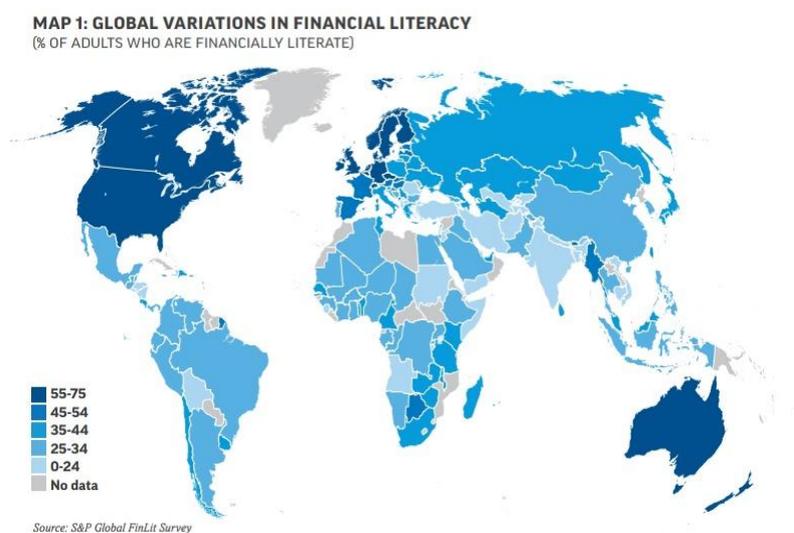
²²⁰ PISA, acronimo di *Programme for International Student Assessment*, è un’indagine internazionale promossa dall’OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), che ha lo scopo di valutare con periodicità triennale il livello di istruzione degli adolescenti dei principali paesi industrializzati. Alla sua settima edizione, PISA 2018 coinvolgerà gli studenti di oltre 80 paesi.

²²¹ OECD, *PISA 2015 Assessment and Analytical Framework: Science, Reading, Mathematic, Financial Literacy and Collaborative Problem Solving*, OECD Publishing, Paris, 2017.

3.1.1. Le classifiche internazionali di PISA e della S&P Global FinLit Survey

Le più importanti indagini statistiche internazionali sul grado di *financial literacy* sono PISA e la “Standard & Poor’s Ratings Services Global FinLit Survey”²²². I risultati che emergono dalle più recenti edizioni di tali pubblicazioni non danno un’ottima immagine del nostro paese rispetto agli altri paesi industrializzati. In particolare, sulla base dell’indagine di S&P, l’Italia non è ai primi posti né a livello mondiale, né in ambito europeo, come si desume dalle seguenti figure.²²³

Fig. 3: Percentuale di adulti in possesso di una conoscenza finanziaria nel mondo

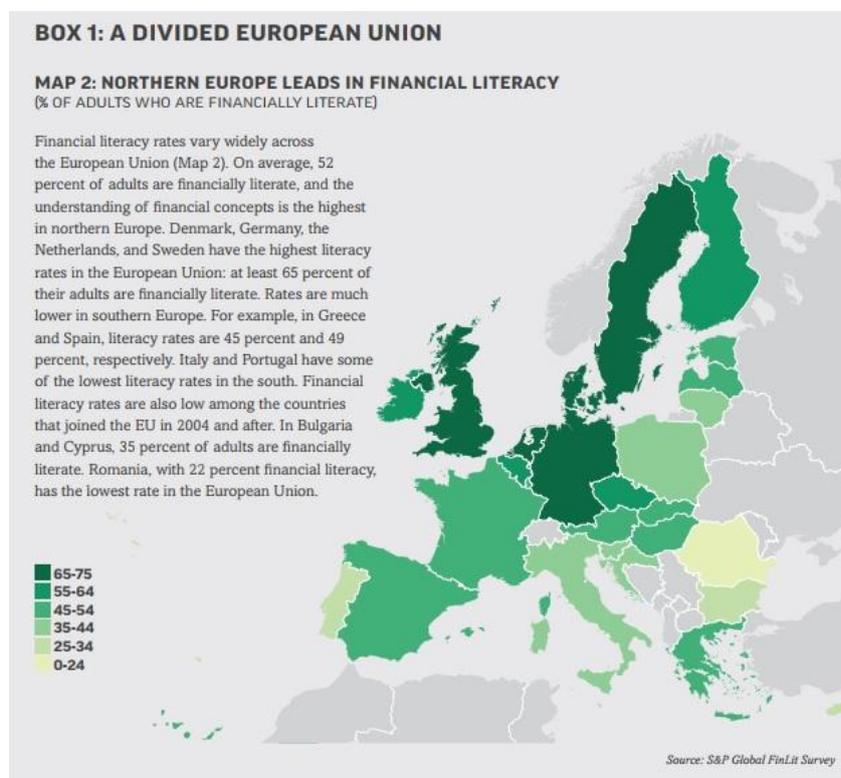


Fonte: S&P Global FinLit Survey

²²² La *S&P FinLit Survey* è la più ampia indagine sull’alfabetizzazione finanziaria condotta a livello mondiale. Nell’edizione 2015 sono state intervistati più di 150.000 adulti (con un’età superiore ai 15 anni) in oltre 140 paesi. Le quattro domande formulate agli intervistati hanno riguardato quattro concetti fondamentali per le decisioni finanziarie: *risk diversification*, *inflation*, *numeracy(interest)*, *compound interest*.

²²³ I dati utilizzati e le figure riprodotte sono tratti dal testo: McGraw Hill Financial, *Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor’s Ratings Services Global Financial Literacy Survey*, 2015.

Fig. 4: Percentuale di adulti in possesso di una conoscenza finanziaria in Europa

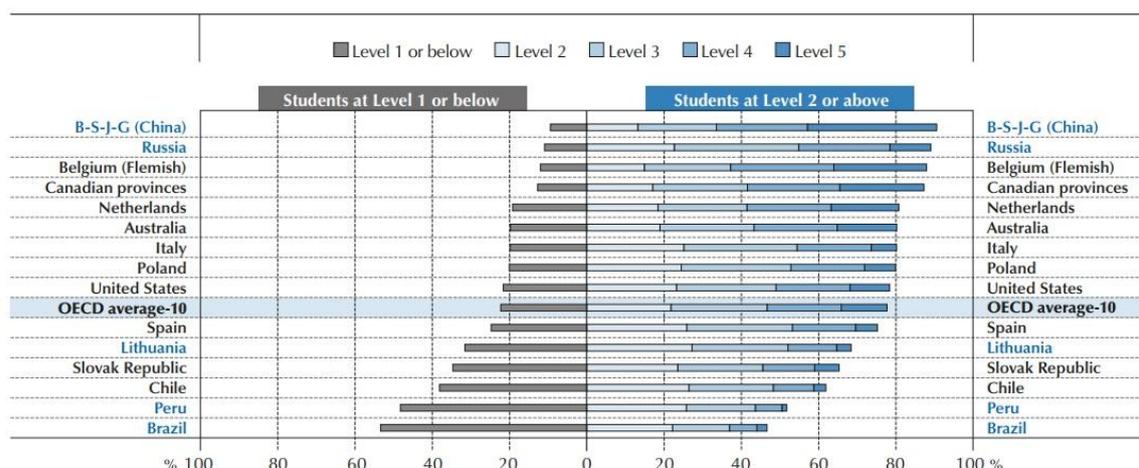


Fonte: S&P Global FinLit Survey

A livello internazionale, le zone geografiche con una quota maggiore di adulti che hanno conoscenze finanziarie sono il nord-America (Stati Uniti e Canada), il nord-Europa e Giappone. Con particolare riferimento all'Europa, Germania, Danimarca, Olanda e Svezia, ottengono i migliori punteggi.

Passando ai risultati di PISA 2015 sulle conoscenze finanziarie dei giovani quindicenni, a livello internazionale sono gli studenti cinesi residenti nella provincia di Shanghai a posizionarsi al vertice della classifica con circa il 75% dei *respondents* che ottiene un livello di *proficiency* tra 5 (il massimo, con circa il 42%) e 4 (circa il 33%).

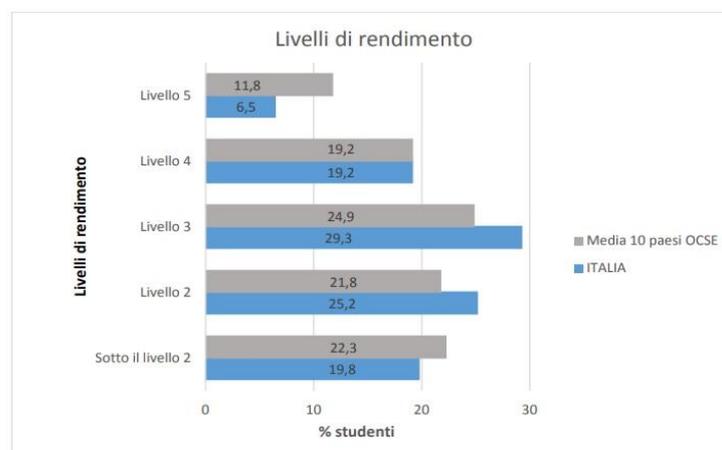
Figura 5: Percentuale di studenti a ciascun livello di *proficiency in financial literacy*



Countries and economies are ranked in descending order of the percentage of students who perform at or above Level 2.
Source: OECD, PISA 2015 Database, Table IV.3.2.

Quanto ai giovani italiani, essi si classificano di poco al di sotto della media OCSE, ponendo l'Italia tra il settimo e il nono posto nella classifica dei 15 paesi che hanno partecipato al sondaggio sulla *financial literacy* di PISA nel 2015²²⁴. In media, solo il 6,5% degli studenti italiani raggiungono il livello più alto (livello 5) di rendimento nella scala PISA relativa alle conoscenze finanziarie.²²⁵

Figura 6: Livelli di rendimento in financial literacy in PISA 2015



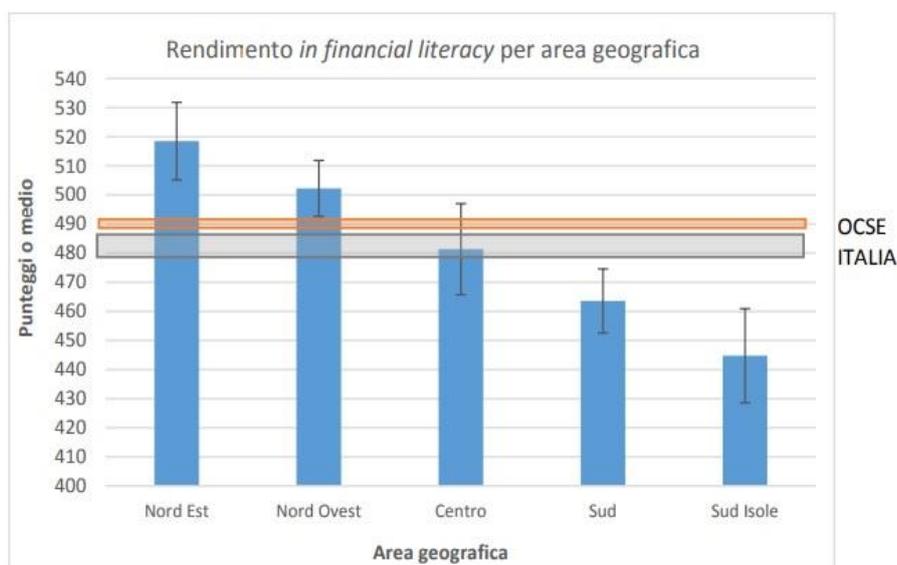
Fonte: OCSE, Database PISA FL 2015, elaborazioni INVALSI.

²²⁴ La parte del sondaggio PISA relativa all'alfabetizzazione finanziaria è infatti facoltativa. Nel 2015 hanno aderito a tale opzione 15 paesi, 10 dei quali membri dell'OCSE (Australia, Belgio fiammingo, Province canadesi, Cile, Italia, Paesi Bassi, Polonia, Repubblica Slovacca, Spagna e Stati Uniti). Essa riguarda inoltre solo un sotto-campione di studenti. In Italia, il sotto-campione di studenti che ha svolto la prova di *financial literacy* è di 3.035 studenti, di cui 2.724 con dati validi, su un totale di 11.583 studenti coinvolti.

²²⁵ Le elaborazioni sono tratte dal documento dell'INVALSI (Istituto nazionale per la valutazione del sistema educativo di istruzione e di formazione): "Indagine OCSE PISA 2015 - Financial literacy Sintesi dei risultati", consultabile al seguente link:
http://www.invalsi.it/invalsi/ri/pisa2015/doc/2017/Sintesi_Financial_literacy_24052017.pdf

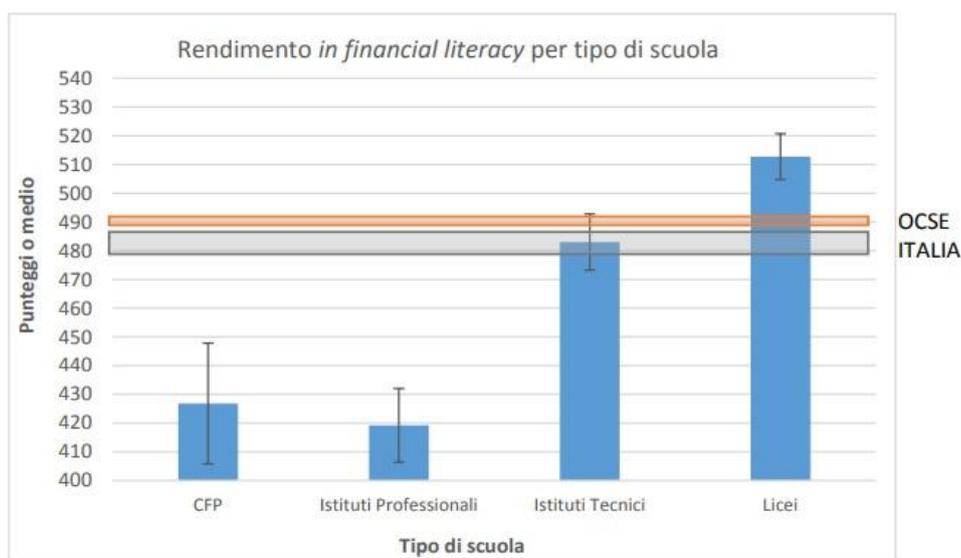
Dai dati raccolti nel nostro Paese è inoltre emerso che le *performances* variano in funzione sia dell'area geografica - con il Nord-Est che ottiene risultati ben al di sopra della media OCSE - sia del tipo di scuola - con i ragazzi dei Licei e degli Istituti tecnici che si rivelano di gran lunga più preparati di quelli dei professionali. Le seguenti figure presentano una sintesi delle evidenze appena descritte.

Figura 7: Punteggi medi nella scala di *financial literacy* in PISA 2015 dei quindicenni italiani suddivisi per area geografica



Fonte: OCSE, Database PISA FL 2015, elaborazioni INVALSI.

Figura 8: Punteggi medi nella scala di *financial literacy* in PISA 2015 dei quindicenni italiani suddivisi per tipo di scuola



Fonte: OCSE, Database PISA FL 2015, elaborazioni INVALSI.

Numerosi studi dimostrano che un alto livello di *financial literacy* ha ripercussioni positive sia sul piano individuale sia sul piano macro-economico.

Sul piano individuale, le persone in possesso di maggiori conoscenze finanziarie tendono, tra le altre cose, a prendere migliori decisioni sull'indebitamento, a risparmiare maggiormente per la propria pensione, a gestire meglio i propri soldi, a partecipare ai mercati azionari, ad operare scelte di portafoglio più diversificate, a scegliere fondi comuni d'investimento con commissioni contenute e, in definitiva, ad accumulare una maggiore ricchezza.²²⁶ Non possedere nozioni e competenze finanziarie produce risultati specularmente opposti. Chi è "analfabeta" finanziario, solitamente risparmia di meno e si indebita di più, pagando commissioni ed interessi più elevati.

Sul piano macro-economico, le persone più *literate*, richiedendo servizi di migliore qualità, stimolano la concorrenza e l'innovazione. Esse inoltre sono in grado di tollerare meglio gli shock finanziari sistemici, hanno una minore probabilità di prendere decisioni irrazionali, e dunque consentono anche un risparmio ai governi, allorché questi, come di recente accaduto anche in Italia, intervengono a sostegno degli investitori che hanno preso decisioni sbagliate.²²⁷

3.1.2. Il Report della Consob sulle abitudini d'investimento delle famiglie italiane

Un'importante indagine statistica su conoscenze e abitudini finanziarie degli italiani viene condotta ogni anno dall'istituto di ricerca Gfk-Eurisko per conto della Consob, che

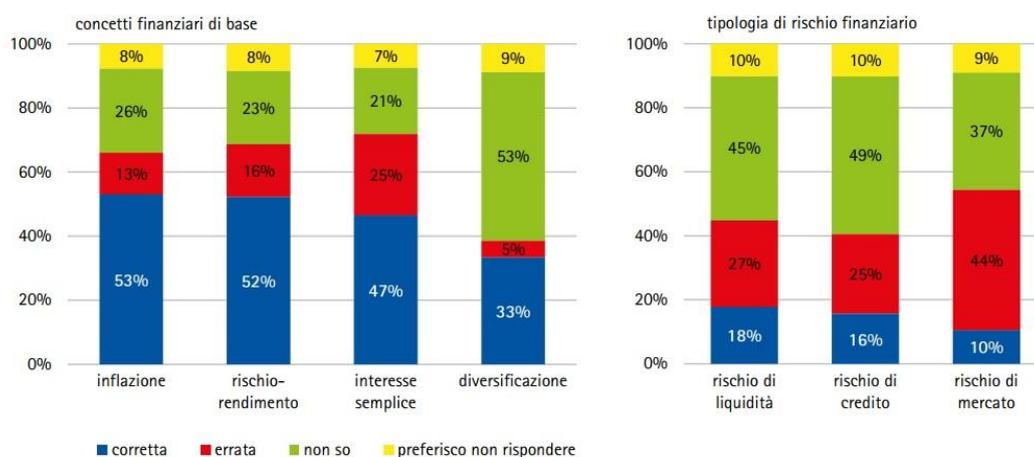
²²⁶ Su queste ed altre evidenze, si segnalano, tra gli altri, A. Lusardi, O.S. Mitchell, The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, *Journal of Economic Literature*, *American Economic Association*, vol. 52(1), pages 5-44, March 2014; A. Lusardi, O.S. Mitchell, *Financial literacy and planning: Implications for retirement wellbeing* (No. w17078). National Bureau of Economic Research, 2011; A. Lusardi, P. Tufano, Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness. *Journal of Pension Economics and Finance*, 14(4), 2015, pp. 332-368; B. D. Bernheim, D. M. Garrett, D.M. Maki, Education and saving: The long-term effects of high school financial curriculum mandates. *Journal of public Economics*, 80(3), 2001, pp. 435-465; M. Abreu, V. Mendes, Financial literacy and portfolio diversification, *Quantitative finance* 10.5, 2010, pp. 515-528; M. van Rooij, A. Lusardi and R. Alessie, *Financial Literacy and Stock Market Participation*; National Bureau of Economic Research Working Paper 13565, 2007.

²²⁷ Cfr. OECD (2017), *PISA 2015 Assessment and Analytical Framework: Science, ...*, cit., p. 83, consultabile al seguente link:
http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/education/pisa-2015-assessment-and-analytical-framework_9789264281820-en#page83

provvede a pubblicarne i risultati in un rapporto annuale.²²⁸ Il report contiene informazioni su abitudini d'investimento, caratteristiche socio-demografiche, situazione finanziaria, livello di conoscenza finanziaria e attitudini comportamentali dei soggetti intervistati.

Con riguardo all'analisi delle conoscenze finanziarie degli intervistati, dallo studio emerge che la maggior parte degli italiani non risponde correttamente a domande sul concetto di diversificazione e che essi ottengono punteggi ancora più bassi relativamente alle specifiche dimensioni del rischio finanziario, come mostrato in figura 9.

Figura 9: Conoscenze finanziarie effettive



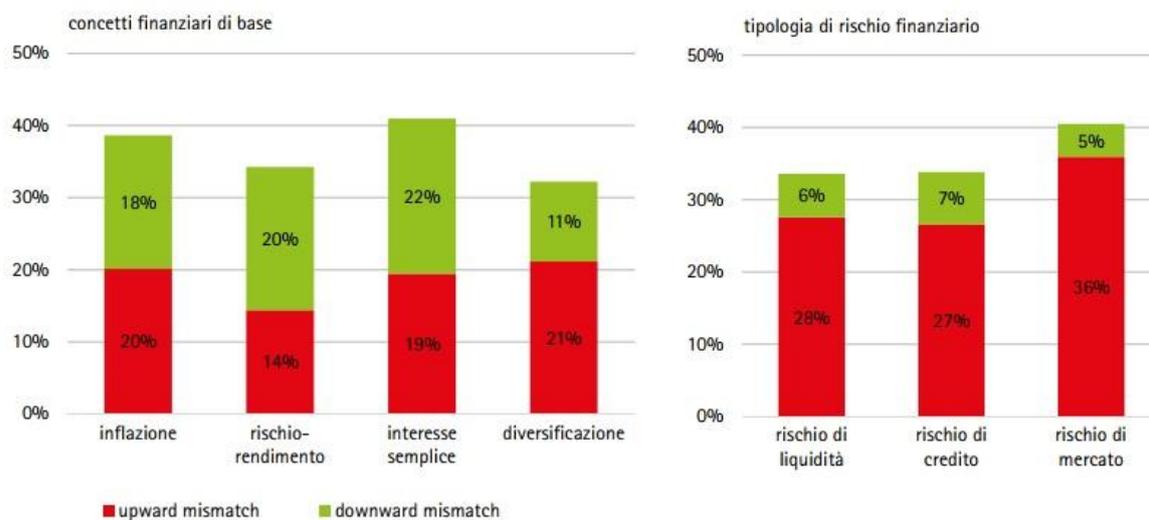
Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

Viene rilevata inoltre, il che è ancora più interessante, una marcata divergenza tra ciò che gli intervistati dichiarano di conoscere (conoscenza percepita) e l'accuratezza delle risposte fornite in merito ai relativi concetti (conoscenza effettiva). La mancata corrispondenza tra conoscenza effettiva e conoscenza percepita viene registrata sia quando l'intervistato dichiara di aver compreso concetti che non è in grado di definire (*upward-mismatch*) sia quando lo stesso risponde correttamente a domande legate a concetti che egli aveva dichiarato di non conoscere (*downward-mismatch*). A seconda del concetto finanziario considerato, tra il 32% e il 41% degli intervistati (incluso sia *upward* sia

²²⁸ Il rapporto del 2017, - Consob, (a cura di) N. Linciano, M. Gentile, P. Soccorso, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches, 2017* - è basato su due sondaggi condotti da GfK-Eurisko: *Multifinanziaria Retail Market Survey*, che considera un campione di 2.500 famiglie, e Osservatorio su *The approach to finance and investment of Italian households*, che raccoglie dati da circa 1.000 famiglie. Entrambi i sondaggi hanno per oggetto il c.d. "*financial decision maker*", ossia il componente della famiglia con il reddito più elevato (oppure l'uomo più anziano, quando nessuno lavora, o la donna più anziana, quando non vi sono componenti maschili) con un'età compresa tra i 18 e i 74 anni. Per un approfondimento della metodologia statistica adottata, si veda la relativa sezione nella parte conclusiva di Consob, *Report...*, cit., p. 53 e ss.

downward mismatch) non è in grado di valutare correttamente la propria conoscenza finanziaria. Ad esempio, con riferimento al concetto di inflazione, il 20% dei soggetti ha sopravvalutato le proprie competenze al riguardo, mentre 18% le ha sottovalutate.

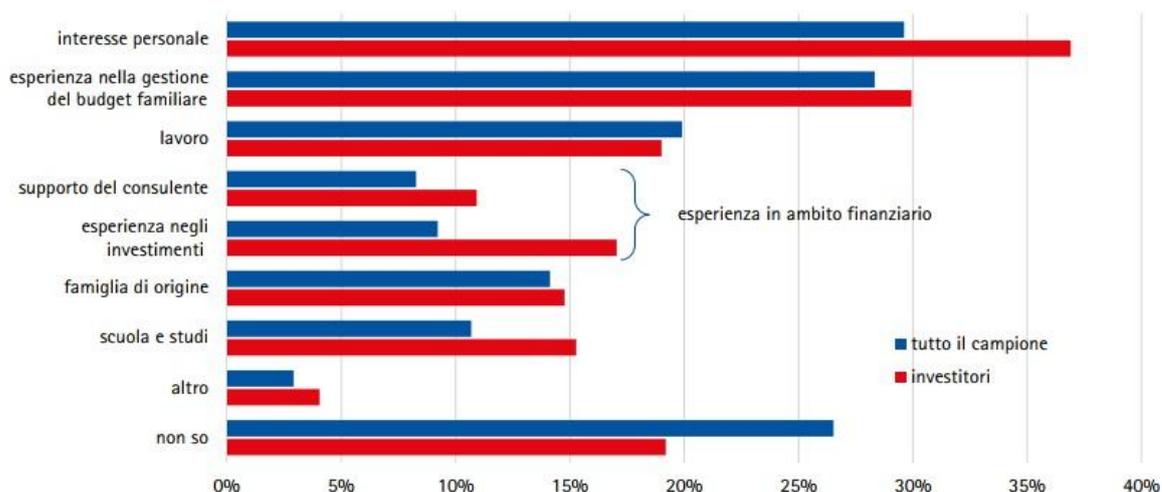
Figura 10: Il *mismatch* tra conoscenza percepita e conoscenza effettiva



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

Per quanto attiene ai *driver* che spingono a formarsi adeguate conoscenze in materia finanziaria, la maggior parte degli italiani pone al primo posto l'interesse personale (figura 11), che si registra essere più elevato tra le persone di genere maschile, maggiormente istruite, più giovani e abbienti.

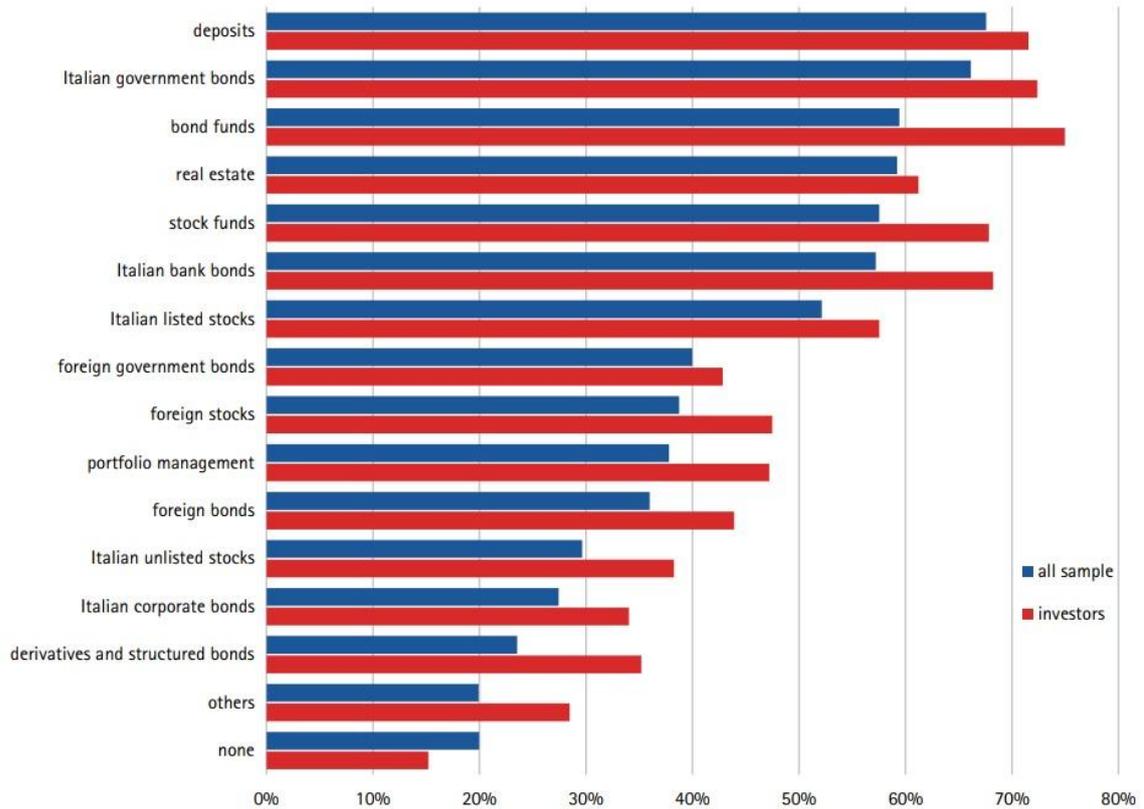
Figura 11: Il *background* di conoscenze e abitudini finanziarie



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

Quanto all'oggetto specifico delle conoscenze in materia di investimenti, la seguente figura mostra i prodotti con i quali gli italiani dichiarano di avere maggior familiarità. Poco sorprendentemente, ai primi posti figurano depositi, titoli di stato e fondi obbligazionari seguiti dal *real estate*.

Figura 12: *Self-assessed familiarity with alternative investment options*



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

3.2. LE *BIAS* COMPORTAMENTALI NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO

La teoria economica classica è fondata sull'assunto che i soggetti economici siano dotati di perfetta razionalità, abbiano preferenze perfettamente ordinate, agiscano in presenza di tutte le informazioni necessarie (in assenza, cioè, di asimmetrie informative) e prendano di conseguenza decisioni economiche "massimizzanti" la propria utilità.²²⁹ A partire dagli anni Sessanta alcuni studiosi hanno cominciato a mettere in dubbio tale impostazione attraverso la dimostrazione empirica dei meccanismi cognitivi, il più delle volte intuitivi ed inconsapevoli, che guidano le decisioni degli individui, soprattutto in situazioni di incertezza, come nel caso delle scelte d'investimento.

Gli studi di Kahneman e Tversky, ideatori della c.d. *Prospect Theory*²³⁰, hanno aperto un filone di ricerca che viene comunemente indicato con il nome di "finanza comportamentale". I due autori hanno dimostrato che alla base delle nostre scelte non vi è una scala di preferenze definita a priori ma una serie di meccanismi cognitivi, chiamati *euristiche*, che ci permettono di semplificare il problema ma allo stesso tempo ci fanno rischiare di prendere decisioni sbagliate, a causa degli errori cognitivi (*bias*) ad essi potenzialmente associati.

In particolare, emerge che nel prendere una decisione rilevano, tra le altre, le seguenti *euristiche*:²³¹

²²⁹ Il modello utilizzato dagli economisti classici per spiegare le decisioni degli individui è quello "dell'utilità attesa" di von Neumann. L'opera di riferimento dell'autore è Von Neumann, O. Morgenstern, *Theory of games and economic behavior*, Princeton (N.J.), Princeton University Press, 1944.

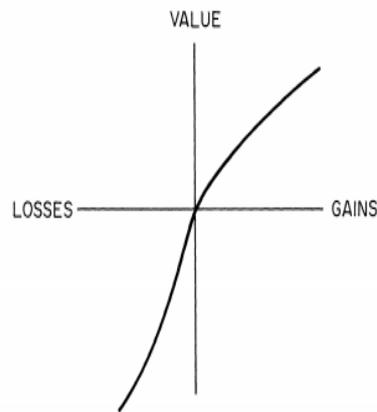
²³⁰ A differenza della teoria dell'utilità attesa di von Neumann, che è di tipo normativo, in quanto prescrive soluzioni per consentire agli individui di prendere decisioni in condizioni di perfetta informazione, la *Prospect theory* di Kahneman e Tversky è essenzialmente descrittiva, limitandosi ad analizzare in ambito sperimentale o empirico come le decisioni vengono prese effettivamente. Dei due autori si segnalano i seguenti lavori: D. Kahneman, A. Tversky, Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases, *Science*, 185, 1974, pp. 1124-1131; D. Kahneman, A. Tversky, Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*, 47, 1979, pp. 263-291; D. Kahneman, A. Tversky, The framing of decisions and the psychology of choice, in *Science*, 211, 1981, pp. 453-458; D. Kahneman, P. Slovic A. Tversky (a cura di), *Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases*, New York, Cambridge University Press, 1982.

²³¹ Nel prosieguo ci si è basati principalmente su N. Linciano, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail: le indicazioni di policy della finanza comportamentale, in *Quaderni di finanza Consob*, Studi e ricerche, n. 66, gennaio 2010, reperibile al seguente link:

<http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf66.pdf/88b90c92-5c65-4fbe-a56f-fd168731e08d>

- disponibilità: consiste nel valutare le probabilità del verificarsi di un evento sulla base dei propri ricordi più vividi in quanto più recenti, vissuti personalmente o di maggiore impatto emotivo. L'errore cognitivo associato a tale euristica è quello di sopravvalutare irrazionalmente le probabilità degli eventi che ricordiamo con maggiore intensità (*easy to recall bias*).
- rappresentatività: consiste nel valutare le probabilità di verificarsi di un evento sulla base della somiglianza dello stesso con un evento noto o familiare. Il principale errore cognitivo connesso alla rappresentatività è la c.d. "legge dei piccoli numeri" (*gambler's fallacy*), il meccanismo mentale che Kahneman chiama ironicamente così in quanto esso si concreta nell'applicare la legge dei grandi numeri a campioni statistici troppo limitati (ne è un classico esempio la tendenza, nel gioco del lotto, a scommettere sui numeri "ritardatari", attribuendo agli stessi una maggiore probabilità di essere estratti);
- ancoraggio: può essere definito come la tendenza a influenzare le proprie decisioni in base ad un determinato termine di paragone, che non sempre è davvero rilevante rispetto al problema considerato. Un esempio di ancoraggio si ha quando si valuta l'andamento di un titolo unicamente sulla base del prezzo che esso ha registrato in una determinata seduta di borsa.
- effetto certezza (*certainty effect*): si ha quando l'individuo assegna alle probabilità, anche note, pesi differenti a seconda di quanto esse siano vicine ai valori estremi dello spettro 0-1. Nel processo decisionale, si tende dunque a sovrastimare probabilità molto piccole (come avviene ad esempio nell'acquisto di un biglietto della lotteria).
- euristica dell'avversione alle perdite (*loss aversion*): è alla base della particolare funzione di utilità riportata in **figura...**, asimmetrica e a forma di "s", elaborata dalla finanza comportamentale. Tale funzione di utilità è caratterizzata infatti dall'essere concava nell'area dei guadagni e convessa in quella delle perdite. Inoltre, in entrambe le aree, la funzione è più ripida per valori prossimi al *reference point*. Ciò sta a significare che la probabilità di subire una perdita ha un impatto maggiore sul processo decisionale rispetto alla probabilità di conseguire un guadagno di pari importo.

Figura 13: La funzione di utilità della finanza comportamentale



Fonte: A. Tversky, D. Kahneman, Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model, *The quarterly journal of economics*, 106(4), 1991, pp. 1039-1061.

- euristica del contesto (effetto *framing* o inquadramento): molti studi empirici hanno dimostrato che le scelte degli individui possono essere distorte anche dal contesto e dalla modalità in cui il problema viene presentato, col risultato che, in situazioni identiche, gli individui prendano decisioni differenti al variare del *framing*.
- pregiudizio dello *status quo*: in base a questa euristica, vi è un'innata tendenza a conservare la situazione attuale così com'è, per quanto ciò possa arrecare danno alla persona coinvolta. Una ripercussione pratica di questo meccanismo è il voler mantenere in portafoglio titoli anche in forte perdita piuttosto che venderli. Una pratica commerciale fondata sulla tendenziale inerzia dei consumatori nei confronti di decisioni già prese è quella delle offerte commerciali di abbonamenti (come quelli telefonici) che prevedono prezzi particolarmente competitivi per un primo periodo e poi prezzi più elevati successivamente.
- euristica dei conti mentali (*mental accounting*): in base alla teoria dei conti mentali²³², la maggior parte degli individui separa mentalmente la propria situazione economica complessiva in tre categorie di conti: conti di consumo, conti di reddito e conti di ricchezza. Inoltre è empiricamente dimostrato che i soggetti economici suddividono il denaro in differenti *budget* (nel caso del reddito, esso viene ad esempio diviso per fonti), violando così il principio di fungibilità del denaro. Inoltre si tende a chiudere i conti mentali in momenti che non

²³² R. Thaler, Mental Accounting and Consumer Choice, *Marketing Science*, 1985, 4 (3), pp. 199–214.

necessariamente rispondono a logica e ad avere una maggior propensione a spendere somme provenienti da eventi occasionali. E' per questi motivi, ad esempio, che il giocatore d'azzardo, a seguito di una vincita, è maggiormente spinto a spendere il denaro vinto, nonostante le numerose perdite subite in precedenza, in quanto nella sua mente egli ha chiuso il periodo "in utile" (si parla in questo caso di *house money effect*, o denaro del banco).

- incoerenza dinamica (*dynamic inconsistency*): a differenza di quanto prescritto dalla teoria classica, le preferenze degli individui non sono costanti, ma variano al mutare dell'orizzonte temporale considerato. E' per questo, ad esempio, che di fronte a prospettive di guadagno future, si tende a preferire l'alternativa più vicina nel tempo rispetto al presente fintantoché l'orizzonte temporale è di breve termine (ad esempio tra ricevere 100 euro oggi e 101 euro domani la scelta ricadrebbe su oggi) e a preferire invece l'alternativa più lontana al crescere dell'intervallo tra scelta e realizzazione del guadagno (così tra ricevere 100 euro tra 60 giorni e 101 tra 61 giorni, si preferirebbe la seconda opzione).

A tutte le euristiche mostrate in precedenza, e gli errori cognitivi ad esse associate, si aggiunge la *bias* dell'ipersicurezza o *overconfidence*²³³, che consiste nel sopravvalutare le proprie capacità previsionali e nel sottovalutare i rischi connessi ad una certa decisione. Più precisamente l'*overconfidence* può concretarsi nel sottostimare la variabilità di un evento (c.d. *miscalibration*) o nel ritenersi migliori della media (*better than average effect*).

Il verificarsi di un evento favorevole scatena una reazione detta "distorsione da autoattribuzione" in base alla quale si tende ad attribuire a sé stessi il merito del risultato positivo, senza considerare le altre variabili probabilmente più determinanti, con la conseguenza di assumere rischi maggiori in seguito. Tale fenomeno ha l'effetto di rafforzare l'*overconfidence* e riguarda sia l'investitore neofita, che è portato a sopravvalutare i primi risultati positivi dei propri investimenti, sia quello esperto, che ha un'eccessiva fiducia nei modelli da lui adottati.

Associato all'*overconfidence* è anche il fenomeno dell'ottimismo, inteso come tendenza a sovrastimare i risultati previsti di un investimento.

²³³ Cfr. B. Fischhoff, P. Slovic e S. Lichtenstein, *Knowing With Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence*, in *Journal of Experimental Psychology: Human Perceptions and Performance*, 1977, 3, pp. 552 e ss.

Anche successivamente al momento in cui la decisione è stata presa, possono subentrare errori cognitivi. Ne sono esempi la dissonanza cognitiva (o *confirmation bias*), ossia la tendenza a vedere solo conferme alle proprie convinzioni e a rifiutare le prove che le contraddicono²³⁴; l'effetto "senno di poi" (*hindsight effect*), che consiste nell'interpretare i fatti verificatisi come il risultato predeterminato di una serie ordinata di eventi; l'effetto dotazione (*endowment effect*), che fa sì che il valore attribuito ad un bene sia maggiore nel caso in cui esso è già in nostro possesso mentre è inferiore se ancora non lo possediamo.²³⁵

Infine, nelle decisioni finanziarie giocano un ruolo predominante anche fattori legati alla sfera emotiva come il rimpianto (*regret*) che, essendo maggiore quando riguarda la commissione di un errore piuttosto che il non aver agito, può condurre all'inerzia.

I risultati contenuti nel Report della Consob sulle decisioni d'investimento delle famiglie italiane sono coerenti con gli assunti della finanza comportamentale. Nel 2016²³⁶, una quota non trascurabile degli intervistati non attuava una corretta diversificazione del proprio portafoglio di investimenti in termini di rischio, preferendo invece investire piccole somme in una sola attività finanziaria (*small-portfolio bias*, riscontrato nel 20% del campione), oppure acquistare solo titoli ben noti (*overconfidence in private information*, riscontrata nel 18% del campione), o ancora investire solo in pochi titoli a causa della difficoltà nel gestire un eccesso di informazioni (*information overload*, riferito dal 10% degli intervistati).

Diversamente da quel che si potrebbe ragionevolmente pensare, la *financial literacy* non è necessariamente una garanzia di protezione dal rischio di *overconfidence*.²³⁷ Nel

²³⁴ La teoria del *confirmation bias* venne introdotta per la prima volta dallo psicologo P.C. Wason, anche attraverso un esperimento al quale egli sottopose i propri studenti e poi pubblicato nel 1960. Per un approfondimento si vedano: P. C. Wason, The processing of positive and negative information, in *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 1959, 11, pp. 92-107; P.C. Wason, On the failure to eliminate hypotheses in a conceptual task, in *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 1960, 12, pp. 129-140.

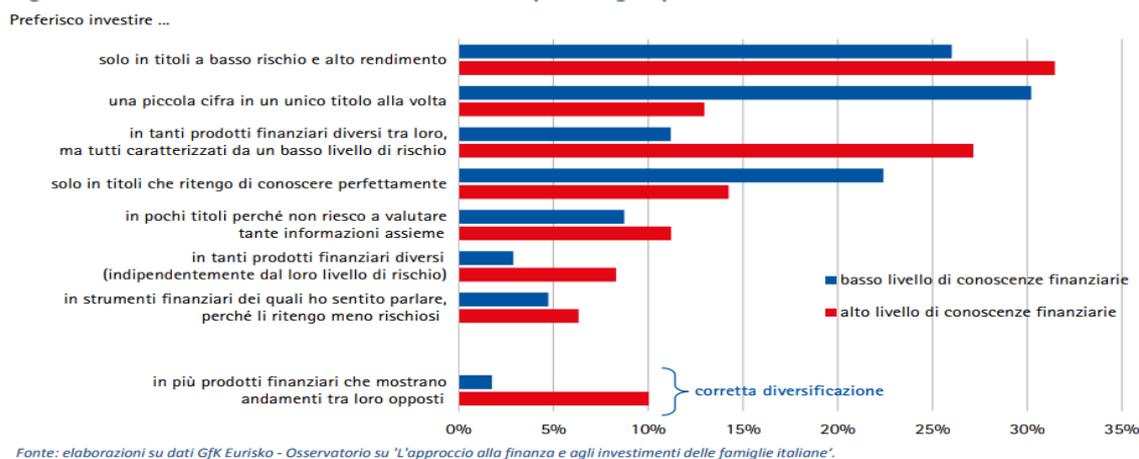
²³⁵ Si veda D. Kahneman, J.L. Knetsch, e R.H. Thaler, Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias, in *Journal of Economic Perspectives*, 1990, 5, pp. 193-206. In questo articolo gli autori presentano i risultati di un esperimento in cui è stato eliminato il possibile influsso del valore affettivo attribuito ai beni oggetto di valutazione.

²³⁶ Si veda Consob, (a cura di) N. Linciano, M. Gentile, P. Soccorso, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, 2016, reperibile al seguente link: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rf2016.pdf/7c692258-be1b-4971-b2ec-1a7e77bc26da>

²³⁷ I risultati della relazione tra conoscenza finanziaria e ipersicurezza non sono univoci. Alcuni studi hanno rilevato una correlazione positiva tra *financial literacy* e *overconfidence*: A.A. Hung, J.K. Yoong, *Asking for help: Survey and experimental evidence on financial advice and behavior change*, RAND Center for

sondaggio del 2016 sono stati in maggioranza i più *financially literate* a commettere errori in tema di rapporto rischio-rendimento e di diversificazione, dichiarando di preferire una combinazione basso rischio-alto rendimento e l'acquisto di numerosi prodotti a basso rischio.

Figura 14: Attitudine verso la diversificazione del portafoglio per livello di conoscenze finanziarie



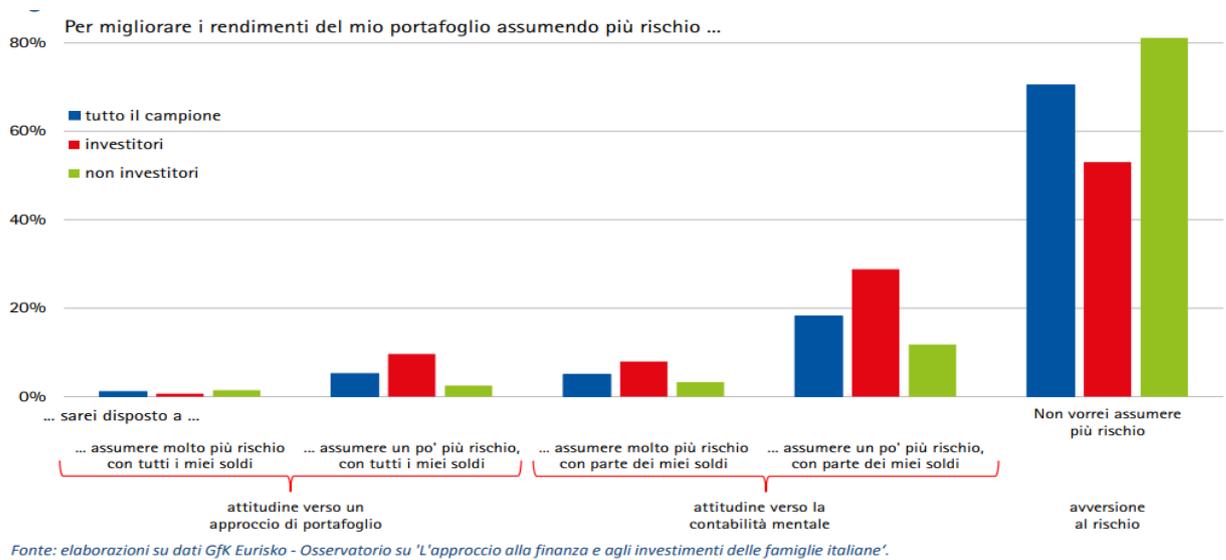
Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2016

Un altro dato emerso nel sondaggio del 2016 è che solo il 6% degli intervistati afferma di applicare un approccio di portafoglio ai propri investimenti, contro il 23% che si affida alla propria contabilità mentale. Ciò vale maggiormente per i più anziani, i più istruiti e i più abbienti.

Labor and Population, Working Paper, 2010; M.M. Kramer, *Financial literacy, overconfidence and advice seeking*, EFMA working paper, 2014.

Altri invece hanno evidenziato una diminuzione dell'*overconfidence* all'aumentare delle competenze finanziarie: B. Tekçe, N. Yilmaza, R. Bildikb (2016), What factors affect behavioral biases?: Evidence from Turkish individual stock investors, in *Research in International Business and Finance*, 37, May 2016, pp. 515–526.

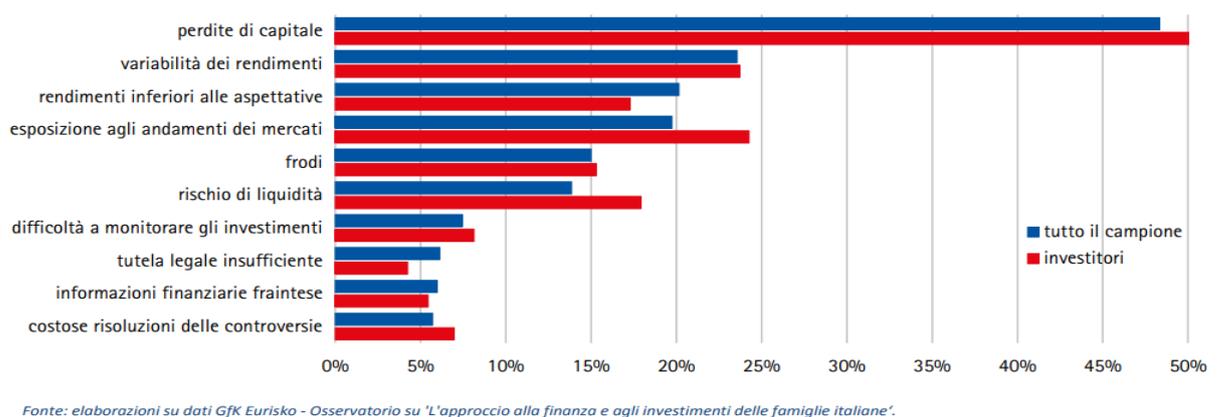
Figura 15: Attitudine verso la contabilità mentale



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2016

A seconda del livello di conoscenze finanziarie, inoltre, varia la dimensione di rischio percepita come più rilevante. Individui con minori conoscenze considerano maggiormente il rischio di non comprendere le informazioni ricevute e di ricevere una tutela legale insufficiente, individui più *literate* danno maggiore enfasi ai trend di mercato e al rischio di liquidità.

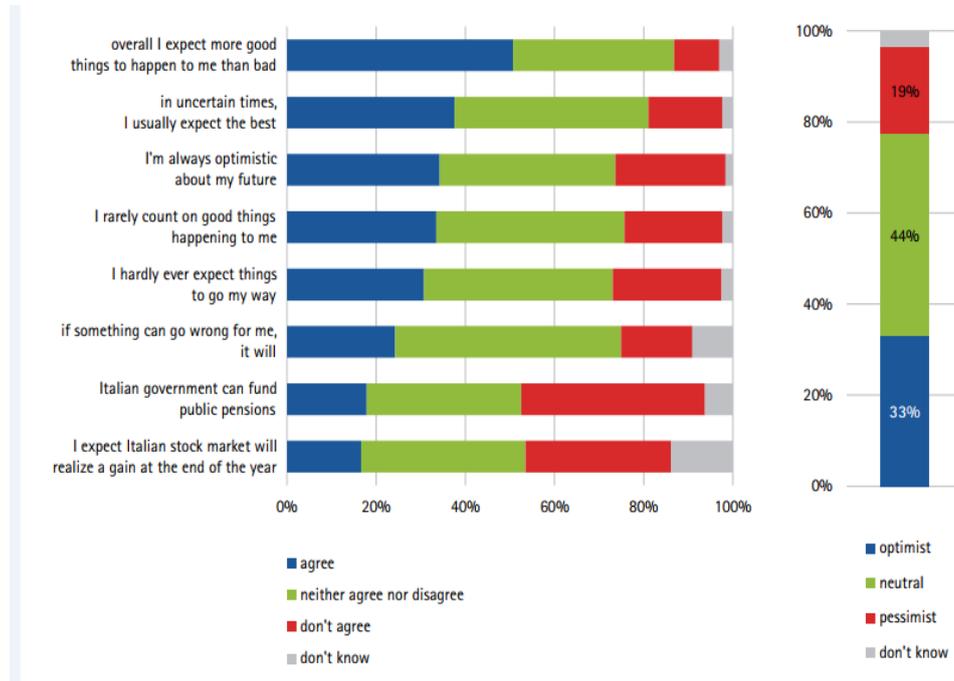
Figura 16: Dimensione del rischio finanziario percepito



Oltre alle *bias* comportamentali appena descritte, nel 2017 sono state inoltre riscontrate le seguenti euristiche:

- ottimismo: il 33% degli intervistati mostra la tendenza a fare previsioni al di sopra della media sia in ambito strettamente personale sia (in misura inferiore) in ambito finanziario;

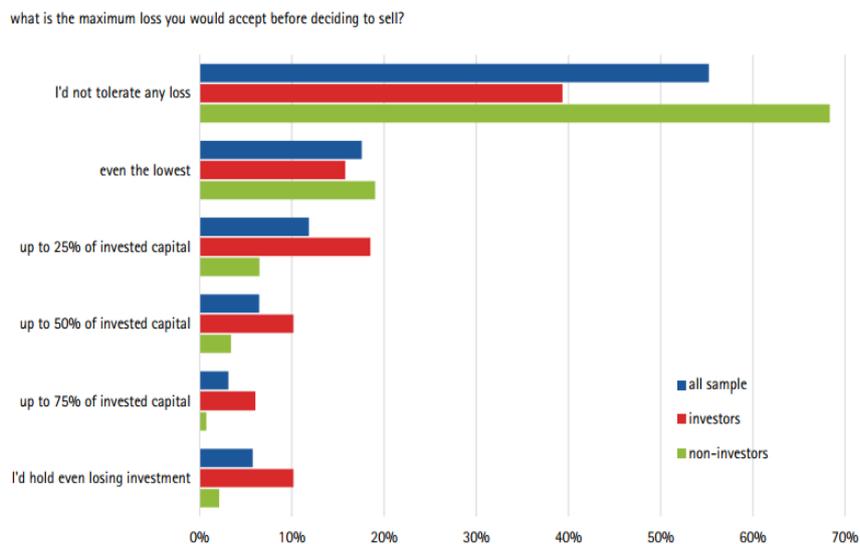
Figura 17: Ottimismo



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

- *loss aversion*: nel 55% dei casi, gli intervistati dichiarano di non essere disposti ad investire in alcuno strumento che possa provocare una perdita. Questa tendenza scende al 39% nel caso degli investitori;

Figura 18: Avversione alle perdite

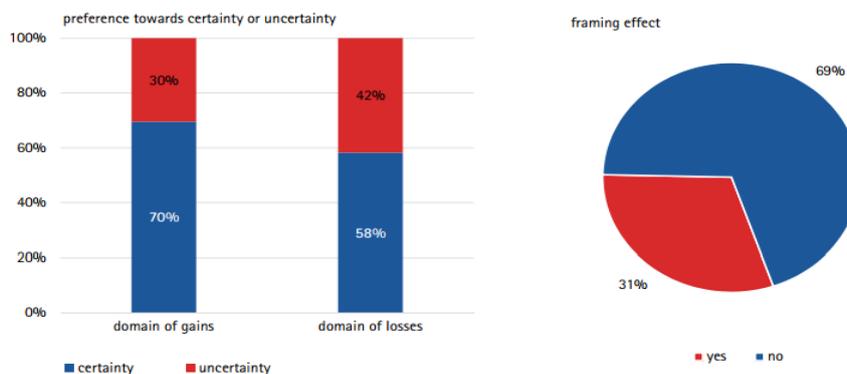


Source: calculations on GfK Eurisko data - Observatory on 'The approach to finance and investments of Italian households'.

Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

- *framing effect*, con riferimento alle modalità di presentazione delle informazioni finanziarie, che colpisce il 31% degli intervistati. Un terzo degli intervistati mostra un'inversione nelle preferenze sul rischio, mostrando un'avversione al rischio quando la scelta è "inquadrata" positivamente, e una propensione al rischio quando le opzioni sono presentate in modo negativo.²³⁸

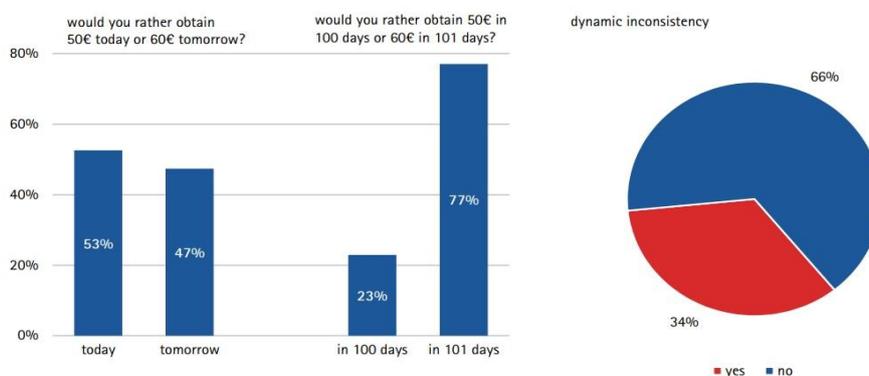
Figura 19: Effetto *framing*



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

- *dynamic inconsistency*, ossia instabilità delle preferenze al variare dell'orizzonte temporale considerato (34% del campione).

Figura 20: Incoerenza dinamica delle preferenze



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

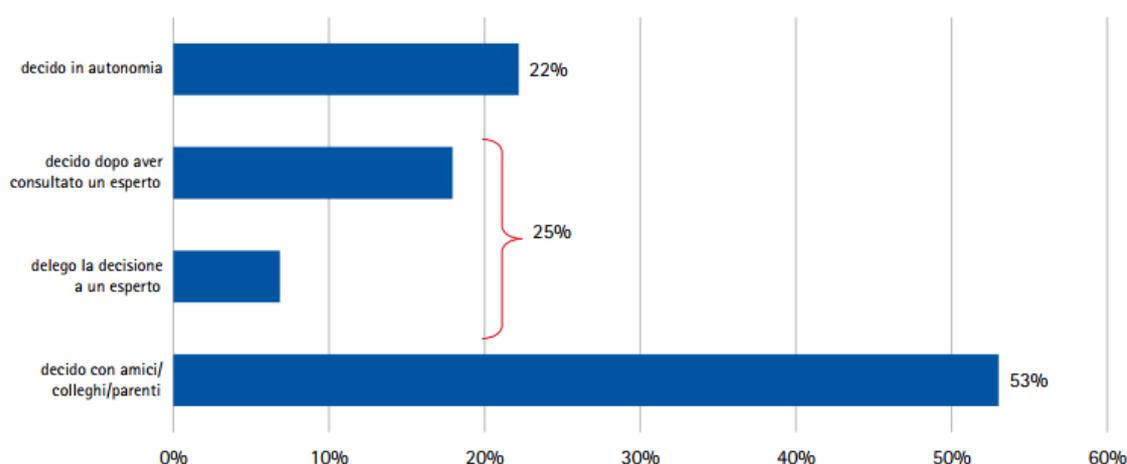
²³⁸ L'inquadramento positivo (dominio dei guadagni) è stato presentato nella domanda: "Immagina di avere investito €600 e che tu possa subire una perdita. due opzioni alternative sono disponibili per recuperare almeno una frazione del tuo capitale investito. Se scegli l'opzione A ottieni €200 con certezza mentre se scegli l'opzione B ricevi €600 in un caso su tre e €0 in due casi su tre (incertezza). Quale opzione preferiresti?". L'inquadramento negativo (dominio delle perdite) è stato presentato nella domanda: "Immagina di avere investito €600 e che tu possa subire una perdita. due opzioni alternative sono disponibili per recuperare almeno una frazione del tuo capitale investito. Se scegli l'opzione A perdi €400 con certezza mentre se scegli l'opzione B non perdi nulla in un caso su tre o €600 in due casi su tre. Quale opzione preferiresti?" Cfr. Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017, cit., p. 25.

3.3. LA DOMANDA DI CONSULENZA

Dopo aver fornito un quadro generale sul livello di conoscenza finanziaria in Italia e sulle principali *bias* da cui sono affetti gli investitori nel nostro paese, in questa sezione analizzeremo dapprima qual è l'atteggiamento degli investitori nei confronti della consulenza finanziaria e se questa può davvero rappresentare, da una parte, un sufficiente controbilanciamento alla diffusa *financial illiteracy* e, dall'altra, un rimedio alle distorsioni comportamentali legate, in particolare, all'*overconfidence*.

Quanto al primo punto, dal noto rapporto della Consob del 2017 si scopre che oltre la metà degli italiani, prima di prendere decisioni d'investimento, si affida al consiglio di parenti, amici e colleghi, e che solamente un quarto di essi si avvale della consulenza di un esperto.

Figura 21: Stili decisionali



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'.

Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

In riferimento al secondo punto, ossia il rapporto tra livello di conoscenze finanziarie, *overconfidence* e domanda di consulenza²³⁹, emerge che quest'ultima è

²³⁹ Tali relazioni sono state indagate, sulla base di studi precedenti e delle evidenze empiriche raccolte nel citato rapporto Consob del 2016, in N. Linciano, M. Gentile, P. Soccorso, Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market, in *Quaderni di Finanza*, Consob, 2006, n. 83.

positivamente correlata con il livello di *financial literacy*²⁴⁰ e negativamente associata all'*overconfidence*²⁴¹.

Quanto ai tipi di servizio di consulenza più diffusi tra gli investitori, i dati mostrano una maggiore diffusione della consulenza di tipo ristretto (38% del campione) e di tipo avanzato (35%), e assegnano alla consulenza indipendente una posizione ancora marginale, con solo il 7% degli intervistati che dichiarano di riceverla.²⁴²

Quanto alla “*proactivity*” dei consulenti - ossia la frequenza con la quale essi contattano e consigliano i propri clienti - e alla personalizzazione della raccomandazione fornita²⁴³, emerge che solo un terzo degli intervistati riceve una consulenza di tipo MiFID, con alta proattività del consulente e raccomandazioni personalizzate, contro oltre il 30% degli intervistati che dichiara di ricevere unicamente consulenza passiva, ossia senza alcuna iniziativa da parte del consulente.

²⁴⁰ Così, tra gli altri, K. Bachman, T. Hens, *Investment competence and advice seeking*, Working Paper, 2014; R. Calcagno, C. Monticone, Financial literacy and the demand for financial advice, in *Journal of Banking and Finance*, 2013, 50, pp. 363–380.

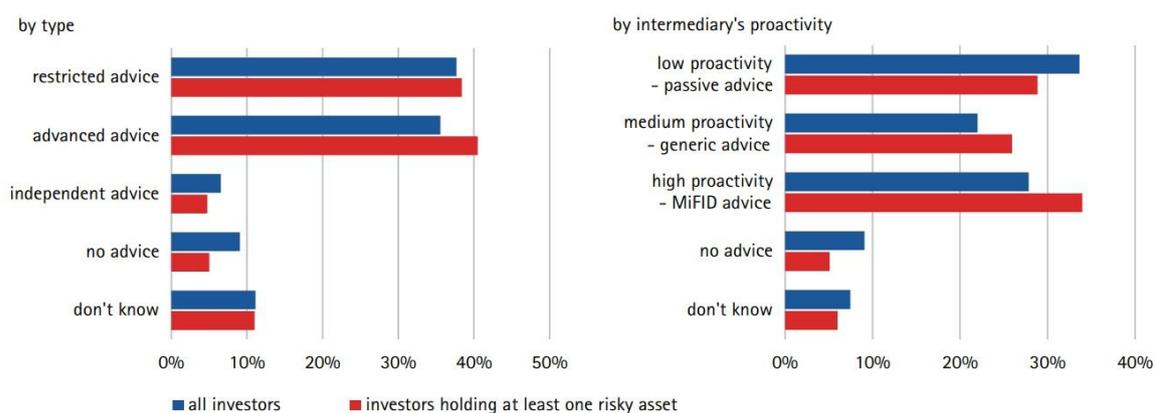
Conclusioni di senso opposto si trovano in A.A. Hung, J.K. Yoong, *Asking for help: Survey and experimental evidence on financial advice and behavior change*, cit.; R. Disney, J. Gathergood, J. Weber, *Credit counseling: A substitute for consumer financial literacy?*, IFS Working Paper W14/32, 2014.

²⁴¹ Cfr. R. Calcagno, C. Monticone, Financial literacy and the demand for financial advice, cit.; M. Van Rooij, A. Lusardi, R. Alessie, Financial literacy and stock market participation, in *Journal of Financial Economics*, 2007, 191, pp. 449–472.

²⁴² Nel rapporto Consob, la consulenza è definita come “indipendente” quando il consulente prende in considerazione una congrua gamma di strumenti finanziari sufficientemente diversificati ed è remunerato unicamente dall’investitore a cui è fornita la consulenza; “ristretta” quando la raccomandazione è basata su un numero limitato di strumenti; “avanzata” (nel senso della MiFID, si potrebbe dire “a valore aggiunto”) quando il consulente considera un’ampia gamma di prodotti e fornisce al cliente una valutazione periodica di adeguatezza.

²⁴³ Il livello di *proactivity* del consulente è stato classificato in base alla frequenza con la quale gli intervistati sono stati contattati nei 12 mesi precedenti il sondaggio nonché in base al tipo di raccomandazione ricevuta. Nel caso di “*high proactivity*”, essi sono stati contattati dal proprio consulente ed hanno ricevuto almeno una raccomandazione personalizzata nel senso di MiFID; nel caso di “*medium proactivity*”, il consulente ha contattato il cliente, fornendogli però solo raccomandazioni generiche (*generic advice*); nel caso di “*low proactivity*” non vi è stato alcun contatto da parte del consulente, per cui tale tipologia di consulenza si configura come passiva.

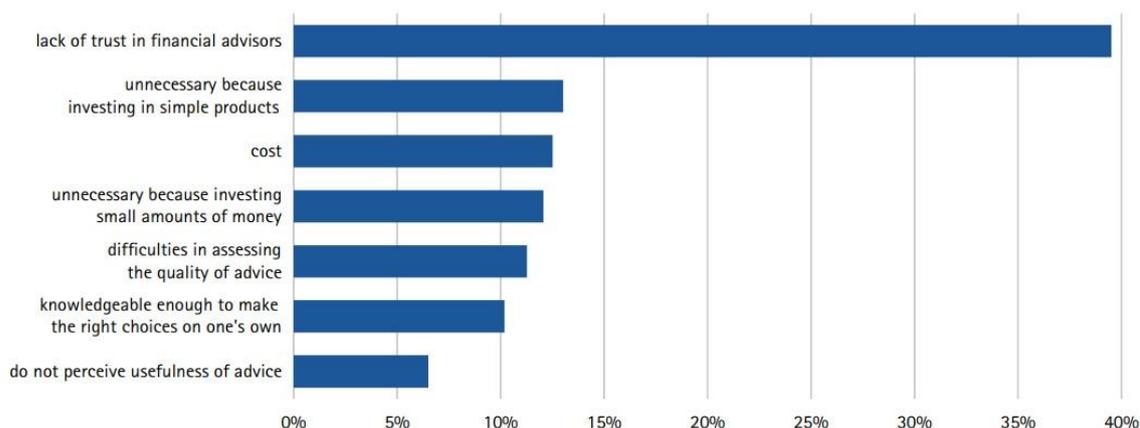
Figura 22: Disseminazione dei servizi di consulenza tra gli investitori



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

Dallo studio dei dati è possibile osservare un interessante raffronto tra i fattori che trattengono l'investitore dal rivolgersi al consulente e quelli che invece lo incoraggiano a farlo. Quanto alla prima tipologia di variabili, il 40% degli intervistati pone al primo posto la mancanza di fiducia nel consulente, seguita ad una certa distanza da altre motivazioni tra cui si evidenziano il costo e la difficoltà di valutare la qualità della consulenza.

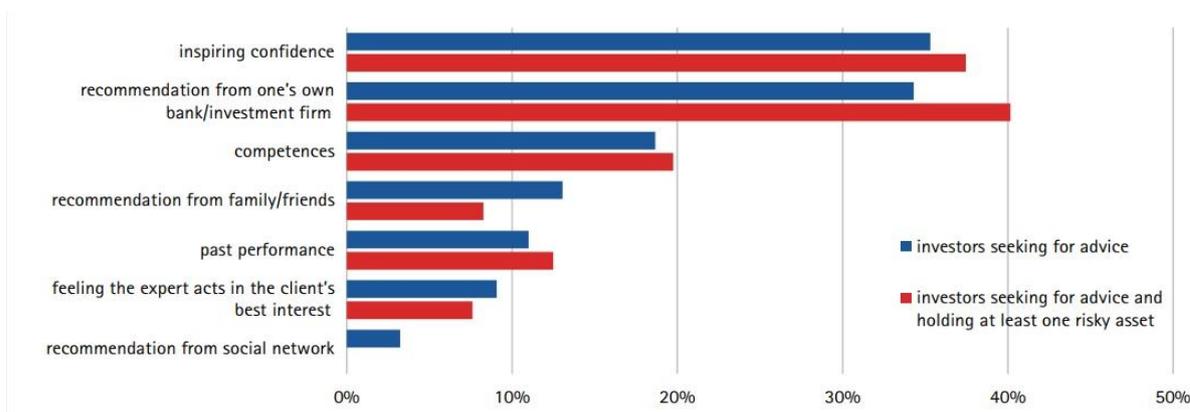
Figura 23: I fattori che ostacolano la domanda di consulenza



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

Coerentemente, tra i fattori che spingono i risparmiatori ad affidarsi ad un determinato consulente spiccano la sua capacità di ispirare fiducia per via della propria professionalità oppure in quanto membri della banca o impresa di investimento di fiducia del cliente.

Figura 24: I fattori che incoraggiano la domanda di consulenza



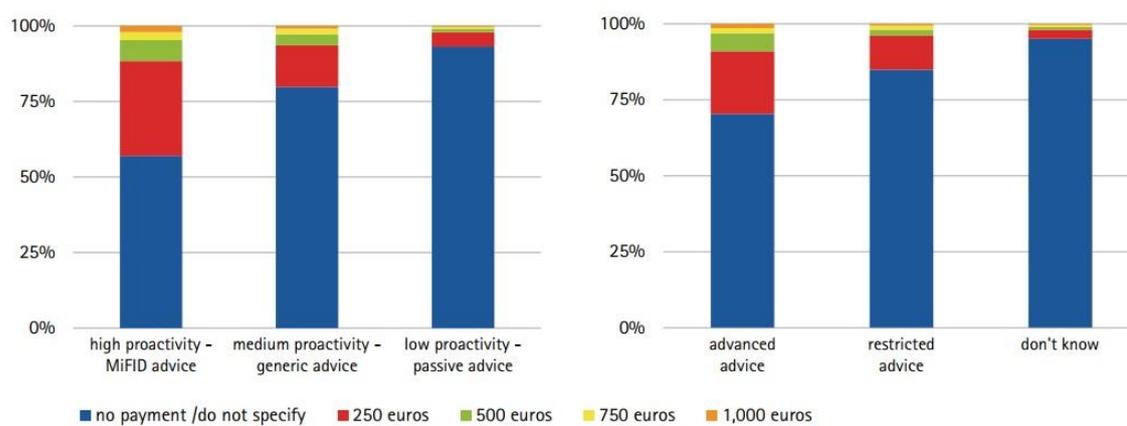
Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

E' di tutta evidenza il ruolo rivestito dalla fiducia nell'incentivare (o disincentivare) la domanda di consulenza, dato che essa si configura essenzialmente come un servizio basato sulla relazione personale tra cliente e consulente.²⁴⁴

Con riferimento alla disponibilità a pagare per ottenere il servizio di consulenza, i risultati sono compositi in quanto si differenziano in base al tipo di consulenza considerata. Mentre la quasi totalità degli intervistati non sarebbe disposta a pagare alcuna somma per un servizio di consulenza di tipo passivo - con bassa frequenza di contatti di iniziativa del consulente - se si passa alla consulenza a valore aggiunto di tipo MiFID, circa il 40% del campione si dichiara disposto a pagare una somma che varia dalle 250 (circa il 30% degli intervistati) alle 1.000 euro (ma in minima parte).

²⁴⁴ Sul ruolo della fiducia nella consulenza finanziaria, si segnala una recente indagine condotta da un gruppo di ricerca del CERM (Centro per la Ricerca Sperimentale in Management ed Economia) dell'Università Ca' Foscari di Venezia nel 2016, dalla quale emerge che la decisione di affidare una parte consistente del proprio patrimonio ad un consulente dipende in misura maggiore da variabili relazionali - come l'empatia, la coerenza e la coscienziosità, il saper essere un "filtro emotivo" e il dedicare tempo al cliente attraverso incontri frequenti e informali - rispetto alle sole performance promesse o ottenute dagli investimenti. Cfr. C. Cruciani, G. Gardenal, U. Rigoni, Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica, *Bancaria*, 2018. in corso di pubblicazione.

Figura 25: Disponibilità a pagare per il servizio di consulenza



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

CAPITOLO QUARTO

CONSULENZA MIFID II

E TUTELA DELL'INVESTITORE: UN'ANALISI CRITICA

Alla luce delle evidenze discusse nel precedente paragrafo, in questo formuliamo alcuni quesiti sulla reale capacità delle norme relative al servizio di consulenza finanziaria dettate da MiFID II di tutelare efficacemente l'investitore *retail* che, come abbiamo visto, ha una scarsa conoscenza finanziaria ed è affetto da errori cognitivi e distorsioni comportamentali.

In questo capitolo ci proponiamo dunque di analizzare in modo critico il tema della consulenza finanziaria introdotta da MiFID II, sottoponendo al lettore alcuni quesiti sulla reale validità di alcune previsioni e sulla traducibilità della consulenza di qualità superiore (sia essa indipendente o non indipendente) in termini di un'accresciuta tutela dell'investitore *retail* e, di qui, di una maggiore fiducia di questi negli operatori e nei mercati finanziari.

4.1. LE MAGGIORI CRITICITÀ DELLA NUOVA DISCIPLINA DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

4.1.1. Un problema innanzitutto terminologico: l'albo unico e la confusione ingenerata dall'abuso del termine "consulente".

La prima criticità che riteniamo di sottolineare è l'eliminazione della distinzione terminologica tra promotori finanziari e consulenti finanziari indipendenti dagli intermediari. MiFID II ha ribattezzato i primi "consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede" e i secondi "consulenti finanziari autonomi". La scelta del legislatore andrebbe secondo alcuni²⁴⁵ interpretata nel senso di voler attribuire pari dignità al servizio di consulenza di tipo strumentale offerta dagli intermediari tramite gli ex promotori alla luce dell'aumentata qualità garantita dalle nuove stringenti regole relative a competenze,

²⁴⁵ Sul punto, si veda: Di Ciommo, La consulenza finanziaria alla luce della MiFID II: profili giuridici, cit., p. 48.

trasparenza e correttezza. Di certo il servizio che essi prestano è diverso per quanto riguarda sia il tipo di consulenza prestata, nello specifico l'ampiezza della gamma di strumenti considerati, sia lo spettro dei servizi finanziari che i due soggetti possono offrire. Mentre i consulenti finanziari autonomi possono erogare unicamente il servizio di consulenza senza detenere somme di denaro dei clienti, gli ex promotori hanno la possibilità di offrire, congiuntamente a quello di consulenza, tutti i servizi di investimento di cui al novellato art. 5 del TUF, tra cui promozione e collocamento di prodotti finanziari, esecuzione di ordini e gestione di portafogli.

Non è da escludere che l'investitore *retail*, solitamente legato al proprio intermediario creditizio, avrà qualche difficoltà ad apprezzare le differenze tra le due figure professionali stante il medesimo nome che è stato ad esse attribuito nonché l'iscrizione delle stesse al medesimo albo professionale.

In merito a quest'ultimo punto, strettamente connesso con la questione terminologica, si ritiene sarebbe stata più auspicabile la creazione di uno specifico albo per gli indipendenti (ora autonomi).

4.1.2. L'efficacia dei questionari standardizzati nella valutazione di adeguatezza: target market teorico e target market effettivo

Uno dei momenti fondamentali della consulenza è notoriamente quello della valutazione di adeguatezza degli investimenti oggetto di raccomandazione rispetto al profilo di rischio ed altre caratteristiche personali dell'investitore. Come accennato nel secondo capitolo, nella quasi totalità dei casi, la raccolta delle informazioni da parte del cliente viene effettuata mediante la somministrazione di un questionario standardizzato, nel quale vengono rivolte al cliente domande sulla sua situazione lavorativa, sulla sua situazione finanziaria per valutare in particolare la sua tolleranza a subire perdite (rischio oggettivo), sulle proprie conoscenze dei principali concetti finanziari come relazione rischio-rendimento e diversificazione e infine sulla sua personale propensione al rischio (rischio soggettivo). Come ricordato, in mancanza di tali informazioni l'intermediario ha il divieto di procedere a fornire la raccomandazione al cliente, ai sensi dell'art. 54 par. 8 del Regolamento delegato MiFID II²⁴⁶.

²⁴⁶ Regolamento delegato 2017/565/UE del 25 aprile 2016

Si ricorda inoltre che i consulenti finanziari di qualunque tipo sono tenuti a rilasciare, per ogni consulenza prestata, un *suitability report* che contenga i dettagli della raccomandazione fornita e i motivi per cui essa è stata ritenuta adeguata al cliente. Come chiarito dall'ESMA in un *Questions & Answers* dedicato, tra le altre cose, alla valutazione di adeguatezza²⁴⁷, tale *report* deve essere rilasciato al cliente prima dell'esecuzione dell'ordine, anche qualora alla raccomandazione non faccia seguito alcun investimento e anche quando la raccomandazione consiste in un consiglio di non comprare (*not to buy*).

Il problema che si vuole porre in relazione all'utilizzo del questionario è se esso, così come è formulato oggi nella pratica di ciascun istituto creditizio o impresa d'investimento, sia davvero in grado di cogliere le informazioni che mira ad ottenere dal cliente. Le ricerche empiriche condotte su questo aspetto, sebbene non numerose né recenti, sono concordi nel riconoscere ampi margini di miglioramento data la vulnerabilità del questionario agli errori cognitivi ed alle distorsioni comportamentali dei clienti,²⁴⁸ di cui si è ampiamente discusso nelle pagine precedenti. In particolare, come sottolineato dall'ESMA nelle sue "Linee guida su alcuni aspetti della valutazione di adeguatezza"²⁴⁹, le domande dovrebbero essere formulate in modo da tenere in considerazione le possibili *bias* cognitive e comportamentali degli investitori ed il questionario stesso dovrebbe essere *unbiased*, ossia contenere domande in modo tale da rendere le risposte inaffidabili. Nello specifico l'ESMA suggerisce di controbilanciare l'autovalutazione attraverso criteri oggettivi, quali ad esempio: "a) invece di chiedere al cliente se ritiene di avere esperienza sufficiente per investire in determinati strumenti, l'impresa potrebbe chiedergli con quali tipi di strumento ha familiarità; b) invece di chiedere ai clienti se essi ritengono di avere fondi sufficienti per investire, l'impresa potrebbe chiedere informazioni concrete sulla loro situazione finanziaria; c) invece di chiedere se il cliente si sente a suo agio ad assumere rischi, l'impresa potrebbe chiedere quale livello di perdita su un dato orizzonte temporale il cliente sarebbe disposto ad accettare, sul singolo investimento o sull'intero portafoglio."²⁵⁰

²⁴⁷ Cfr. ESMA, *Q&As: On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, ESMA 35-43-349, del 18 dicembre 2017.

²⁴⁸ Si vedano, tra gli altri, P. Bouchey, *Questionnaire quest: New research shows that standard questionnaires designed to reveal investors' risk tolerance levels are often flawed or misleading*, in *Financial Planning*, July 1, 2004, 1; A. De Palma and N. Picard, *Evaluation of MiFID Questionnaires in France*, Study for the AMF, 2010; N. Marinelli and C. Mazzoli, "Profiling investors with the MiFID: current practices and future perspectives", Research paper for Ascocim, 2010.

²⁴⁹ Cfr. ESMA, *Consultation Paper Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA 35-43-748 del 13 luglio 2017.

²⁵⁰ Cfr. *Ibidem*, p. 9 e ss. Traduzione del candidato.

In un *discussion paper* della Consob del 2012,²⁵¹ dedicato proprio alla valutazione della tolleranza al rischio attraverso i questionari MiFID I, si è mostrata innanzitutto la discrepanza tra le indicazioni della letteratura di finanza comportamentale e le indicazioni della MiFID I. Gli autori hanno inoltre analizzato un campione 20 questionari, esaminandone contenuti, attendibilità, strutturazione e modalità di somministrazione ai clienti. Tali informazioni sono state raccolte attraverso un'intervista elaborata da Consob e somministrata agli intermediari coinvolti nella ricerca.²⁵²

Le seguenti tabelle riassumono alcune evidenze emerse nella ricerca.

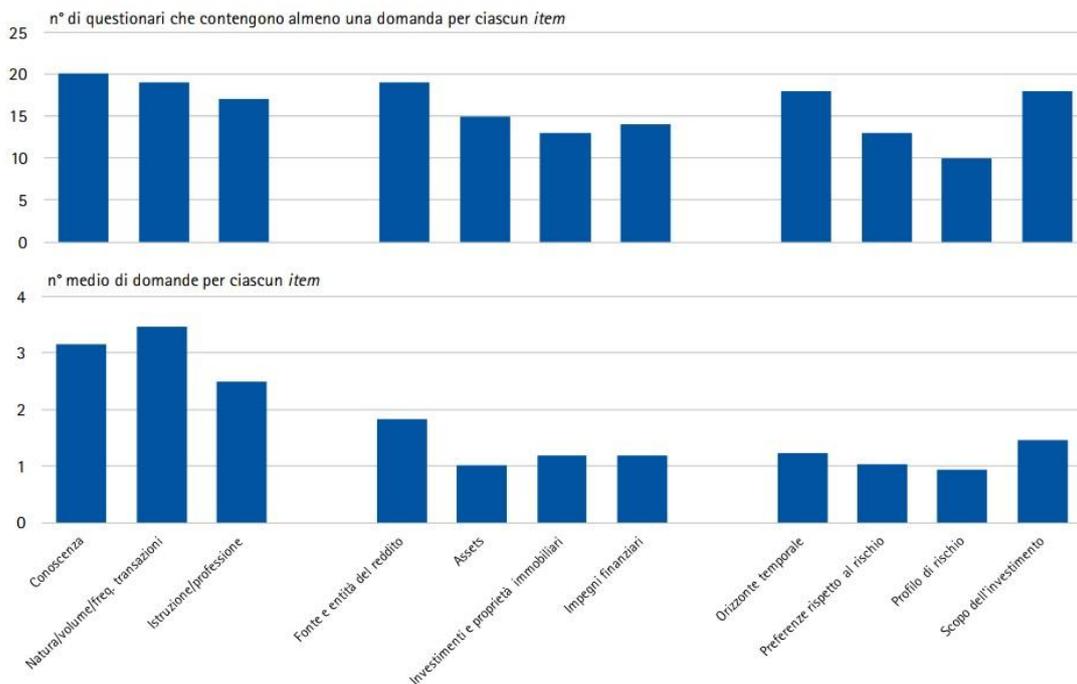
Tabella 2: Le indicazioni della MiFID e della letteratura a confronto (dati 2011)

MiFID		Letteratura	
Items	Variabili	Items	Variabili
		caratteristiche socio-demografiche	genere età stato civile stato di famiglia e previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico
esperienze e conoscenze	professione istruzione natura, volume, frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza	esperienze e conoscenze	professione istruzione esperienza precedente in materia di investimento esiti delle scelte d'investimento precedenti (positivo / negativo) conoscenza dei prodotti finanziari conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari trade off rischio-rendimento dimensioni del rischio (credito/mercato/cambio) diversificazione di portafoglio percezione delle probabilità overconfidence e ottimismo
situazione finanziaria	investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide fonte ed entità del reddito regolare impegni finanziari regolari	situazione finanziaria	investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide fonte ed entità del reddito regolare impegni finanziari regolari altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari)
obiettivi d'investimento	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento finalità dell'investimento preferenze in materia di rischio profilo di rischio	obiettivi d'investimento	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento preferenze verso il tempo (tasso di sconto/grado di impazienza) esigenze di liquidità finalità dell'investimento ammontare (in rapporto alla ricchezza/reddito) atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo) capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo) aversione alle perdite
		tolleranza al rischio	

²⁵¹ N. Linciano e P. Soccorso, *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Consob Discussion Paper, 4, 2012.

²⁵² L'intervista Consob conteneva 10 domande che chiedevano agli intermediari se vi fossero: 1) il coinvolgimento di figure professionali specifiche (ad esempio, esperti della comunicazione, psicologi, economisti, statistici, etc.) nell'elaborazione del questionario; 2) la verifica *ex-post* della bontà del questionario; 3) la differenziazione dei questionari per tipologia di clientela; 4) l'esistenza di una procedura sulle modalità di somministrazione del questionario e, in caso affermativo, le sue caratteristiche essenziali; 5) la previsione di una formazione specifica per i funzionari che somministrano i questionari; 6) l'utilizzo di una procedura informatica che preveda criteri di non logicità (incongruenze) nelle risposte fornite dai clienti; 7) l'esistenza di una procedura per l'aggiornamento del profilo del cliente; 8) La previsione di limiti alla frequenza di aggiornamento della profilatura cliente tramite questionario da parte degli addetti commerciali della banca; 9) la possibilità per il cliente di modificare autonomamente il proprio profilo mediante risposte al questionario via home-banking 10) l'acquisizione di informazioni sulle preferenze/esigenze di liquidità del cliente all'interno del questionario.

Figura 25: Completezza rispetto agli *items* della Direttiva di secondo livello



Un altro aspetto interessante emerso dallo studio della Consob riguarda i profili linguistici e testuali delle domande. “[...] Solo due sui 20 questionari analizzati possono considerarsi sufficientemente chiari, efficaci e “validi” poiché utilizzano domande precise e identificano univocamente la grandezza da misurare; i restanti rilevano indistintamente attitudine al rischio, capacità di rischio, tolleranza al rischio e obiettivi d’investimento e sono carenti sul piano lessicale quanto a comprensibilità”.²⁵³

Le domande, in particolare quelle riguardanti la dimestichezza in materia di investimenti, sono spesso doppie (*barreled*) - in quanto si riferiscono a più temi contemporaneamente - o *leading* - in quanto suggeriscono la risposta stessa.

La formulazione delle domande può inoltre indurre il soggetto a migliorare la propria immagine, consapevolmente o inconsapevolmente, fornendo risposte false.

Altre potenziali *bias* del cliente sono la tendenza inconscia a rispondere positivamente alle domande dicotomiche (del tipo sì, no), a posizionarsi centralmente nelle scale per domande che prevedono alternative disposte in scala (c.d. acquiescenza o *central tendency*). Infine, viene rilevato l’utilizzo di termini imprecisi che possono dare adito a fraintendimenti o di termini tecnici di difficile comprensione.

²⁵³ N. Linciano e P. Soccorso, *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, cit., p. 45.

In conclusione riteniamo che il questionario sia uno strumento adatto ma che possa essere migliorato adoperando gli accorgimenti dettati dalla finanza comportamentale. Inoltre riteniamo che, quanto alla modalità di somministrazione, la strada da percorrere sia quella di incoraggiare il cliente a recarsi personalmente presso l'intermediario e a compilare il formulario con l'ausilio del consulente.

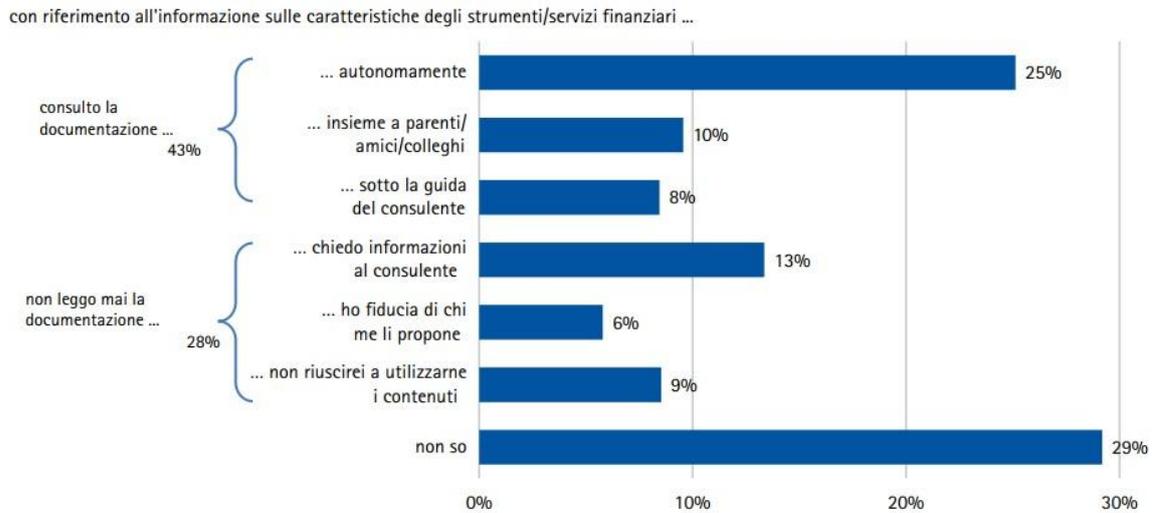
4.1.3. L'efficacia di prospetti, KIID e KID nell'assolvere l'obbligo di informativa pre-contrattuale.

Passando ora ad analizzare il flusso informativo che viaggia nella direzione opposta rispetto ai questionari MiFID, ossia dall'intermediario al cliente, ci chiediamo qui se i prospetti informativi standardizzati contenenti le caratteristiche dei vari prodotti finanziari cui si riferiscono rendano il cliente effettivamente in grado di valutare correttamente i costi ed i rischi ad essi associati.

Prima di illustrare le tendenze attuali e future della normativa europea e nazionale di riferimento, si ritiene utile evidenziare una criticità emersa nel citato *report* della Consob e che rileva ai fini della presente analisi, ossia la tendenza degli investitori italiani a non leggere attentamente (o affatto) la documentazione contenente le informazioni relative agli investimenti oggetto di valutazione o a quelli già realizzati. Infatti, il 28% degli intervistati dichiara di non leggere affatto la documentazione e, tra questi, meno della metà dichiara di affidarsi invece al consiglio del consulente. Tra gli intervistati che affermano di leggere la documentazione (43% degli intervistati), oltre la metà lo fa autonomamente, seguiti da un quarto che si affida ad amici e parenti e meno di un quinto che legge la documentazione sotto la guida di un consulente.

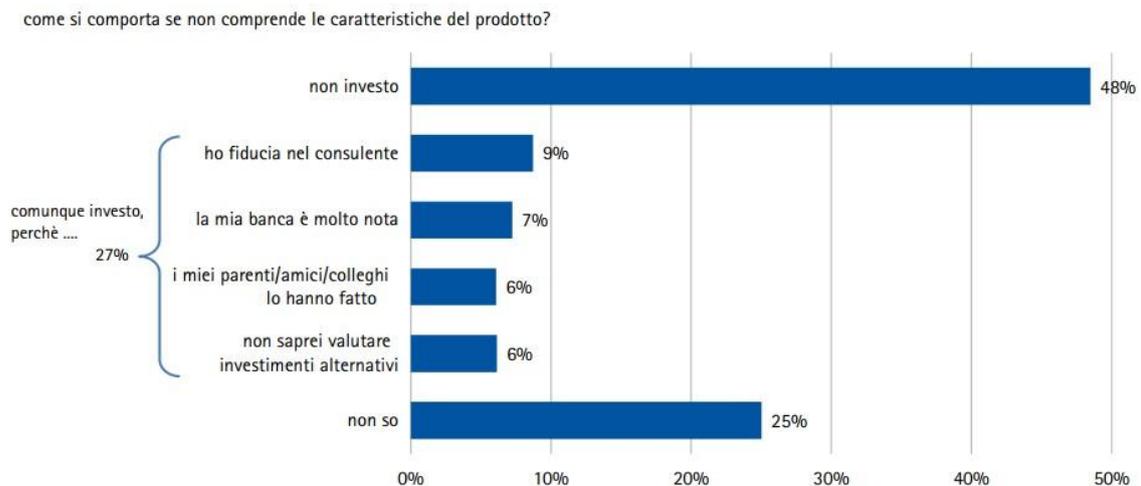
Nel caso in cui le caratteristiche del prodotto non vengano comprese, vuoi perché non si è letta la relativa documentazione, vuoi perché lo si è fatto privi della guida di un professionista, quasi la metà degli intervistati dichiara di rinunciare all'investimento e circa il 30% di investire comunque, per lo più sulla base della fiducia riposta nel consulente o nell'istituto di credito.

Figura 26: L'attitudine verso l'informativa finanziaria



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

Figura 27: Informativa e decisioni d'investimento



Fonte: Consob, *Report on financial investments of Italian households...*, 2017

Passando all'aspetto più strettamente giuridico, la normativa relativa all'informativa da pubblicare prima di un'offerta al pubblico di sottoscrizione o acquisto di strumenti finanziari prevista dal TUF prevede tre regimi differenti a seconda dello strumento considerato:

1. Se l'emissione ha ad oggetto "strumenti finanziari comunitari"²⁵⁴, gli intermediari hanno l'obbligo di fornire agli investitori, prima dell'emissione, un prospetto informativo in conformità agli schemi previsti dai regolamenti europei che disciplinano la materia.²⁵⁵ Il prospetto può essere redatto nella forma di un unico documento oppure (salvo il caso di titoli *non-equity*) di tre documenti distinti, che sono: un documento di registrazione, una nota informativa sugli strumenti offerti e una nota di sintesi. In entrambi i casi, nelle intenzioni del legislatore europeo, la principale fonte di informazioni sull'emittente e sullo strumento oggetto di offerta per gli investitori *retail* è la nota di sintesi. Tuttavia quest'ultima, diversamente da quel che potrebbe suggerire il nome, può occupare anche decine di pagine, il che ne rende meno agevole la lettura da parte del cliente.

2. Nel caso di offerta al pubblico di prodotti del risparmio gestito, vale a dire quote o azioni di OICR aperti, gli emittenti sono tenuti a conformarsi al dettato della c.d. direttiva UCITS IV²⁵⁶. Tale direttiva, il cui acronimo sta per *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities* (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari: OICVM), ha sostituito il precedente prospetto semplificato con il cosiddetto KIID (*Key Investor Information Document*). I KIIDs sono prospetti standardizzati contenenti le informazioni "chiave" sullo strumento emesso, e strutturati in modo da facilitare la comprensione della documentazione, attraverso l'uso di un linguaggio semplice (*plain language*²⁵⁷), per consentire agli investitori un più agevole confronto tra i prodotti offerti al pubblico. La forma e il

²⁵⁴ Ai sensi dell'art. 93-bis, comma 1, lett. a) TUF tra di essi rientrano "i valori mobiliari e le quote di OICR chiusi", ossia quegli strumenti rientranti sotto l'ambito di applicazione della c.d. Direttiva Prospetto (2003/71/CE). L'art. 1 comma 1-bis del TUF fa alcuni esempi di valori mobiliari: "a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure."

²⁵⁵ Si tratta del "Regolamento n. 809/2004/CE recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE [c.d. Direttiva Prospetto] del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari", come modificato e integrato dai Regolamenti Delegati n. 486/2012/UE e n. 862/2012/UE.

²⁵⁶ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

²⁵⁷ "Plain language is not just about avoiding jargon. It is about the writing and setting out of essential information in a way that gives a co-operative, motivated person a good chance of understanding it at first reading, and in the same sense that the writer meant it to be understood". Da M. Cutts, *Oxford Guide to Plain English*, Oxford University Press, 4th edition, September 15, 2013.

contenuto del KIID sono stabiliti a livello europeo attraverso un regolamento di secondo livello²⁵⁸ e una guida²⁵⁹ dell'ESMA (allora CESR). A differenza delle note di sintesi, i KIIDs possono avere una lunghezza massima di 2 pagine formato A4, devono essere obbligatoriamente consegnate al cliente e contengono informazioni coerenti con il prospetto esteso e suddivise in 5 sezioni intitolate rispettivamente: “Obiettivi e politica d’investimento”, “Profilo di rischio e di rendimento”, “Spese”, “Risultati ottenuti nel passato”, “Informazioni pratiche”.

3. Nel caso l’offerta al pubblico riguardi prodotti finanziari assicurativi, le informazioni da fornire al cliente nel relativo prospetto informativo, nonché il contenuto delle informazioni chiave prescritte, ricalcano sostanzialmente quelle previste per i fondi OICR aperti.²⁶⁰ Ai sensi dell’articolo 32 del Regolamento Emittenti²⁶¹, il prospetto d’offerta è costituito dalle seguenti sezioni: a) “Scheda sintetica”; b) Parte I – “Informazioni sull’investimento”; c) Parte II – “Illustrazione dei dati periodici di rischio/rendimento e costi effettivi dell’investimento”; d) Parte III – “Altre informazioni”. Il prospetto d’offerta ed il modulo di proposta sono redatti secondo gli schemi 5, 6 e 7 contenuti nell’Allegato 1B del medesimo regolamento Consob.

Un recente regolamento europeo²⁶², entrato in vigore assieme alla direttiva MiFID II il 1 gennaio 2018, e mirante a migliorare l’informativa fornita agli investitori in modo da aumentarne la tutela, prevede obblighi informativi *ad hoc* per un’ampia categoria di strumenti finanziari destinati alla clientela *retail*, denominati PRIIPs. Con questo acronimo si indicano:

²⁵⁸ Regolamento n. 583/2010/UE della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni chiave per gli investitori e le condizioni per la presentazione di tali informazioni o del prospetto su un supporto durevole diverso dalla carta o tramite un sito web.

²⁵⁹ Si tratta di *CESR’s guide to clear language and layout for the Key Investor Information document*, CESR/10-1320, 20 Dicembre 2010. Reperibile al seguente link:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_1320.pdf

²⁶⁰ Oggi il contenuto minimo di tali informazioni è indicato dall’art. 185 della Direttiva Solvency II.

²⁶¹ Adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.5.1999 e modificato l’ultima volta con delibera n. 20250 del 28.12.2017.

²⁶² Regolamento n. 1286/2014/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d’investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (*packaged retail and insurance-based investment products - PRIIPs*)

- investimenti in cui, “indipendentemente dalla forma giuridica dell’investimento stesso, l’importo dovuto all’investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell’esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall’investitore al dettaglio”²⁶³;
- prodotti assicurativi che presentano “una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato”²⁶⁴.

Il menzionato regolamento detta regole uniformi per quanto riguarda il documento contenente le informazioni chiave che è chiamato KID (*Key Information Document*). Il KID può avere una lunghezza massima di 3 facciate di formato A4 e deve avere le seguenti caratteristiche:²⁶⁵ a) è presentato e strutturato in modo da agevolarne la lettura, in caratteri di dimensione leggibile; b) si concentra sulle principali informazioni di cui hanno bisogno gli investitori al dettaglio; c) è formulato con chiarezza e scritto in un linguaggio e uno stile tali da facilitare la comprensione delle informazioni. In particolare è necessario utilizzare un linguaggio chiaro, sintetico e comprensibile.

Quanto al contenuto del KID, esso è diviso in 8 sezioni composte dalle informazioni di base e la risposta alle seguenti domande, che danno il nome alla relativa sezione:²⁶⁶ “Cos’è questo prodotto?”; “Quali sono i rischi e qual è il potenziale rendimento?”; “Cosa accade se l’emittente del PRIIP non è in grado di corrispondere quanto dovuto?”; “Quali sono i costi?”; “Per quanto tempo devo detenerlo e posso ritirare il capitale prematuramente?”; “Come presentare reclami?”. L’ottava e ultima sezione si intitola “Altre informazioni rilevanti”.

In conclusione, ad oggi la normativa sull’informativa da fornire all’investitore resta ancora frammentata, nonostante iniziative positive come quella relativa ai PRIIPs. Un ulteriore passo verso l’armonizzazione delle norme relative ai vari strumenti è stato compiuto con l’approvazione del nuovo Regolamento Prospetto²⁶⁷, che entrerà in vigore

²⁶³ Cfr. art. 4 par. 1, Regolamento n. 1286/2014/UE

²⁶⁴ Cfr. art. 4 par. 2, *Ibidem*

²⁶⁵ Cfr. art. 6 par. 4, Regolamento n. 1286/2014/UE

²⁶⁶ Cfr. art. 8, par. 3, lett. da c) a i) del Regolamento n. 1286/2014/UE

²⁶⁷ Regolamento n. 2017/1129/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga [a partire dalla sua entrata in vigore nel 2019] la direttiva 2003/71/CE [Direttiva Prospetto].

nel 2019. Come si legge nel considerando n. , il nuovo regolamento mira ad allineare sempre più i contenuti della Nota di Sintesi riferita agli strumenti finanziari comunitari proprio al KID dei PRIIPs.²⁶⁸ Specificando nel dettaglio forma e contenuto della nota di sintesi sul modello del KID, se ne aumenta di molto l'intelligibilità per gli investitori al dettaglio, e si facilita la comparabilità dell'investimento con altri strumenti finanziari.

Tuttavia la nota di sintesi non può essere in nessun caso sostituita dal KID in quanto essa, rispetto al KID, contiene informazioni aggiuntive legate in particolare all'emittente e all'offerta pubblica, mentre il KID contiene unicamente informazioni sul titolo.²⁶⁹

4.1.4. La valutazione della “congrua gamma di strumenti”: può l'intermediario essere indipendente quanto il consulente “autonomo”?

Un ulteriore profilo di perplessità, strettamente collegato al problema terminologico discusso all'inizio della presente sezione, è la considerazione se il consulente su base indipendente sia davvero paragonabile, sotto il profilo dell'indipendenza, al consulente autonomo. In particolare, l'ESMA, nelle già citate *Question & Answers*, è stata chiamata a rispondere alla seguente domanda: il consulente che agisce in veste di dipendente, agente o mandatario di un intermediario, laddove presti consulenza su base indipendente, può essere considerato “indipendente” nel momento in cui, pur considerando, come prescritto dalla normativa, una congrua gamma di strumenti, finisca poi per raccomandare l'acquisto di un prodotto emesso dall'intermediario per cui lavora o da un'entità ad esso strettamente connessa?²⁷⁰ In altri termini cosa conta davvero per parlare di consulenza resa su base

²⁶⁸ Nello specifico, il considerando n. 35 del Regolamento n. 2017/1129/UE statuisce che “Il modello della nota di sintesi del prospetto dovrebbe rifarsi il più possibile a quello del documento contenente le informazioni chiave di cui al regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio [...]”.

²⁶⁹ “La nota di sintesi è composta delle seguenti quattro sezioni: a) un'introduzione contenente avvertenze; b) le informazioni fondamentali concernenti l'emittente; c) le informazioni fondamentali sui titoli; d) le informazioni fondamentali sull'offerta pubblica di titoli e/o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato.” Cfr. art. 7 par. 4., Regolamento n. 2017/1129/UE. La soluzione adottata dal legislatore europeo è stata quella di consentire la sostituzione con il KID, all'interno della nota di sintesi, della sola sezione di cui alla lettera c), lasciando invariate le altre sezioni.

²⁷⁰ La domanda è la *question* n.1 della sezione 5 dedicata a “Investment advice on an independent basis”. Il testo originale è il seguente: “*Could a firm still hold itself out as being independent where it assesses and compares a sufficient range of financial instruments available (which are not limited to financial instruments issued or provided by the firm itself or by entities having close links) but that the outcome of such an assessment in a considerable number of cases is that the firm recommends financial instruments to its clients which are issued or provided by the firm itself or by entities having close links?*”. Cfr. ESMA, *Q&As: On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, cit., p.45.

indipendente, la gamma di strumenti considerati o l'effettivo *outcome* della raccomandazione?

L'ESMA risponde con una affermazione piuttosto incisiva ma che mette ancor più in evidenza la difficoltà a inquadrare la consulenza prestata da un intermediario come indipendente per il connaturato conflitto d'interesse in cui opera. Secondo ESMA, il consulente che offre consulenza su base indipendente e che “frequentemente” raccomanda come adatti ai propri clienti i prodotti emessi dal proprio intermediario o da altre entità ad esso strettamente legate è in potenziale conflitto d'interessi.

Solo “occasionalmente” l'*outcome* di un'analisi non distorta e non ristretta degli strumenti finanziari disponibili sul mercato può risultare nella raccomandazione da parte dell'impresa dei propri prodotti. Tuttavia, “se il risultato è che tale impresa raccomanda abitualmente i propri prodotti o se sembra esserci una distorsione sistematica nel consigliare ai clienti di investire nei propri prodotti, l'impresa avrebbe molto probabilmente problemi a dimostrare che presta consulenza su base indipendente.”²⁷¹

Dunque l'ESMA ritiene che in tal caso l'impresa dovrebbe condurre una ricognizione interna (*internal assessment*) che consideri come e su quali criteri sia avvenuta la valutazione e comparazione tra gli strumenti emessi dall'impresa stessa o da entità collegate ed un sufficiente e diversificato numero di altri strumenti disponibili sul mercato. Inoltre l'impresa potrebbe essere chiamata a produrre tale analisi anche dall'autorità di sorveglianza (in Italia, Consob).

Le indicazioni dell'ESMA sembrerebbero in prima battuta garantire la serietà del servizio di consulenza anche qualora reso da un dipendente, mandatario o agente di un'impresa d'investimento, ma a nostro avviso mettono solo in luce il possibile disincentivo da parte degli intermediari a fornire un simile servizio di consulenza in quanto, in caso di contestazione, sarebbe per loro difficile, e di conseguenza (cosa ancor più importante) “oneroso”, dimostrare che l'*outcome* della raccomandazione sia stato davvero l'esito di una valutazione oggettiva ed indipendente. Da un lato, si potrebbe arrivare al paradosso che i consulenti su base indipendente legati ad un intermediario finiscano con il raccomandare sistematicamente prodotti emessi da imprese esterne al gruppo di appartenenza, non per ragioni di convenienza o adeguatezza per il cliente ma solo per non incorrere in eventuali sanzioni. Dall'altro, nel caso l'intermediario ritenga di offrire prodotti o servizi particolarmente competitivi e tali da essere oggettivamente

²⁷¹ *Ibidem*, traduzione del candidato.

preferibili a quelli della concorrenza, esso sarebbe disincentivato ad offrire consulenza su base indipendente in quanto potrebbe offrire i propri prodotti tramite consulenti su base non indipendente, a costi inferiori per il cliente (in termini di *fee*) e con margini superiori (grazie al meccanismo delle retrocessioni, in tal caso ancora possibile), in aggiunta al fatto che i suoi prodotti sarebbero verosimilmente raccomandati dai consulenti su base indipendente di altri intermediari.

4.1.5. La separazione dei consulenti all'interno dell'intermediario consulente ibrido: davvero necessaria?

Tra gli obblighi organizzativi imposti alle imprese d'investimento dall'entrata in vigore della MiFID II, nel caso in cui esse forniscano il servizio di consulenza finanziaria su base indipendente al fianco di quello su base non indipendente (c.d. consulenti ibridi) vi è il divieto, per le persone all'interno dell'organizzazione (compresi i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede), di prestare entrambi i tipi di consulenza. Tale previsione è contenuta non nella Direttiva madre, bensì nel Regolamento delegato²⁷² che, all'articolo 53, introduce dunque una novità assoluta. Come rilevato da autorevoli studiosi, su tutti Di Ciommo²⁷³, tale obbligo appare “illogico, esorbitante rispetto alla delega di cui alla direttiva madre MiFID 2, e in pieno contrasto con lo spirito della normativa in esame”²⁷⁴.

Accogliendo questa posizione si sottolinea, oltre alla mancanza di un'analogia previsione nella MiFID II, il fatto che lo stesso regolamento delegato, al considerando n. 72, non sembrerebbe escludere *tout court* la possibilità per lo stesso consulente di prestare entrambi i tipi di consulenza limitandosi invece a prescrivere l'adozione di “determinati requisiti organizzativi” per non “generare confusione nei clienti”²⁷⁵. La scelta del legislatore europeo avrebbe potuto ricadere sul non consentire al medesimo professionista (dipendente, agente o mandatario) di prestare consulenza su base indipendente e su base non indipendente nei confronti dello stesso cliente, e non in assoluto. Come sostenuto da Di Ciommo, la previsione dell'incompatibilità rischia di limitare la libertà nell'esercizio della professione - riservata e soggetta ad autorizzazione - ai consulenti e di creare tra di essi una competizione ingiustificata, che potrebbe portare il cliente a ritenere che uno dei

²⁷² Art 53, par. 3, lett. c), Regolamento delegato n. 2017/565/UE.

²⁷³ Cfr. F. Di Ciommo, *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici*, cit., pp. 56-63.

²⁷⁴ *Ibidem*

²⁷⁵ Considerando n. 72, Regolamento delegato n. 2017/565/UE.

due tipi di servizi, e conseguentemente la competenza professionale di chi la offre, sia di livello superiore rispetto all'altro.

Alla luce di tali premesse, auspichiamo che il legislatore europeo torni sui propri passi e provveda ad eliminare questo requisito aggiuntivo e ingiustificato.

4.1.6. L'eccessivo onere informativo a carico degli autonomi in base al principio dei "requisiti almeno analoghi".

L'ultima criticità che intendiamo evidenziare riguarda esclusivamente i consulenti finanziari autonomi (e le società di consulenza finanziaria). In particolare, la più importante associazione di categoria degli autonomi (NAFOP), relativamente al progetto di modifica del Regolamento Intermediari di cui si è parlato nel secondo capitolo, ha espresso alcune perplessità sulla previsione, in capo a consulenti autonomi e società di consulenza finanziaria, di un eccessivo onere informativo nei confronti dei clienti.

Come ricordato, la MiFID II infatti, nel consentire agli Stati membri di consentire a soggetti diversi dalle imprese di investimento la prestazione del servizio di consulenza, ha imposto che per essi vengano stabiliti "requisiti almeno analoghi". Secondo NAFOP, ciò non implicherebbe una automatica estensione delle medesime regole dettate da MiFID II (alle quali peraltro, proprio in virtù della loro differente natura giuridica, essi non sono sottoposti) anche i consulenti autonomi, attraverso normative nazionali di tipo regolamentare.

Nel luglio 2017, la Consob ha avviato un processo di consultazione sulle modifiche da apportare al Regolamento in esame per l'attuazione dell'art. 1, comma 36, della legge n. 208 del 28 dicembre 2015 (Legge di Stabilità per il 2016) in materia di consulenti finanziari.²⁷⁶

La NAFOP ha fatto pervenire le sue osservazioni in merito, sottolineando, in relazione all'art. 109-*quinques* di nuovo inserimento²⁷⁷, che "i [consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria] si limitano alla formulazione di raccomandazioni personalizzate che il cliente è libero di scegliere presso quale

²⁷⁶ Si veda "Modifiche al libro viii del regolamento intermediari in materia di consulenti finanziari" - Documento per la consultazione 28 Luglio 2017, reperibile al seguente link: http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/documento_di_consultazione_consob_28_luglio_2017.pdf

²⁷⁷ Al paragrafo I, l'art. 109-*quinques* impone che "Ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sul consulente finanziario autonomo o sulla società di consulenza finanziaria e sui relativi servizi, sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte, sulle sedi di esecuzione e su tutti i relativi costi e oneri.[...]"

intermediario abilitato eseguire. I costi e oneri connessi dipendono dall'intermediario prescelto dal cliente e dalle sedi di negoziazione che lo stesso mette a disposizione. Parimenti, si evidenzia che nella prassi quotidiana i costi applicati dagli intermediari sono spesso oggetto di trattativa con i clienti dotati di maggiore competenza in materia o di "potere contrattuale", tanto da sfociare in una significativa riduzione delle commissioni indicate nei vari prospetti informativi."²⁷⁸ NAFOP invita quindi a cancellare dal paragrafo 1 dell'articolo in esame le parole "sulle sedi di esecuzioni e su tutti i relativi costi e oneri".

In definitiva, NAFOP ritiene che l'obbligo di informare il cliente sui costi connessi all'investimento (o disinvestimento) oggetto di raccomandazione costituirebbe un'inutile duplicazione del medesimo obbligo previsto in capo all'intermediario presso cui il cliente si recherà per effettuare l'operazione di acquisto (o vendita).

4.2. L'EDUCAZIONE FINANZIARIA COME PARTE DELLA SOLUZIONE: LO STATO DELL'ARTE IN ITALIA

Data l'importanza delle competenze finanziarie nelle scelte d'investimento, descritta ampiamente nelle pagine precedenti, secondo l'INFE²⁷⁹ l'educazione finanziaria²⁸⁰ dovrebbe essere promossa attraverso dei seri programmi formativi, ideati e coordinati a livello nazionale²⁸¹. Ciò avveniva nel 2015 in circa 60 paesi - tra i quali non figura l'Italia - attraverso quella che viene definita "Strategia Nazionale per l'Educazione Finanziaria" ed indicata con l'acronimo "SNEF". Il primo passo verso una SNEF nel nostro paese è stato compiuto nel 2015 con la rilevazione delle iniziative di educazione finanziaria²⁸² attivate

²⁷⁸ Cfr. NAFOP, "Osservazioni al Regolamento Consob sui Consulenti Finanziari", 28 settembre 2017. <http://www.nafop.org/wp-content/uploads/2015/02/NAFOP-Regolamento-CONSOB-30.9.17.pdf>

²⁷⁹ Acronimo di *International Network on Financial Education*, l'INFE è un foro internazionale creato dall'OCSE nel 2008 cui aderiscono istituzioni, pubbliche e private che hanno maturato o intendono condividere esperienze nel campo dell'educazione finanziaria.

²⁸⁰ Secondo l'OCSE l'educazione finanziaria è: "[...] quel processo mediante il quale i consumatori/investitori migliorano le proprie cognizioni riguardo a prodotti, concetti e rischi in campo finanziario e, grazie a informazioni, istruzione e/o consigli imparziali, sviluppano le abilità e la fiducia nei propri mezzi necessarie ad acquisire maggiore consapevolezza delle opportunità e dei rischi finanziari, a fare scelte informate, a sapere dove rivolgersi per assistenza e a prendere altre iniziative efficaci per migliorare il loro benessere finanziario." Cfr. OCSE, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005.

²⁸¹ Cfr. OCSE-INFE, *National Strategies For Financial Education OECD/INFE Policy Handbook*, 2015.

²⁸² Cfr. F. Franceschi, A. Romagnoli e F. Tracò (a cura di), *Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14*, Banca d'Italia. L'indagine è stata promossa da Banca d'Italia, Consob, COVIP e IVASS, con il contributo del Museo del Risparmio, alla Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio e della Fondazione Rosselli, d'intesa con il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) e il Ministero dell'Università, dell'Istruzione e della Ricerca (MIUR).

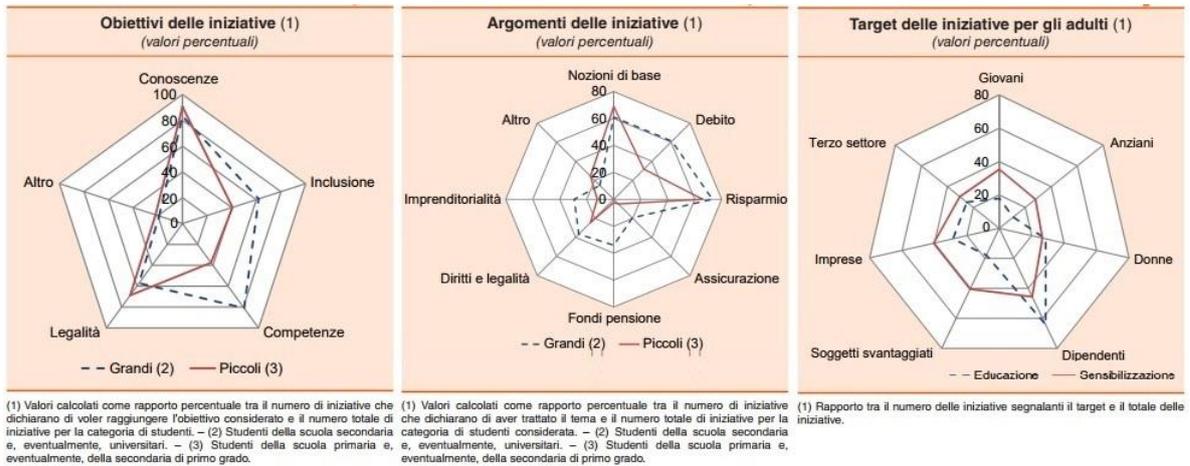
sul territorio nazionale nel triennio 2012-2014. Delle 206 iniziative censite, solo un terzo ha coinvolto più di 1.000 persone e solo una su dieci ha coinvolto 10.000 soggetti. Oltre a questa frammentarietà, si è registrato che, accanto a programmi di “educazione finanziaria” vera e propria, sono stati avviati anche progetti di mera “sensibilizzazione finanziaria”, in quanto tali privi di un chiaro progetto formativo. Nel 2014, su 1,1 milioni di partecipanti, 700.000 sono stati coinvolti in programmi di educazione finanziaria, i restanti 400.000 in programmi di sensibilizzazione finanziaria.

I risultati di tale indagine possono essere differenziati tra le iniziative rivolte agli studenti e quelle rivolte agli adulti. All’interno del campione degli studenti, poi, si fa un’ulteriore distinzione tra studenti frequentanti scuole di grado inferiore alla scuola secondaria di secondo grado e studenti delle scuole superiori. Le seguenti tavole riassumono le più importanti evidenze emerse in relazione alle iniziative attivate nel triennio 2012-2014.

Le iniziative rivolte agli studenti hanno avuto come obiettivo principale lo sviluppo di conoscenze per i ragazzi più piccoli, e di competenze per quelli delle superiori.²⁸³ Gli argomenti maggiormente trattati sono state le nozioni di base, seguite dai concetti di risparmio e, solo nel caso dei più grandi, di debito. Quanto alle iniziative rivolte agli adulti, i soggetti maggiormente coinvolti sono stati i dipendenti, seguiti da imprese e soggetti svantaggiati. Si registrano solo in misura inferiore iniziative rivolte a donne ed anziani.

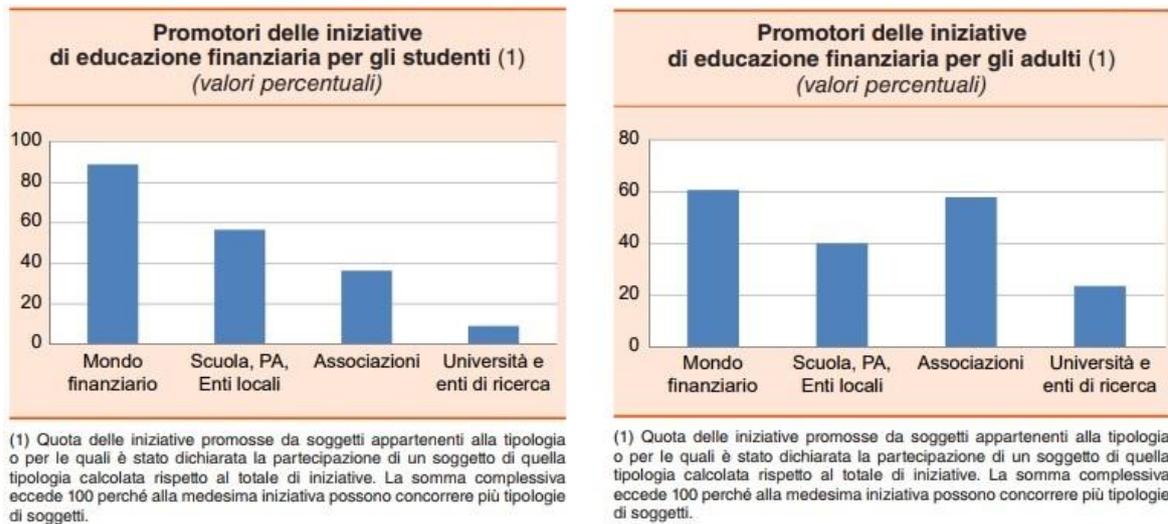
²⁸³ In base allo *European Qualification Framework*, (EQF), i risultati dell’apprendimento vengono delineati secondo tre categorie: conoscenze, abilità e competenze. Le prime sono definite come il “risultato dell’assimilazione di informazioni attraverso l’apprendimento [e consistono in] un insieme di fatti, principi, teorie e pratiche relative ad un settore di lavoro o di studio.” Le abilità “indicano le capacità di applicare conoscenze e di utilizzare know-how per portare a termine compiti e risolvere problemi”. Le competenze indicano la “comprovata capacità di utilizzare conoscenze, abilità e capacità personali, sociali e/o metodologiche, in situazioni di lavoro o di studio e nello sviluppo professionale e personale”. Cfr. Commissione Europea, *Quadro europeo delle qualifiche per l’apprendimento permanente (EQF)*, 2009, reperibile al seguente link: https://ec.europa.eu/ploteus/sites/eac-efq/files/broch_it.pdf

Figura 28: Obiettivi e Argomenti delle Iniziative per i giovani e Target per gli adulti



I promotori delle iniziative rivolte ai giovani sono stati in primo luogo il mondo finanziario seguito dalla scuola e solo marginalmente le associazioni e le università. A differenza delle iniziative rivolte ai giovani, quelle rivolte agli adulti sono state promosse in molti casi dalle Associazioni.

Figura 29: Promotori delle iniziative di Educazione Finanziaria



Per il futuro, si auspica che il numero e la qualità delle iniziative continui ad aumentare, a partire dalle scuole di secondo grado inferiore (medie) e che vengano coinvolti maggiormente i soggetti più anziani i quali talvolta, per motivi anagrafici, hanno accumulato capitali finanziari elevati, da investire potenzialmente sui mercati finanziari, ma sono allo stesso tempo più avulsi di nozioni finanziarie di base rispetto ai propri nipoti. I giovani, di converso, non possedendo ancora ingenti somme da impiegare a fini

d'investimento, attraverso l'acquisizione a scuola di conoscenze e competenze in tema di investimenti, potranno utilizzare tali nuove capacità nell'immediato soprattutto in termini di migliore gestione delle spese, pianificazione del risparmio per progetti futuri e nel rapporto con banche ed intermediari coi i quali avranno presto un contatto diretto, attraverso l'apertura di un conto corrente per le spese universitarie o la richiesta di un prestito al consumo per l'acquisto della prima automobile. Si valuta dunque positivamente l'enfasi sulle competenze piuttosto che sulle conoscenze, dato che l'educazione finanziaria non deve limitarsi a trasferire nozioni e conoscenze su strumenti e mercati ma "educare il cliente a comportamenti che consentano di costruire e mantenere il proprio portafoglio secondo principi razionali e a valutarlo correttamente con la necessaria frequenza"²⁸⁴.

In tale contesto, specialmente per gli adulti, il consulente dotato di alta professionalità e che offra consulenza a valore aggiunto nel senso di MiFID II, potrebbe davvero rappresentare il miglior veicolo per trasmettere educazione finanziaria.²⁸⁵

²⁸⁴ Cfr. M. Scolari, Il valore della consulenza finanziaria, in *Banca Finanza*, n. 4/2010.

²⁸⁵ Così M. Paracampo, Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario, in E. Sabatelli (a cura di) *Studi in Onore di Umberto Belviso*, Vol. III, Cacucci, 2011, 1693. Il lavoro è scaricabile al seguente link:
http://www.ascosim.it/public/18_Ric.pdf

CONCLUSIONI

L'obiettivo del presente lavoro è stato valutare la reale efficacia delle varie previsioni normative che disciplinano la nuova consulenza finanziaria in ambito europeo, in termini di tutela del risparmiatore-investitore.

Nel primo capitolo abbiamo descritto le tappe del percorso normativo che ha portato la consulenza ad assumere la sua attuale conformazione. Dopo aver illustrato la dicotomia presente in Costituzione tra tutela del mercato, contenuta nell'articolo 41, e tutela del risparmio, ricavabile dall'articolo 47, abbiamo mostrato come il legislatore europeo è andato sempre più nella direzione di un'accresciuta trasparenza dell'informativa, di riduzione dei conflitti d'interesse e di responsabilizzazione del consulente nello svolgere il suo compito unicamente nel migliore interesse del cliente. Le previsioni più significative da questo punto di vista sono quelle relative alla riserva di attività per il servizio di consulenza, alla valutazione di adeguatezza, all'informativa precontrattuale, e la puntuale disciplina dei promotori (ora consulenti abilitati all'offerta fuori sede).

Nel secondo capitolo abbiamo illustrato le maggiori novità introdotte nell'ordinamento europeo dalla MiFID II, tra cui spicca la consulenza su base indipendente. Dall'analisi è emersa una disciplina della consulenza composita e variegata sia sul piano dei soggetti idonei a prestare il servizio - dipendenti dell'intermediario, consulenti abilitati all'offerta fuori sede, consulenti autonomi e società di consulenza - che sul piano della tipologia di servizio - dalla consulenza "strumentale" al collocamento, a quella su base indipendente passando per quella "a valore aggiunto", che include servizi ulteriori o di qualità superiore.

I profili di maggior interesse sono emersi con riferimento alla disciplina degli incentivi monetari. Essi sono sempre vietati nel caso di consulenza su base indipendente (per la quale sono ammessi, a certe condizioni, solo benefici non monetari di entità minima) e sono ammessi nella consulenza su base non indipendente unicamente a condizione che venga offerto un servizio di grado superiore alla disciplina.

Nel terzo capitolo abbiamo messo in guardia dai possibili rischi legati agli errori cognitivi insiti nel processo decisionale così come descritto dalla finanza comportamentale. Partendo dall'analisi del problema dello scarso livello di *financial literacy* di adulti e studenti nel nostro Paese, si sono passate in rassegna le distorsioni comportamentali che affliggono gli investitori italiani ed è emersa, poco sorprendentemente, la tendenza al "fai

da te” in materia di investimenti e la scarsa propensione a rivolgersi ad un professionista, il quale invece potrebbe ridurre la tendenza degli investitori a commettere errori e ad assumere rischi troppo elevati, rendendoli edotti sulle caratteristiche dei prodotti raccomandati coerentemente con il profilo di rischio associato al cliente.

Nel quarto capitolo ci si è concentrato sulle previsioni della MiFID caratterizzate da maggiore criticità, individuando in particolare: la confusione in cui potrebbero incorrere gli investitori retail a causa dell'utilizzo che il legislatore ha fatto dello stesso termine “consulente” per indicare figure professionali assai diverse; la necessità di disegnare questionari di profilatura del cliente che rispettino le raccomandazioni della letteratura di finanza comportamentale nel ridurre gli errori cognitivi in cui possono incorrere i clienti; la non uniformità dei prospetti di sintesi relativi ai vari strumenti finanziari presenti sul mercato, sebbene il legislatore europeo stia andando nella direzione di una maggiore semplificazione e armonizzazione di tali prospetti; la necessità di eliminare il divieto per la stessa persona fisica di prestare consulenza su base indipendente e non indipendente all'interno dell'intermediario ibrido; l'inutile ed inefficace duplicazione di oneri informativi posti a carico dei consulenti autonomi e degli intermediari relativamente ai costi degli strumenti finanziari.

In definitiva, si è individuata, nell'incentivare maggiormente le iniziative di educazione finanziaria, una possibile soluzione che porti l'investitore medio ad accrescere le proprie conoscenze e competenze finanziarie soprattutto in termini di rischi e a decidere di rivolgersi al consulente finanziario, con fiducia, come ad un qualsiasi altro libero professionista.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *La MiFID II, Rapporti con la clientela - governance - mercati*, a cura di Troiano V. e Motroni R., Wolters Kluwer - CEDAM, Padova, 2016.
- AA.VV., *La nuova costituzione economica*, a cura di S. Cassese, Roma-Bari, 2012.
- Abreu M., Mendes V., Financial literacy and portfolio diversification, in *Quantitative finance* 10.5, 2010, pp. 515-528.
- Amato G., *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze University Press, Firenze, 2013.
- Amato G., Il mercato nella Costituzione, in *Quaderni costituzionali*, 1992, n. 1.
- Annunziata F., *La disciplina dei mercati mobiliari*, Giappichelli, Torino, 2014.
- Bachman K., Hens T., *Investment competence and advice seeking*, Working Paper, 2014.
- Barca L., Manghetti G., *L'Italia delle banche*, Roma 1976.
- Bernheim B.D., Garrett D.M., Maki D.M., Education and saving: The long-term effects of high school financial curriculum mandates, in *Journal of public Economics*, 80(3), 2001, pp. 435-465.
- Bouchev P., Questionnaire quest: New research shows that standard questionnaires designed to reveal investors' risk tolerance levels are often flawed or misleading, in *Financial Planning*, July 1, 2004, 1.
- Calcagno R., Monticone C., Financial literacy and the demand for financial advice, in *Journal of Banking and Finance*, 2013, 50, pp. 363-380.
- Capriglione F., Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere, in Colombini - Passalacqua (a cura di), *Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Napoli, 2012.
- Civale F., Zitiello e Associati Studio Legale, Consulenza e MiFID II: Il nuovo assetto a "geometria variabile", *Diritto bancario*, Marzo 2015.
- Commissione Europea, *Quadro europeo delle qualifiche per l'apprendimento permanente (EQF)*, 2009.
- Consob, Comunicazione n.DIN/12084516 del 25 Ottobre 2012.
- Consob, Comunicazione n. DIN/1083623 del 7 novembre 2001.
- Consob, Comunicazione n. DI/76878 del 18 ottobre 2000.
- Consob, Comunicazione n. DI/43152 del 2 giugno 2000.
- Consob, Comunicazione n. 99038880 del 14 maggio 1999.
- Consob, Comunicazione n. BOR/RM/94405134 del 23 maggio 1994.
- Costi R., Il finanziamento, la consulenza, il collocamento. I tanti mestieri delle banche, in G. D. Mosco, F. Vella (a cura di), *Imprese e investitori. Crescita, tutele, interessi*. Collana di "Quaderni di giurisprudenza commerciale", Giuffrè, Milano, 2008, pp. 75 e ss.
- CRA International, *Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market*, Brussels, 2006.

- Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica, *Bancaria*, 2018. in corso di pubblicazione.
- Cutts M., *Oxford Guide to Plain English*, Oxford University Press, 4th edition, September 15, 2013.
- De Gioia P., Carabellese, *L'attività fuori sede da parte di banche e imprese. L'intermediazione finanziaria e assicurativa aggiornata al ddl n. 7/2007*, Halley Editrice, Macerata.
- De Palma A., Picard N., *Evaluation of MiFID Questionnaires in France*, Study for the AMF, 2010.
- De Rossi F.M., Gariboldi D., Leggieri G., Russo A., Il marketing dei fondi comuni italiani: modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza, in *Quaderni di Finanza* n. 61, Consob, gennaio 2008.
- Di Ciommo F., La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici, *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 1/2017, Luiss, Roma.
- Disney R., Gathergood J., Weber J., *Credit counseling: A substitute for consumer financial literacy?*, IFS Working Paper W14/32, 2014.
- ESMA, *Q&As: On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, ESMA 35-43-349, del 18 dicembre 2017.
- ESMA, *Consultation Paper Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA 35-43-748 del 13 luglio 2017.
- ESMA, Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze, ESMA/2015/1886 IT, 2016.
- ESMA, *Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, ESMA n. 2014/1569 del 19 dicembre 2015.
- ESMA, *CESR's guide to clear language and layout for the Key Investor Information document*, CESR/10-1320, 20 Dicembre 2010.
- ESMA, *Inducements: Report on good and poor practices*, CESR/10-295, del 10 aprile 2010
- Fischhoff B., Slovic P. e Lichtenstein S., *Knowing With Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence*, in *Journal of Experimental Psychology: Human Perceptions and Performance*, 1977, 3, pp. 552 e ss.
- Franceschi F., Romagnoli A. e Tracò F. (a cura di), *Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14*, Banca d'Italia, 2015.
- Gabrielli E., Lener R., *I contratti del mercato finanziario*, Utet Giuridica, Torino, 2011.
- Guizzi F., La tutela del risparmio nella Costituzione, in *Il Filangieri*, 2-4, 2005.
- Hung A.A., Yoong J.K., *Asking for help: Survey and experimental evidence on financial advice and behavior change*, RAND Center for Labor and Population, Working Paper, 2010.
- Kahneman D., Knetsch J.L. e Thaler R.H., Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias, in *Journal of Economic Perspectives*, 1990, 5, pp. 193-206.
- Kahneman D., Slovic P., Tversky A. (a cura di), *Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases*, New York, Cambridge University Press, 1982.
- Kahneman D., Tversky A., The framing of decisions and the psychology of choice, in *Science*, 211, 1981, pp. 453-458.

- Kahneman D., Tversky A., Prospect theory: An analysis of decision under risk, in *Econometrica*, 47, 1979, pp. 263-291.
- Kahneman D., Tversky A., Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases, in *Science*, 185, 1974, pp. 1124-1131.
- Kramer M.M., *Financial literacy, overconfidence and advice seeking*, EFMA working paper, 2014.
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (a cura di), *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, Consob, 2017
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (a cura di), *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, Consob, 2016
- Linciano N. e Soccorso P., *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Consob Discussion Paper, 4, 2012.
- Linciano N., Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail: le indicazioni di policy della finanza comportamentale, in *Quaderni di finanza Consob*, Studi e ricerche, n. 66, gennaio 2010
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P., Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market, in *Quaderni di Finanza*, Consob, 2006, n. 83.
- Lusardi A., Tufano P., Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness, in *Journal of Pension Economics and Finance*, 14(4), 2015, pp. 332-368.
- Lusardi A., Mitchell O.S., The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, in *Journal of Economic Literature*, *American Economic Association*, vol. 52(1), pages 5-44, March 2014.
- Lusardi A., Mitchell O.S., *Financial literacy and planning: Implications for retirement wellbeing* (No. w17078). National Bureau of Economic Research, 2011.
- Mancini M., Dalla vigilanza armonizzata alla banking union, in *Quaderni di ricerca giuridica* n. 73, Banca d'Italia, 2013.
- Marinelli N., Mazzoli C., "Profiling investors with the MiFID: current practices and future perspectives", Research paper for Ascosim, 2010.
- McGraw Hill Financial, *Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey*, 2015.
- Merusi F., Volume I, sub Art. 47 Cost., in *Codice commentato della Banca. Disciplina generale*, a cura di F. Capriglione e V. Mezzacapo, Milano, 1990, pp. 22 e ss.
- NAFOP, "Osservazioni al Regolamento Consob sui Consulenti Finanziari", 28 settembre 2017.
- OECD (OCSE), *PISA 2015 Assessment and Analytical Framework: Science, Reading, Mathematic, Financial Literacy and Collaborative Problem Solving*, OECD Publishing, Paris, 2017.
- OECD (OCSE)-INFE, *National Strategies For Financial Education OECD/INFE Policy Handbook*, 2015.
- OECD (OCSE), *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005.
- Paracampo M., Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario, in E. Sabatelli (a cura di) *Studi in Onore di Umberto Belviso*, Vol. III, Cacucci, 2011, 1693.
- Rossi P., Il nuovo regime della consulenza finanziaria nella MiFID II: prime riflessioni, *Amministrazione in cammino*, 28 dicembre 2017.

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

Sangiovanni V., L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid, in *Magistra, Banca e Finanza*, www.magistra.it, ISSN 2039-7410, 2010.

Sartori F., Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive Mifid, in *Rivista di diritto privato*, 2008, § pp. 25 e ss.

Scolari M., *Verso la MiFID II: la legittimità degli incentivi nei servizi d'investimento*, *Bancaria* n. 5/2015, www.bancaria.it

Scolari M., Il valore della consulenza finanziaria, in *Banca Finanza*, n. 4/2010.

Tarola - Leoni - Giliberti - Rizzo - Mosco - Pace - Ciccaglioni - Tempestini - Amato - Giammarile, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, Consob, 2014.

Tedeschi F., MiFID - La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari.. Parere pro veritate rilasciato dal professor Fabrizio Tedeschi, docente di gestione aziendale università di Parma, in *Rivista di Diritto Bancario*, www.dirittobancario.it, dicembre 2008.

Tekçe B., Yılmaz N., Bildik R., What factors affect behavioral biases?: Evidence from Turkish individual stock investors, in *Research in International Business and Finance*, 37, May 2016, pp. 515–526.

Thaler R., Mental Accounting and Consumer Choice, *Marketing Science*, 1985, 4 (3), pp. 199–214.

Tversky A., Kahneman D., Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model, *The quarterly journal of economics*, 106(4), 1991, pp. 1039-1061.

Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R., *Financial Literacy and Stock Market Participation*; National Bureau of Economic Research Working Paper 13565, 2007.

Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R., Financial literacy and stock market participation, in *Journal of Financial Economics*, 2007, 191, pp. 449–472.

Von Neumann J., Morgenstern O., *Theory of games and economic behavior*, Princeton (N.J), Princeton University Press, 1944.

Wason P.C., On the failure to eliminate hypotheses in a conceptual task, in *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 1960, 12, pp. 129-140.

Wason P.C., The processing of positive and negative information, in *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 1959, 11, pp. 92-107.

Zatti F., La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?, in AA.VV. *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010.

Zitiello L., Lo sviluppatore bancario, in *Distribuzione integrata di prodotti bancari, finanziari e assicurativi: soggetti, competenze, responsabilità*, ITA, Atti di Convegno, Milano, 6-7-8 maggio 2002.



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Diritto Dei Mercati e Degli Intermediari Finanziari

**MIFID 2: PROSPETTIVA E DISCIPLINA
DELLA CONSULENZA FINANZIARIA
SU BASE INDIPENDENTE.**

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Lorenzo Di Nicola

ID N. 676411

CORRELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

INDICE

INTRODUZIONE

.....	pag.	1
-------	------	---

CAPITOLO I CONSULENZA FINANZIARIA E TUTELA DEL RISPARMIO

.....	pag.	5
-------	------	---

1.1	LA TUTELA DEL RISPARMIATORE - INVESTITORE NELL'ORDINAMENTO NAZIONALE ED EUROPEO	pag.	5
1.1.1	Costituzione economica e sua evoluzione interpretativa	pag.	5
1.1.2	La tutela del risparmio nell'ordinamento europeo	pag.	8
1.2	LA CONSULENZA FINANZIARIA: EVOLUZIONE STORICA DELLA DISCIPLINA PRIMA DI MiFID	pag.	10
1.2.1	La consulenza come servizio d'investimento (Legge n. 1 del 2 gennaio 1991)	pag.	11
1.2.2	La consulenza come servizio accessorio (D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 e D.Lgs n. 58 del 24 febbraio 1998)	pag.	15
1.3	DALLA INVESTMENT SERVICES DIRECTIVE (ISD) ALLA MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE (MIFID)	pag.	21
1.3.1	Emanazione della MiFID: obiettivi e principali novità rispetto alla ISD	pag.	23
1.3.2	La consulenza finanziaria nella MiFID I	pag.	33
1.3.3	Il recepimento imperfetto della consulenza MiFID nell'ordinamento italiano	pag.	37

CAPITOLO II LA CONSULENZA FINANZIARIA SU BASE INDIPENDENTE INTRODOLTA DALLA MIFID II

2.1	MIFID II: PRINCIPALI INNOVAZIONI RISPETTO A MIFID	pag.	39
2.2	I PLAYERS DELLA CONSULENZA FINANZIARIA	pag.	42
2.2.1	I soggetti abilitati a svolgere il servizio di consulenza finanziaria	pag.	42
2.2.2	Le linee guida ESMA e le consultazioni CONSOB sulla valutazione di conoscenze e competenze del personale di banche ed intermediari	pag.	43
2.2.3	I consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede	pag.	44
2.2.4	Consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria	pag.	45

2.2.5	L'albo unico dei consulenti finanziari e l'OCF	pag.	48
2.3	PROFILATURA DEL CLIENTE, INFORMATIVA E CONSULENZA "SU BASE INDIPENDENTE"	pag.	51
2.3.1	La profilatura del cliente: il questionario MiFID II	pag.	51
2.3.2	L'informativa da fornire al cliente	pag.	54
2.3.3	La congrua gamma di strumenti finanziari nel Technical Advice dell'ESMA	pag.	55
2.3.4	Gli Inducements nella MiFID II: un limite al meccanismo delle retrocessioni	pag.	56
2.3.5	Obblighi informativi e requisiti organizzativi dell'inter- mediario "consulente ibrido"	pag.	63

CAPITOLO III
IL RUOLO DI *FINANCIAL LITERACY* E DISTORSIONI
COMPORIMENTALI NELLA DOMANDA DI
CONSULENZA:
IL CASO ITALIANO

	.....	pag.	65
3.1	IL LIVELLO DI CONOSCENZA FINANZIARIA IN ITALIA: TRA CONOSCENZA PERCEPITA E CONOSCENZA EFFETTIVA	pag.	65
3.1.1	Le classifiche internazionali di PISA e della S&P Global FinLit Survey	pag.	66
3.1.2	Il Report della Consob sulle abitudini d'investimento delle famiglie italiane	pag.	70
3.2	LE BIAS COMPORIMENTALI NEL PROCESSO DI INVESTI- MENTO	pag.	74
3.3	LA DOMANDA DI CONSULENZA	pag.	83

CAPITOLO IV
CONSULENZA, MIFID II
E TUTELA DELL'INVESTITORE:
UN'ANALISI CRITICA

	.....	pag.	89
4.1	LE MAGGIORI CRITICITA' DELLA NUOVA DISCIPLINA DELLA CONSULENZA FINANZIARIA	pag.	89
4.1.1	Un problema innanzitutto terminologico: l'albo unico e la confusione ingenerata dall'abuso del termine "consulente"	pag.	89

4.1.2	L'efficacia dei questionari standardizzati nella valutazione di adeguatezza: target market teorico e target market effettivo	pag.	90
4.1.3	L'efficacia di prospetti, KIID e KID nell'assolvere l'obbligo di informativa pre-contrattuale	pag.	94
4.1.4	La valutazione della "congrua gamma di strumenti": può l'intermediario essere indipendente quanto il consulente "autonomo"?	pag.	99
4.1.5	La separazione dei consulenti all'interno dell'intermediario consulente ibrido: davvero necessaria?	pag.	101
4.1.6	L'eccessivo onere informativo a carico degli autonomi in base al principio dei "requisiti almeno analoghi"	pag.	102
4.2	L'EDUCAZIONE FINANZIARIA COME PARTE DELLA SOLUZIONE: LO STATO DELL'ARTE IN ITALIA	pag.	103
	CONCLUSIONI	pag.	107
	BIBLIOGRAFIA	pag.	109

**MIFID 2: PROSPETTIVA E DISCIPLINA
DELLA CONSULENZA FINANZIARIA
SU BASE INDIPENDENTE.**

CAPITOLO PRIMO: CONSULENZA FINANZIARIA E TUTELA DEL RISPARMIO

1.1. TUTELA DEL RISPARMIATORE - INVESTITORE NELL'ORDINAMENTO NAZIONALE ED EUROPEO

La consulenza finanziaria rappresenta uno degli strumenti più recenti con i quali il regolatore europeo mira a dare effettività al principio della tutela del risparmiatore - investitore, in particolare quello non professionale. Principio che viene sancito nella carta costituzionale e, indirettamente, riconosciuto nei trattati europei.

Con riferimento alla Costituzione italiana, rilevano in particolare gli articoli 41 e 47 della Costituzione, che riflettono l'ambivalenza del dettato costituzionale tra interventismo e liberalismo.

Il concetto di libertà d'iniziativa economica contenuto nell'art. 41 è oggi inteso come atto a ricomprendere la libertà di allocazione del risparmio privato, anche nella forma di investimento sui mercati finanziari. L'art. 41 rappresenta il presupposto per il riconoscimento dell'efficienza del mercato come valore costituzionale da tutelare, in quanto somma delle iniziative economiche individuali.

L'articolo 47 fa espressa menzione del risparmio, considerandolo un valore non solo da tutelare, ma anche da incoraggiare. Alla luce dell'evoluzione economica, finanziaria e istituzionale degli ultimi anni, la portata dell'articolo 47 si è allargata fino a ricomprendere oggi non solo il tradizionale risparmio inserito nel circuito creditizio-bancario, ma anche il risparmio che si concretizza in un investimento sui mercati finanziari.

Dalla lettura del secondo comma dell'articolo 47 si deduce che il legislatore è chiamato a proteggere in particolar modo l'investitore medio, non professionale, soggetto debole in quanto "consumatore" di prodotti e servizi bancari, finanziari e assicurativi.

A livello europeo, due sono i principi giuridici alla base delle direttive in materia finanziaria: la libertà di stabilimento (artt. 49 e ss. T.F.U.E.) e la libera circolazione dei capitali e dei servizi (artt. 26, 56 e 63 TFUE), a cui si deve aggiungere l'articolo 114 T.F.U.E. che mira all'armonizzazione delle norme finalizzate a creare il mercato interno europeo.

1.2. LA CONSULENZA FINANZIARIA: EVOLUZIONE STORICA DELLA DISCIPLINA PRIMA DI MIFID

La legge n. 1 del 2 gennaio 1991 (c.d. Legge SIM), annoverava la "consulenza in materia di valori mobiliari" tra le "attività di intermediazione mobiliare", assieme ad altri

servizi principali quali negoziazione, collocamento e distribuzione di valori mobiliari, gestione di patrimoni, raccolta di ordini e sollecitazione del pubblico risparmio.

L'esercizio professionale nei confronti del pubblico di tali servizi finanziari costituiva un'attività riservata alle Società d'intermediazione mobiliare (SIM) autorizzate dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) e iscritte ad un apposito albo istituito presso la CONSOB stessa. La Legge Sim istituì inoltre l'albo dei *promotori di servizi finanziari*, ai quali però era inibito lo svolgimento di qualunque tipo di consulenza "porta a porta".

Nel 1993, il Consiglio europeo varò la direttiva sui servizi di investimento (c.d. *Investment Services Directive*, ISD), la quale mirava a realizzare, nel settore delle imprese di investimento, il mercato interno europeo. La consulenza in materia di servizi finanziari veniva sottratta alla riserva e inclusa tra i servizi accessori, divenendo pertanto un'attività esercitabile da qualunque persona fisica o giuridica, senza particolari restrizioni. Il legislatore italiano recepì la ISD nel 1996, attraverso il c.d. decreto Eurosim che confluì poi nel Testo unico della finanza (TUF) del 1998 (Legge Draghi).

1.3. DALLA *INVESTMENT SERVICES DIRECTIVE* (ISD) ALLA *MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE* (MIFID)

Nel 1999, la Commissione europea approvò il Piano di azione sui servizi finanziari (*Financial Services Action Plan - FSAP*). Tra le più importanti direttive del FSAP, approvate in base alla procedura Lamfalussy, vi è la *Markets in Financial Instruments Directive* (direttiva n. 2004/39/UE, cd. *MiFID*), che sostituì la ISD, dettando norme di maggior dettaglio, e lasciando poca autonomia agli Stati membri nell'applicazione.

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

La MiFID ha previsto una nuova classificazione dei clienti (al dettaglio, professionali e controparti qualificate), sulla quale si disegna un sistema di tutele decrescente. Ai fini della tutela, oltre alla tipologia di cliente, rileva il tipo di servizio offerto, e nello specifico il livello di discrezionalità attribuito all'intermediario.

Nei servizi di consulenza e di gestione di portafogli, l'intermediario deve operare una "valutazione di adeguatezza", che consiste nel raccogliere dal cliente informazioni in merito alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti, alla sua situazione

finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento. Se l'impresa di investimento non riesce ad ottenere le informazioni necessarie, essa non può prestare il relativo servizio.

La consulenza finanziaria definita da MiFID è costituita da due elementi: 1) una raccomandazione personalizzata ad uno specifico cliente (elemento soggettivo); 2) il riferimento, nella raccomandazione, ad una o più operazioni su un determinato strumento finanziario (elemento oggettivo). In base all'art. 52 della MiFID di secondo livello, la consulenza “fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica” non costituisce consulenza in materia di investimenti ma “consulenza generale”.

La MiFID è stata recepita nell'ordinamento italiano nel 2007, attraverso il D.Lgs n. 164 del 17 settembre 2007, che ha modificato il T.U.F.

CAPITOLO SECONDO: LA CONSULENZA FINANZIARIA SU BASE INDIPENDENTE INTRODotta DALLA MIFID II

2.1. MIFID II: PRINCIPALI INNOVAZIONI RISPETTO A MIFID

Poco tempo dopo l'entrata in vigore della MiFID I, la crisi finanziaria mondiale ha messo in evidenza talune carenze dell'impianto normativo europeo in tema di banche e mercati finanziari, spingendo il legislatore europeo ad operare una nuova riforma organica delle norme su banche e mercati finanziari. Sul lato dei mercati e degli intermediari finanziari, il legislatore è intervenuto nel 2014, con la revisione dell'impianto normativo di MiFID I, da cui sono scaturiti la direttiva n. 2014/65/UE (cd MiFID II) e il regolamento 2014/600/UE (cd MiFIR). Il legislatore italiano ha provveduto a recepire la MiFID II attraverso successive modifiche del TUF.

Le innovazioni più importanti relative agli intermediari sono nello specifico: 1)l'introduzione della consulenza su base indipendente, istituto che ha importanti ripercussioni sulla disciplina degli *inducements* e sui requisiti organizzativi degli intermediari; 2)le previsioni in materia di *product governance*, che mirano ad anticipare il momento dell'adattamento del prodotto al cliente target, dal momento della distribuzione a quello della sua ingegnerizzazione da parte delle imprese di investimento emittenti; 3)l'introduzione di poteri di *product intervention* attribuiti all'ESMA. Questi poteri consistono nella possibilità di limitare o vietare la vendita di alcuni prodotti finanziari - anche prima della loro commercializzazione - in caso di “gravi timori in merito alla protezione degli investitori”, in presenza di determinate condizioni stabilite dal MiFIR.

2.2. I PLAYERS DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

In base al novellato articolo 18 del TUF, l'esercizio del servizio di consulenza finanziaria, come gli altri servizi finanziari principali, rimane un'attività riservata ad imprese di investimento e banche, le quali in concreto possono avvalersi, in filiale, dei propri dipendenti, e, al di fuori della propria sede legale o delle proprie succursali, di dipendenti, agenti o mandatari, indicati ora con il nome di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (ex promotori finanziari).

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

Tutte le figure idonee a prestare il servizio di consulenza finanziaria devono possedere determinati requisiti. I dipendenti delle imprese d'investimento che svolgono il relativo servizio devono possedere un livello di conoscenze e competenze oppure un'esperienza adeguati, e gli intermediari dovranno valutare tale condizione in base ai regolamenti Consob emanati in materia. I consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, siano essi dipendenti, agenti o mandatari dell'impresa di investimento, devono essere iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari e possono svolgere al di fuori della sede del soggetto abilitato, oltre al servizio di consulenza, tutti gli altri servizi finanziari previsti dall'art. 1 comma 5 del TUF. Le due uniche limitazioni sono l'obbligo di operare esclusivamente per un solo soggetto abilitato e il divieto di detenere somme di denaro e/o strumenti finanziari del cliente. I consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria, tenuti anch'essi ad iscriversi all'albo unico dei consulenti finanziari, si differenziano dai soggetti analizzati in precedenza per il fatto di essere svincolati da qualsiasi legame con emittenti (*manufacturer*) e intermediari-distributori. Essi infatti, oltre ai requisiti di onorabilità e professionalità previsti anche per gli ex promotori finanziari, devono possedere i requisiti di *indipendenza* stabiliti da due distinti regolamenti del Ministero dell'economia e delle finanze emanati, rispettivamente, nel 2008 e nel 2012. L'unica forma di compenso che gli stessi ricevono è costituita dalla parcella (*fee*) che il cliente riconosce ad essi per il servizio prestato, alla stregua di una qualsiasi prestazione professionale. Potendo gli stessi prestare unicamente il servizio di consulenza, il cliente si deve rivolgere all'intermediario per effettuare l'operazione oggetto di raccomandazione.

2.3. PROFILATURA DEL CLIENTE, INFORMATIVA E CONSULENZA “SU BASE INDIPENDENTE”

La MiFID II prevede che l'impresa di investimento comunichi ai clienti, prima della conclusione del contratto: 1) se la consulenza è prestata su base indipendente o meno; 2) se la consulenza è basata su un'analisi più o meno ampia delle varie tipologie di strumenti; 3) se essa fornirà ai clienti la valutazione periodica di adeguatezza.

La definizione di consulenza su base indipendente può essere rinvenuta indirettamente dalle due condizioni, una positiva ed una negativa: la condizione positiva è la valutazione da parte dell'intermediario che offre il servizio di consulenza di una congrua gamma di strumenti finanziari, diversificati e non limitati agli strumenti finanziari emessi dall'impresa di investimento stessa o da entità ad essa strettamente legate; la condizione negativa riguarda il divieto in capo al consulente su base indipendente, di accettare o trattenere onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari da parte di soggetti diversi dal cliente, esclusi i benefici non monetari di entità minima che migliorino la qualità del servizio e non pregiudichino il dovere di agire nel miglior interesse del cliente.

Nel caso di consulenza prestata su base non indipendente, gli *inducements* monetari o non monetari sono ammissibili purché siano giustificati dalla prestazione di un servizio aggiuntivo o di livello superiore per il cliente, proporzionale al livello di incentivi ricevuti (tra cui l'accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un numero appropriato di strumenti di fornitori terzi e l'offerta al cliente della valutazione periodica di adeguatezza degli investimenti), non offrano vantaggi diretti all'impresa beneficiaria, ai suoi azionisti o dipendenti senza beneficio tangibile per il cliente interessato e siano giustificati dalla garanzia di un beneficio continuativo per il cliente interessato in relazione a un incentivo continuativo.

Con “consulente ibrido” si indica l'impresa di investimento che offre ai propri clienti la scelta tra una consulenza su base indipendente e una su base non indipendente. In questo caso, l'impresa deve comunicare ai clienti, prima della prestazione, se la consulenza è prestata su base indipendente o non indipendente e presentarsi come indipendente solo in relazione ai servizi per i quali presta effettivamente consulenza su base indipendente e non relativamente alla sua attività complessiva. Inoltre essa non può consentire alla stessa persona fisica di fornire consulenza sia indipendente che non indipendente.

CAPITOLO TERZO: IL RUOLO DI *FINANCIAL LITERACY* E DISTORSIONI COMPORTAMENTALI NELLA DOMANDA DI CONSULENZA

3.1. IL LIVELLO DI CONOSCENZA FINANZIARIA IN ITALIA: TRA CONOSCENZA PERCEPITA E CONOSCENZA EFFETTIVA

L'OCSE definisce la conoscenza finanziaria come “la conoscenza e la comprensione dei concetti e dei rischi finanziari unite alle competenze, alla motivazione e alla fiducia in se stessi per utilizzare tale conoscenza e comprensione al fine di prendere decisioni efficaci in un insieme di contesti finanziari, per migliorare il benessere finanziario delle singole persone e della società e consentire la partecipazione alla vita economica.”

Le più importanti indagini statistiche internazionali sul grado di *financial literacy* sono PISA e la “Standard & Poor’s Ratings Services Global FinLit Survey”.

A livello internazionale, le zone geografiche con una quota maggiore di adulti che hanno conoscenze finanziarie sono il nord-America (Stati Uniti e Canada), il nord-Europa e Giappone. Con particolare riferimento all’Europa, Germania, Danimarca, Olanda e Svezia, ottengono i migliori punteggi. Passando alle conoscenze finanziarie dei giovani quindicenni, a livello internazionale sono gli studenti cinesi residenti nella provincia di Shanghai a posizionarsi al vertice della classifica.

Quanto ai giovani italiani, solo il 6,5% di essi raggiunge il livello più alto (livello 5) di rendimento nella scala PISA relativa alle conoscenze finanziarie, ma le *performances* variano in funzione sia dell’area geografica - con il Nord-Est che ottiene risultati ben al di sopra della media OCSE - sia del tipo di scuola.

Secondo numerosi studi, le persone in possesso di maggiori conoscenze finanziarie tendono, tra le altre cose, a prendere migliori decisioni sull’indebitamento, a risparmiare maggiormente per la propria pensione, a gestire meglio i propri soldi, a partecipare attivamente ai mercati azionari, ad operare scelte di portafoglio più diversificate, a scegliere fondi comuni d’investimento con commissioni contenute e, in definitiva, ad accumulare una maggiore ricchezza.

Con riferimento alla situazione italiana, dal più recente Report annuale della Consob, relativo alle abitudini d’investimento delle famiglie emerge un quadro piuttosto complesso. Innanzitutto vi è una marcata divergenza tra ciò che gli intervistati dichiarano di conoscere (conoscenza percepita) e l’accuratezza delle risposte fornite in merito ai relativi concetti (conoscenza effettiva). Che sia nel senso di sovrastimare o sottostimare le proprie conoscenze, il *mismatch* colpisce tra il 32% e il 41% degli intervistati.

La spinta maggiore a formarsi una conoscenza finanziaria viene dall'interesse personale (oltre il 30% del campione) e dall'esperienza nella gestione del budget familiare. Gli italiani mostrano una maggiore dimestichezza con prodotti finanziari meno complessi, come depositi, titoli di Stato e fondi azionari e obbligazionari.

3.2. LE *BIAS* COMPORTAMENTALI NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO

Secondo il modello dell'utilità attesa di von Neumann, utilizzato dalla teoria economica classica, i soggetti economici sono dotati di perfetta razionalità e prendono di conseguenza decisioni che massimizzano la propria utilità, in assenza di asimmetrie informative. Gli studi di Kahneman e Tversky, che negli anni Sessanta del secolo scorso hanno aperto il filone di ricerca della "finanza comportamentale", hanno dimostrato che le decisioni degli individui, soprattutto in situazioni di incertezza, sono il più delle volte guidate da meccanismi cognitivi (*euristiche*) inconsapevoli, basati sull'intuito e affetti da errori e fattori emotivi. Tra le euristiche di maggior impatto sulle decisioni d'investimento si segnalano: disponibilità (tendenza ad attribuire maggiore probabilità ad un evento il cui ricordo è più intenso: *easy to recall bias*), rappresentatività (tendenza ad applicare la legge dei grandi numeri a campioni poco rappresentativi o piccoli: *gambler's fallacy*), ancoraggio (tendenza a farsi influenzare da un singolo termine di paragone, non sempre davvero rilevante), effetto certezza (tendenza a sovrastimare probabilità molto piccole), avversione alle perdite (le probabilità di perdita pesano, nel processo decisionale, proporzionalmente di più delle probabilità di guadagno: funzione di utilità asimmetrica), contesto (*framing*: le preferenze vengono influenzate dal contesto e dalle modalità di presentazione del problema), conti mentali (separazione di entrate ed uscite in conti differenziati che violano il principio della fungibilità del denaro e chiusura dei conti in intervalli di tempo arbitrari), incoerenza dinamica (*dynamic inconsistency*: la scala delle preferenze non è costante al variare dell'orizzonte temporale considerato), ipersicurezza (*overconfidence*).

L'*overconfidence* può concretarsi nel sottostimare la variabilità di un evento (c.d. *miscalibration*) o nel ritenersi migliori della media (*better than average effect*). Collegati all'*overconfidence* vi sono, tra gli altri, la "distorsione da autoattribuzione" e l'ottimismo.

I risultati contenuti nel Report della Consob sulle decisioni d'investimento delle famiglie italiane sono coerenti con gli assunti della finanza comportamentale.

Diversamente da quel che si potrebbe ragionevolmente pensare, la *financial literacy* non è necessariamente una garanzia di protezione dal rischio di *overconfidence*. Nel

sondaggio del 2016 sono stati in maggioranza i più *financially literate* a commettere errori in tema di rapporto rischio-rendimento e di diversificazione. Infatti solo il 6% degli intervistati affermava di applicare un approccio di portafoglio ai propri investimenti, contro il 23% che si affidava alla propria contabilità mentale. A seconda del livello di conoscenze finanziarie, inoltre, varia la dimensione di rischio percepita come più rilevante. Individui con minori conoscenze considerano maggiormente il rischio di non comprendere le informazioni ricevute e di ricevere una tutela legale insufficiente, individui più *literate* danno maggiore enfasi ai trend di mercato e al rischio di liquidità. Nel 2017 sono state inoltre riscontrate le euristiche dell'ottimismo (33% del campione), dell'avversione alle perdite (55%), l'effetto framing (31%), incoerenza dinamica delle preferenze (34%).

3.3. LA DOMANDA DI CONSULENZA

Con specifico riferimento alla domanda di consulenza, risulta che oltre la metà degli italiani, prima di prendere decisioni d'investimento, si affida al consiglio di parenti, amici e colleghi, e che solamente un quarto di essi si avvale della consulenza di un esperto. In ogni caso, la consulenza più diffusa è quella ristretta ai prodotti emessi o distribuiti dall'intermediario di appartenenza del consulente e solo un 7% del campione riferisce di fruire di consulenza indipendente. Tra i fattori che trattengono gli intervistati dal rivolgersi ad un consulente vi è la mancanza di fiducia nello stesso. Coerentemente, le caratteristiche più apprezzate in un consulente sono la sua capacità di ispirare fiducia e l'appartenenza ad un intermediario di fiducia. Per quanto riguarda la disponibilità a pagare il servizio di consulenza, la quasi totalità degli intervistati si dichiara non disposta a pagare per una consulenza di tipo passivo, mentre il 40% sarebbe disposta a pagare tra le 250 e le 1.000 euro per una consulenza a valore aggiunto del tipo MiFID II.

CAPITOLO QUARTO: CONSULENZA, MIFID II E TUTELA DELL'INVESTITORE: UN'ANALISI CRITICA

4.1. LE MAGGIORI CRITICITÀ DELLA NUOVA DISCIPLINA DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

Mettendo in relazione la disciplina della consulenza finanziaria introdotta dalla MiFID II con i rischi insiti nelle decisioni d'investimento descritti dalla finanza comportamentale, si evidenziano alcune potenziali criticità nelle scelte del legislatore europeo (e in quello nazionale) che potrebbero compromettere la realizzazione di un'efficace tutela del risparmiatore-investitore.

Il primo dato osservato è l'eliminazione della distinzione terminologica tra promotori finanziari e consulenti finanziari indipendenti dagli intermediari, che ricadono oggi tutti sotto la definizione di consulente finanziario e sono tenuti ad iscriversi a sezioni diverse del medesimo albo professionale. Questa scelta potrebbe portare il cliente retail a non comprendere appieno la differenza tra l'una e l'altra tipologia di servizio.

In secondo luogo, ci si chiede se i questionari standardizzati utilizzati per raccogliere informazioni dai clienti e finalizzati alla loro profilatura siano in grado di ottenere dal cliente le informazioni necessarie ad una corretta valutazione di adeguatezza. Le ricerche empiriche condotte su questo aspetto hanno evidenziato la scarsa chiarezza delle domande ivi contenute e la vulnerabilità del questionario agli errori cognitivi ed alle distorsioni comportamentali dei clienti, tra cui l'effetto *framing* e l'*overconfidence*.

Con riferimento alle informazioni sui prodotti finanziari che vengono comunicate al cliente attraverso documenti sintetici (prospetti di sintesi, KIID e KID, a seconda dello strumento), il citato rapporto della Consob ha messo in evidenza l'abitudine degli italiani di non leggere affatto tali documenti o di farlo senza l'ausilio di un esperto. Ben venga dunque la tendenza in atto a livello europeo di semplificare i vari prospetti di sintesi destinati alla clientela generalista, facendoli convergere verso il modello più sintetico e chiaro che è rappresentato dal KID previsto per i PRIIPs. Ciò potrebbe incoraggiare gli investitori a confrontare maggiormente prodotti alternativi, aumentando la concorrenza e l'efficienza dei mercati.

Si mette in luce poi una particolare criticità dell'operare in veste di consulente "su base" indipendente. L'ESMA ha infatti chiarito che il consulente che offre consulenza su base indipendente e che "frequentemente" raccomanda come adatti ai propri clienti i prodotti emessi dal proprio intermediario o da altre entità ad esso strettamente legate è in potenziale conflitto d'interessi. In tal caso l'impresa potrebbe essere chiamata a condurre una ricognizione interna (*internal assessment*) che consideri come e su quali criteri sia avvenuta la valutazione e comparazione tra gli strumenti emessi dall'impresa stessa o da entità collegate ed un sufficiente e diversificato numero di altri strumenti disponibili sul mercato. Questa "presunzione" di conflitto d'interessi, a prescindere dal fatto che poi si riesca effettivamente a dimostrare la reale superiorità dei propri prodotti rispetto agli altri presenti sul mercato, pone a carico degli intermediari un onere non indifferente e potrebbe agire da disincentivo a fornire un simile servizio di consulenza.

Con riferimento ai consulenti "ibridi", una previsione che non condividiamo è quella che vieta in modo assoluto, allo stesso consulente persona fisica, di offrire le due tipologie

di consulenza. Riteniamo infatti che tale divieto andrebbe attenuato nel senso di prevedere l'incompatibilità quando si operi nei confronti dello stesso cliente e non di limitare la professionalità del consulente ad un solo tipo di servizio, creando di fatto due carriere distinte per la stessa figura professionale.

In merito agli obblighi informativi degli autonomi, ci sentiamo di appoggiare la posizione del sindacato NAFOP nel chiedere di eliminare la previsione del novellato TUF che pone a carico dei consulenti autonomi l'onere di fornire informazioni su rischi e costi dei prodotti finanziari, pur essendo gli stessi già richiesti agli intermediari che li distribuiscono e che sono più in grado di fornire un'informazione completa al riguardo.

4.2. L'EDUCAZIONE FINANZIARIA COME PARTE DELLA SOLUZIONE: LO STATO DELL'ARTE IN ITALIA

Alla luce delle iniziative di educazione finanziaria registrate nel nostro paese nel triennio 2012-2014, si auspica che le stesse aumentino nel numero e nella partecipazione e che coinvolgano maggiormente i soggetti più esposti ai rischi finanziari legati all'analfabetismo finanziario. L'educazione finanziaria può rappresentare il primo passo per comprendere la reale complessità dei mercati finanziari e per decidere di affidarsi ad un esperto che ci guidi nel gestire in modo più consapevole ed efficiente i nostri risparmi.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *La MiFID II, Rapporti con la clientela - governance - mercati*, a cura di Troiano V. e Motroni R., Wolters Kluwer - CEDAM, Padova, 2016.
- AA.VV., *La nuova costituzione economica*, a cura di S. Cassese, Roma-Bari, 2012.
- Abreu M., Mendes V., Financial literacy and portfolio diversification, in *Quantitative finance* 10.5, 2010, pp. 515-528.
- Amato G., *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze University Press, Firenze, 2013.
- Amato G., Il mercato nella Costituzione, in *Quaderni costituzionali*, 1992, n. 1.
- Annunziata F., *La disciplina dei mercati mobiliari*, Giappichelli, Torino, 2014.
- Bachman K., Hens T., *Investment competence and advice seeking*, Working Paper, 2014.
- Barca L., Manghetti G., *L'Italia delle banche*, Roma 1976.
- Bernheim B.D., Garrett D.M., Maki D.M., Education and saving: The long-term effects of high school financial curriculum mandates, in *Journal of public Economics*, 80(3), 2001, pp. 435-465.
- Bouchev P., Questionnaire quest: New research shows that standard questionnaires designed to reveal investors' risk tolerance levels are often flawed or misleading, in *Financial Planning*, July 1, 2004, 1.
- Calcagno R., Monticone C., Financial literacy and the demand for financial advice, in *Journal of Banking and Finance*, 2013, 50, pp. 363-380.
- Capriglione F., Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere, in Colombini - Passalacqua (a cura di), *Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Napoli, 2012.
- Civale F., Zitiello e Associati Studio Legale, Consulenza e MiFID II: Il nuovo assetto a "geometria variabile", *Diritto bancario*, Marzo 2015.
- Commissione Europea, *Quadro europeo delle qualifiche per l'apprendimento permanente (EQF)*, 2009.
- Consob, Comunicazione n.DIN/12084516 del 25 Ottobre 2012.
- Consob, Comunicazione n. DIN/1083623 del 7 novembre 2001.
- Consob, Comunicazione n. DI/76878 del 18 ottobre 2000.
- Consob, Comunicazione n. DI/43152 del 2 giugno 2000.
- Consob, Comunicazione n. 99038880 del 14 maggio 1999.
- Consob, Comunicazione n. BOR/RM/94405134 del 23 maggio 1994.
- Costi R., Il finanziamento, la consulenza, il collocamento. I tanti mestieri delle banche, in G. D. Mosco, F. Vella (a cura di), *Imprese e investitori. Crescita, tutele, interessi*. Collana di "Quaderni di giurisprudenza commerciale", Giuffrè, Milano, 2008, pp. 75 e ss.
- CRA International, *Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market*, Brussels, 2006.

- Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica, *Bancaria*, 2018. in corso di pubblicazione.
- Cutts M., *Oxford Guide to Plain English*, Oxford University Press, 4th edition, September 15, 2013.
- De Gioia P., Carabellese, *L'attività fuori sede da parte di banche e imprese. L'intermediazione finanziaria e assicurativa aggiornata al ddl n. 7/2007*, Halley Editrice, Macerata.
- De Palma A., Picard N., *Evaluation of MiFID Questionnaires in France*, Study for the AMF, 2010.
- De Rossi F.M., Gariboldi D., Leggieri G., Russo A., Il marketing dei fondi comuni italiani: modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza, in *Quaderni di Finanza* n. 61, Consob, gennaio 2008.
- Di Ciommo F., La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici, *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 1/2017, Luiss, Roma.
- Disney R., Gathergood J., Weber J., *Credit counseling: A substitute for consumer financial literacy?*, IFS Working Paper W14/32, 2014.
- ESMA, *Q&As: On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, ESMA 35-43-349, del 18 dicembre 2017.
- ESMA, *Consultation Paper Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA 35-43-748 del 13 luglio 2017.
- ESMA, Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze, ESMA/2015/1886 IT, 2016.
- ESMA, *Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, ESMA n. 2014/1569 del 19 dicembre 2015.
- ESMA, *CESR's guide to clear language and layout for the Key Investor Information document*, CESR/10-1320, 20 Dicembre 2010.
- ESMA, *Inducements: Report on good and poor practices*, CESR/10-295, del 10 aprile 2010
- Fischhoff B., Slovic P. e Lichtenstein S., *Knowing With Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence*, in *Journal of Experimental Psychology: Human Perceptions and Performance*, 1977, 3, pp. 552 e ss.
- Franceschi F., Romagnoli A. e Tracò F. (a cura di), *Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14*, Banca d'Italia, 2015.
- Gabrielli E., Lener R., *I contratti del mercato finanziario*, Utet Giuridica, Torino, 2011.
- Guizzi F., La tutela del risparmio nella Costituzione, in *Il Filangieri*, 2-4, 2005.
- Hung A.A., Yoong J.K., *Asking for help: Survey and experimental evidence on financial advice and behavior change*, RAND Center for Labor and Population, Working Paper, 2010.
- Kahneman D., Knetsch J.L. e Thaler R.H., Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias, in *Journal of Economic Perspectives*, 1990, 5, pp. 193-206.
- Kahneman D., Slovic P., Tversky A. (a cura di), *Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases*, New York, Cambridge University Press, 1982.
- Kahneman D., Tversky A., The framing of decisions and the psychology of choice, in *Science*, 211, 1981, pp. 453-458.

- Kahneman D., Tversky A., Prospect theory: An analysis of decision under risk, in *Econometrica*, 47, 1979, pp. 263-291.
- Kahneman D., Tversky A., Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases, in *Science*, 185, 1974, pp. 1124-1131.
- Kramer M.M., *Financial literacy, overconfidence and advice seeking*, EFMA working paper, 2014.
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (a cura di), *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, Consob, 2017
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P. (a cura di), *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, Consob, 2016
- Linciano N. e Soccorso P., *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Consob Discussion Paper, 4, 2012.
- Linciano N., Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail: le indicazioni di policy della finanza comportamentale, in *Quaderni di finanza Consob*, Studi e ricerche, n. 66, gennaio 2010
- Linciano N., Gentile M., Soccorso P., Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the italian market, in *Quaderni di Finanza*, Consob, 2006, n. 83.
- Lusardi A., Tufano P., Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness, in *Journal of Pension Economics and Finance*, 14(4), 2015, pp. 332-368.
- Lusardi A., Mitchell O.S., The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, in *Journal of Economic Literature*, *American Economic Association*, vol. 52(1), pages 5-44, March 2014.
- Lusardi A., Mitchell O.S., *Financial literacy and planning: Implications for retirement wellbeing* (No. w17078). National Bureau of Economic Research, 2011.
- Mancini M., Dalla vigilanza armonizzata alla banking union, in *Quaderni di ricerca giuridica* n. 73, Banca d'Italia, 2013.
- Marinelli N., Mazzoli C., "Profiling investors with the MiFID: current practices and future perspectives", Research paper for Ascosim, 2010.
- McGraw Hill Financial, *Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey*, 2015.
- Merusi F., Volume I, sub Art. 47 Cost., in *Codice commentato della Banca. Disciplina generale*, a cura di F. Capriglione e V. Mezzacapo, Milano, 1990, pp. 22 e ss.
- NAFOP, "Osservazioni al Regolamento Consob sui Consulenti Finanziari", 28 settembre 2017.
- OECD (OCSE), *PISA 2015 Assessment and Analytical Framework: Science, Reading, Mathematic, Financial Literacy and Collaborative Problem Solving*, OECD Publishing, Paris, 2017.
- OECD (OCSE)-INFE, *National Strategies For Financial Education OECD/INFE Policy Handbook*, 2015.
- OECD (OCSE), *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005.
- Paracampo M., Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario, in E. Sabatelli (a cura di) *Studi in Onore di Umberto Belviso*, Vol. III, Cacucci, 2011, 1693.
- Rossi P., Il nuovo regime della consulenza finanziaria nella MiFID II: prime riflessioni, *Amministrazione in cammino*, 28 dicembre 2017.

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

Sangiovanni V., L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid, in *Magistra, Banca e Finanza*, www.magistra.it, ISSN 2039-7410, 2010.

Sartori F., Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive Mifid, in *Rivista di diritto privato*, 2008, § pp. 25 e ss.

Scolari M., *Verso la MiFID II: la legittimità degli incentivi nei servizi d'investimento*, *Bancaria* n. 5/2015, www.bancaria.it

Scolari M., Il valore della consulenza finanziaria, in *Banca Finanza*, n. 4/2010.

Tarola - Leoni - Giliberti - Rizzo - Mosco - Pace - Ciccaglioni - Tempestini - Amato - Giammarile, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, Consob, 2014.

Tedeschi F., MiFID - La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari.. Parere pro veritate rilasciato dal professor Fabrizio Tedeschi, docente di gestione aziendale università di Parma, in *Rivista di Diritto Bancario*, www.dirittobancario.it, dicembre 2008.

Tekçe B., Yılmaz N., Bildik R., What factors affect behavioral biases?: Evidence from Turkish individual stock investors, in *Research in International Business and Finance*, 37, May 2016, pp. 515–526.

Thaler R., Mental Accounting and Consumer Choice, *Marketing Science*, 1985, 4 (3), pp. 199–214.

Tversky A., Kahneman D., Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model, *The quarterly journal of economics*, 106(4), 1991, pp. 1039-1061.

Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R., *Financial Literacy and Stock Market Participation*; National Bureau of Economic Research Working Paper 13565, 2007.

Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R., Financial literacy and stock market participation, in *Journal of Financial Economics*, 2007, 191, pp. 449–472.

Von Neumann J., Morgenstern O., *Theory of games and economic behavior*, Princeton (N.J), Princeton University Press, 1944.

Wason P.C., On the failure to eliminate hypotheses in a conceptual task, in *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 1960, 12, pp. 129-140.

Wason P.C., The processing of positive and negative information, in *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 1959, 11, pp. 92-107.

Zatti F., La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?, in AA.VV. *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010.

Zitiello L., Lo sviluppatore bancario, in *Distribuzione integrata di prodotti bancari, finanziari e assicurativi: soggetti, competenze, responsabilità*, ITA, Atti di Convegno, Milano, 6-7-8 maggio 2002.