

LUISS



Dipartimento di Economia e Management

Cattedra di Diritto Pubblico dell'Economia

MiFID 3: la rivoluzione della consulenza finanziaria e la sua semplificazione

Valerio Lemma

Relatore

Edoardo Chergia

Candidato

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

PREMESSA

CAPITOLO 1: CONSULENZA FINANZIARIA: QUADRO DI RIFERIMENTO NORMATIVO

- 1.1 La tutela del risparmiatore/investitore nell'ordinamento nazionale ed europeo*
- 1.2 Evoluzione storica della disciplina fino alla direttiva 2004/39/CE (MiFID)*
- 1.3 La Direttiva N. 2014/65/CE, o Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) e il Regolamento MiFIR*

CAPITOLO 2: IL CONSULENTE INDIPENDENTE E LA PARTECIPAZIONE AL MERCATO FINANZIARIO IN ITALIA

- 2.1 I players della consulenza finanziaria*
- 2.2 L'oggetto della consulenza finanziaria indipendente*
- 2.3 Le linee guida ESMA e le consultazioni CONSOB sulla valutazione di conoscenze e competenze del personale di banche ed intermediari*
- 2.4 Principali differenze tra consulente indipendente e promotori/dipendenti bancari*
- 2.5 Alcune considerazioni di sintesi: punti di forza e di debolezza della Mifid II*

CAPITOLO 3: LIVELLO TRE MIFID ED I RAPPORTI TRA STAKEHOLDERS

- 3.1 Il concetto di "tolleranza al rischio" e gli studi di finanza comportamentale*
- 3.2 La variabile emotiva nelle scelte degli individui*
- 3.3 L'incipit della finanza comportamentale: le evidenze della Prospect Theory*
- 3.4 MiFID 3: motivazioni, principi e profili innovativi*
- 3.5 Regole di trasparenza e protezione dell'investitore*

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

Premessa

La condizione del contesto economico e della realtà storica è particolarmente vincolante rispetto ai presupposti di scelta del mercato finanziario dove l'utente deve cimentarsi nella valutazione dell'investimento. Un mercato che cambia connotazione, aprendo un nuovo percorso verso piattaforme informatiche che dominano le informazioni. Dal luogo fisico alla piattaforma digitale i mercati finanziari sono regolati da normative nazionali e da leggi internazionali dove ogni precetto economico è costantemente vincolante rispetto alle possibilità offerte di fruibilità. L'evoluzione del settore offre una vasta gamma di prodotti e strumenti finanziari ma non sempre sono percepiti e scelti in condizione tale da poter assicurarsi un grado di fiducia e di rischio. Prima di arrivare a decidere come e su cosa investire la normativa ha introdotto molti elementi che definiscono un profilo rispetto agli obiettivi e la figura dell'intermediario. La possibilità di poter interagire in maniera diretta è pressoché condizionata dalle relazioni con altri soggetti che con altri ruoli diventano "intermediari" a cui affidare la nostra fiducia. Proprio in questo contesto di domanda/disponibilità di risparmio la normativa introduce il ruolo della consulenza finanziaria che "assicura" la gestione del nostro capitale.

Lo studio ci porta attraverso la normativa comunitaria e nazionale, a delineare momenti, condizioni e ruoli verso una fruizione informata e consapevole del servizio di consulenza con un grado massimo di tutela.

Lo studio nel primo capitolo si articola nella descrizione della normativa e le novità introdotte dalla Direttiva MiFID del 2014 rilevando le intenzioni del legislatore e le condizioni in cui operano i soggetti e le dinamiche che il mercato del settore hanno evidenziato sia in ambito nazionale che europeo. La libertà di poter superare i confini nazionali per i paesi aderenti offre un sistema più aperto alle esigenze del risparmiatore e della tutela del risparmio sin dalla scrittura della Carta Costituzionale: il valore da tutelare "efficienza del mercato" rappresenta in sintesi la convergenza delle singole iniziative economiche individuali tutelate dalla Costituzione.

Nel secondo capitolo si specifica le modalità e la configurazione dei singoli soggetti che erogano il servizio fino alle novità del MiFID II. La definizione di indipendenza e gli elementi che delineano l'oggetto della consulenza offrendo un quadro che la normativa ci offre dalla "professionalità" del consulente alla "profilazione" del cliente. La normativa stabilisce come le opportunità che i risparmiatori pongono possono realizzarsi in considerazione delle diverse tipologie di consulenza con maggiore chiarezza e precisazione rispetto all'idea di un risparmio oltre la sua possibilità di comprensione.

Nel terzo capitolo viene analizzato il concetto di "propensione al rischio" e la condizione a cui la normativa fa riferimento di informativa e raccomandazione dal suo profilo economico-finanziario. Si

introduce la finanza comportamentale che segna l'interesse di superare la miopia del mercato attraverso un orizzonte del breve periodo di percezione dell'investimento.

1 - CONSULENZA FINANZIARIA: QUADRO DI RIFERIMENTO NORMATIVO

L'ambiente del mercato finanziario ha confini giuridici ed economici molto complessi dovuto ad una articolata condizione oggettiva e dal rapporto di soggetti e strumenti costantemente in evoluzione. L'unione finanziaria e l'unione bancaria ha favorito su tutta l'Unione un mercato dei capitali più ampio dove interessi e investitori possano convivere all'interno dei propri stati con la medesima tutela.

La sovranità dei regolamenti europei e delle direttive recepite hanno permesso un cambiamento introducendo nuove condizioni conformando il quadro normativo.

La normativa nazionale ed europea ridefinisce il mercato finanziario delineando una duplice veste per soggetto coinvolto, tra *risparmiatore* e "fruitore" dei servizi finanziari, con maggiore attenzione alla figura della consulenza finanziaria compresa tra i servizi d'investimento autorizzati.

1.1 - La tutela del risparmiatore/investitore nell'ordinamento nazionale ed europeo

La direttiva MiFID sin dal 2007 in generale ha di fatto contribuito con regole comuni in evoluzione su più aspetti che incidono sulle attività finanziarie:

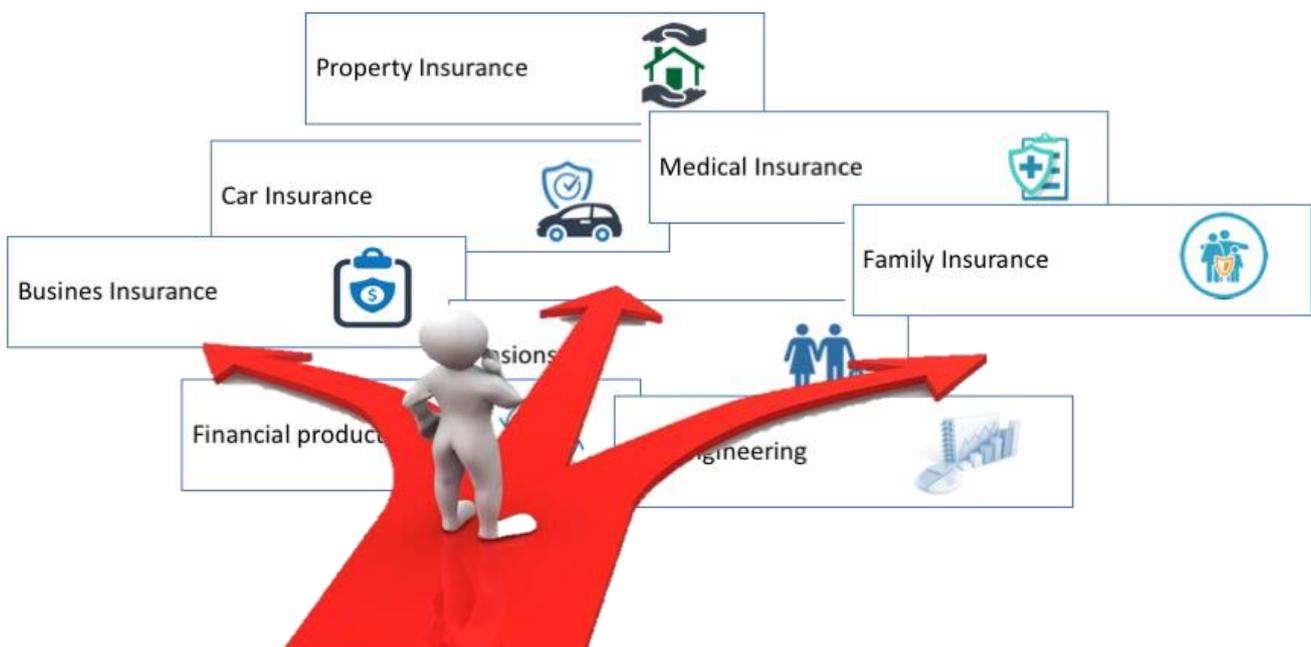
- Nuove regole di comportamento e strutturazione degli intermediari finanziari
- Nuova classificazione dei clienti con la previsione di obblighi proporzionali alle diverse categorie
- Inquadramento della consulenza finanziaria tra le attività riservate;
- Eliminazione dell'obbligo di negoziare su mercati regolamentati ed il pieno riconoscimento delle sedi alternative di negoziazione;
- Nuove regole sui conflitti d'interesse;
- Introduzione dell'obbligo di comunicare alla clientela la presenza di eventuali incentivi provenienti da terzi e garantire comunque al cliente la medesima qualità del servizio fornito.
- Riformulazione del servizio di consulenza, con obbligo di valutare periodicamente l'adeguatezza dei servizi consigliati;
- Disciplina dei rapporti tra produttori e distributori di strumenti finanziari;
- Introduzione della figura dell'agente collegato nell'ambito delle offerte fuori sede.

Introducendo il complesso sistema normativo illustriamo come una molteplicità di aspetti hanno concorso ad alimentarne le dinamiche rilevanti. La disamina anticipando la normativa parte proprio da come i cambiamenti indicano condizioni relative a più fattori e in particolare:

- ✓ Mercati sempre più globalizzati e instabili dipendenti da situazioni geopolitiche conflittuali

- ✓ Ricerca e sviluppo di prodotti finanziari derivati da approcci multidisciplinari (economia, finanza, ingegneria, statistica e informatica) che possano confrontarsi con sistemi più complessi e rischiosi ma allo stesso tempo con un grado di personalizzare maggiore che risponda alle singole esigenze.
- ✓ De-cartolarizzazione con tecniche atte ad eliminare inconvenienti e ad incorporare il diritto nel titolo di credito per cui la circolazione di tali documenti diventi più raggiungibile dal mercato. negoziabili, attraverso la creazione di un titolo cedibile sul mercato dei capitali. Creare titoli più agevoli per l'esercizio dei diritti, negoziabili in grado di generare flussi e pronti alla circolazione, da ricchezza vincolata in attività finanziarie indivise ed illiquide detenuta dalle imprese.
- ✓ Evoluzione dell'aspetto temporale e remunerativo dei fattori finanziari
- ✓ Informatizzazione e digitalizzazione dei processi attraverso nuovi supporti o canali con lo scopo di aumentare la specificità del servizio e la "profilazione" del risparmiatore.

Proprio in questa ottica che soggetti, strumenti e valore degli investimenti interagiscono per l'attività delle risorse finanziarie. Ogni investitore può gestire, in proprio, i propri risparmi o affidarli, attraverso strumenti e figure diverse essendo tutelato da normative nazionali e direttive europee.



La domanda ed il ricorso a soluzioni che possano favorire la gestione e l'interesse del benessere finanziario dipendono dalla "competenza" e dalla necessità di migliorare le proprie "informazioni" su servizi e prodotti. Sono le stesse soluzioni finanziarie e la loro gestione che inquadrano il ruolo dei soggetti e le dinamiche dei rapporti: investitore, intermediario e consulenza. La diversa *competenza* e *asimmetria*

sull'informazione, delle varie figure, introduce un fitto sistema che ha come obiettivo l'esercizio dei servizi e delle attività di investimento rispetto ad un equilibrio finanziario e del benessere personale.

In quest'ottica che si ricorre a fruire di servizi di investimento offerti da soggetti diversi rispetto a operatori specializzati che si avvantaggino di posizioni privilegiate in cui specificati soggetti godono di una posizione di vantaggio rispetto ad altri proprio per la disponibilità delle informazioni.

Le due condizioni diverse a cui ci si trova sono:

- Adverse selection: informazioni nascoste che tendono a distruggere il mercato perché le stesse risultano difficoltose da reperire
- Moral hazard: azioni nascoste che costringono il mercato stesso ad innalzare i costi perché valutati sui rischi massimi creando uno squilibrio nell'assunzione del rischio

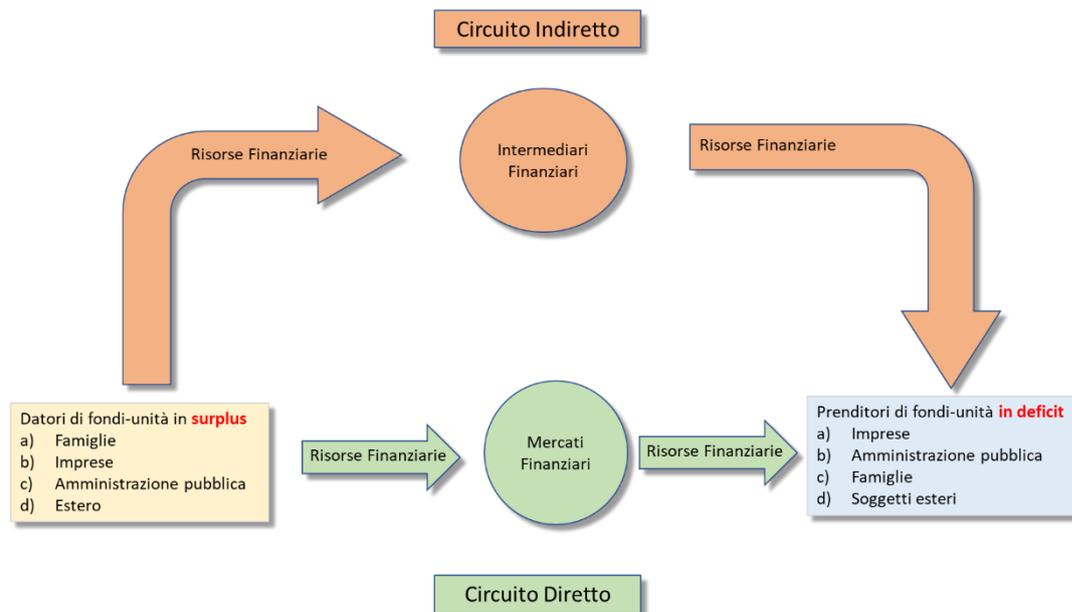
La normativa e le integrazioni delle ultime Direttive hanno fatto sì che non si verificassero condizioni di "monopolio dei mercati regolamentati", uniformando regole condivise e la risoluzione del conflitto di interessi e della scarsa informazione.

L'ambiente del mercato finanziario e l'operatività dei soggetti si delinea lungo un quadro normativo che ne garantisce stabilità e monitoraggio nelle condizioni di convivenza. I punti degni di interesse sono molteplici ma passano per la trasparenza, l'educazione finanziaria, la conoscenza rispetto ad una sfrenata distribuzione dell'innovazione finanziaria.

Il servizio di investimento e le attività ricomprese nel fitto sistema ben rappresentano le prestazioni di particolari soggetti definiti che rispondono alla "domanda", di soggetti altrettanto delineati (pubblici, privati), rispetto alla gestione finanziaria di prodotti e servizi.

Il Mercato Finanziario ha un ruolo e una funzione nel sistema economico. La domanda e offerta di servizi introducono soggetti con disponibilità di risorse finanziarie in eccesso rispetto alle proprie necessità ed ulteriori soggetti che ricercano risorse finanziarie. Sia dalla parte del risparmiatore che del richiedente si genera un flusso che ha come obiettivo l'allocazione del capitale e il benessere dei consumatori.

Le funzioni dei mercati, al di fuori di quelli dedicati alla negoziazione dei rischi (mercati derivati), è quella di consentire il finanziamento come gli investimenti attraverso la negoziazione e la valutazione degli strumenti scambiati a disposizione.



Le operazioni di trasferimento di risorse finanziarie sono:

Finanziamento diretto: operazioni che mettono nelle condizioni di fornire direttamente al soggetto in passivo la disponibilità dei propri fondi da parte di chi è in attivo (es. azioni e obbligazioni)

Finanziamento indiretto: si concretizza quando chi dispone dei fondi li affida ad un **intermediario** (ad esempio, la banca), il quale poi decide a chi, come, e dove destinare questi fondi

In questa ottica che gli obiettivi e i ruoli dei diversi soggetti coinvolti sono ben delineati dalla normativa rispetto ad una regolamentazione del Sistema Finanziario e si prefissano:

- ✓ Migliorare l'informazione dell'investitore
- ✓ Assicurare la sicurezza degli intermediari

I servizi di investimento, per il ruolo cui sono volti, possono essere prestati solo da quei soggetti dotati di una specifica autorizzazione rilasciata, a seconda dei casi, dalla Consob o dalla Banca d'Italia.

I soggetti a cui possono essere rilasciate le autorizzazioni sono le società di intermediazione mobiliare, le banche italiane e le società di gestione del risparmio: possono prestare i servizi di investimento se sono denominati *intermediari* per cui operano rispetto all'autorizzazione Consob, dalla Banca d'Italia o dalle autorità della Comunità Europea.

1.1.2 Imprese di investimento e soggetti

L'albo previsto dall'art. 20 del d.lgs. n. 58/1998 contiene i termini di applicazione con la specifica dei soggetti che espletano il servizio e le attività di investimento rafforzato dall'art. 18 del TUF 16.03.2018 nel cui Capo I sono riportati dagli art. 18, 19 e 20 i soggetti, le autorizzazioni e l'albo con la specifica della revoca.

SIM – Società di intermediazione mobiliare: società per azioni che svolge attività per l'intermediazione mobiliare ed i servizi di investimento. Dal TUF si denota la differenza con le banche per cui “l'impresa di investimento avente forma di persona giuridica con sede legale e direzione generale in Italia, diversa dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del T.U. bancario, autorizzata a svolgere servizi o attività di investimento.”. La matrice è bancaria e assicurativa ma si differenzia

Banche italiane: permettono e facilitano il trasferimento dei fondi da soggetti in avanzo a quelli in disavanzo sia per soggetti privati (non propensi al rischio) che per le imprese con difficoltà di reperimento. (altre attività: negoziazione, collocamento e distribuzione di strumenti finanziari di terzi).

SGR – Società di gestione del risparmio: società per azioni autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio attraverso la gestione collettiva del risparmio come Sgr promotrice o come Sgr gestore¹. Ai sensi dell'art. 34 TUF le società di gestione del risparmio sono autorizzate dalla Banca d'Italia, sentita la Consob il cui albo è all'interno degli intermediari bancari e finanziari vigilati dalla Banca d'Italia.

Intermediari finanziari previsti dall'art. 106 TUB: esercitano almeno una delle seguenti attività finanziarie:

- a) Concessione dei finanziamenti nei confronti del pubblico (disciplina MEF).
- b) Riscossione dei crediti ceduti e servizi di cassa e di pagamento (art.2, commi 3, 6 e 6-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130 in materia di cartolarizzazione dei crediti (c.d. servicing).

Banche di Paesi comunitari : la Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza l'esercizio dei servizi e delle attività d'investimento da parte delle banche italiane e delle succursali italiane di banche di paesi terzi,

Imprese di investimento di Paesi comunitari : sono iscritte in un apposito elenco allegato all'albo possono offrire in Italia i servizi per i quali sono state autorizzate dall'autorità di vigilanza del Paese d'origine.

Imprese di investimento extra-comunitarie: autorizzate ai sensi degli articoli 28 e 29-ter

Banche extra-comunitarie

Agenti di cambio

L'intermediario dichiara di possedere l'autorizzazione rilasciata mentre la Consob pubblica l'albo delle imprese di investimento italiane (sim), di quelle comunitarie e di quelle extra-comunitarie a cui ognuno può accedere. Per i soggetti bancari la verifica può essere eseguita presso la Banca d'Italia.

I servizi di investimento all'interno dell'Europa possono essere svolti indistintamente in quanto le norme europee comunitarie disciplinano la materia in tutti i Paesi membri. La libertà di poter operare riguarda tutti i soggetti premesso che lo stesso venga autorizzato dall'autorità competente del proprio paese. Il soggetto può di fatto entrare sia direttamente che indirettamente nelle operazioni del singolo paese diverso

¹ Sgr promotrice: servizio realizzato attraverso la promozione, l'istituzione e l'organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti.

Sger gestore: servizio realizzato attraverso la gestione del patrimonio di Organismi di investimento collettivo del risparmio, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento in strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili;

da quello autorizzante usufruendo di succursali. L'autorità di vigilanza esercita tale controllo per competenza territoriale per cui l'autorità del paese ospitante la succursale opererà di conseguenza sulla sana e prudente gestione dell'intermediario.

L'autorizzazione consente l'esistenza dei requisiti di professionalità, onorabilità e solidità finanziaria e sottopone tutti i soggetti autorizzati ad un regime di *vigilanza* continua.

1.1.3 Servizi e attività

Secondo il TUF i servizi e le attività di investimento possono essere raggruppate in:

- a) esecuzione di ordini per conto dei clienti : acquisto o vendita di titoli per conto del cliente
- b) negoziazione per conto proprio: l'intermediario proprietario di titoli lo acquista o lo vende al cliente
- c) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione: sistemi che consentono di facilitare proposte di acquisto e di vendita provenienti da una pluralità di operatori sulla base di regole predeterminate assimilabili in qualche modo ai mercati regolamentati;
- d) ricezione e trasmissione di ordini: l'intermediario riceve dal cliente un ordine di acquisto o vendita di titoli e lo trasmette ad altro intermediario per l'esecuzione
- e) sottoscrizione e/o collocamento: distribuzione di strumenti finanziari con l'assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- f) gestione di portafogli: gestione del patrimonio investendo in strumenti finanziari
- g) consulenza in materia di investimenti: il consulente fornisce consigli o raccomandazioni personalizzati (cioè ritenuti adatti al cliente) circa una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario.

L'intermediario oltre la gestione caratteristica esercita ulteriori "altre attività" previste dal TUB per cui la giustificazione di un esercizio di attività di "diversa natura" ossia "concessione di finanziamenti" ne sottolinea le subordinarietà stabilite.

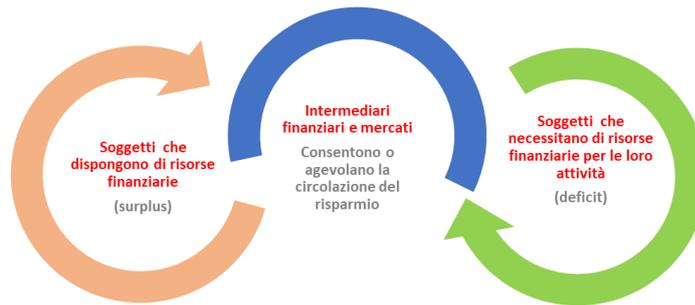
L'art. 106/2 del T.U.B. (D.lgs 141/2010) dispone di fatto che gli intermediari finanziari possono inoltre:

1. Prestare servizi di pagamento e quindi iscritti nell'ulteriore relativo albo degli Istituti di Pagamento;
2. Emettere moneta elettronica, quali iscritti nell' ulteriore albo degli Istituti di Moneta Elettronica;
3. Prestare servizi d'investimento, nei casi e alle condizioni previste dalla Banca d'Italia (art.18/3 TUF)
4. Eseguire "altre attività", a condizione che siano svolte in via subordinata rispetto alle attività di concessione di finanziamenti.

A titolo esemplificativo tra le attività rientrano:

- la promozione e conclusione di contratti relativi alla concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma e alla prestazione di servizi di pagamento
- l'erogazione di finanziamenti agevolati e la gestione di fondi pubblici

- la distribuzione di prodotti assicurativi previa iscrizione negli appositi registri (art.109, d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209).



Lo svolgimento, subordinato, delle “altre attività” espone l’intermediario finanziario a un rischio maggiore (operativo, legale, di reputazione etc.) che andrà presidiato, nel rispetto della sana e prudente gestione dell’intermediario finanziario unico.

L’autorizzazione a prestare servizi di pagamento e/o l’emissione di moneta elettronica, l’Intermediario finanziario unico potrà essere autorizzato previa costituzione di un patrimonio destinato che qualificherà l’Intermediario stesso, “Ibrido finanziario” con la funzione di società gemmante mentre per i servizi di pagamento e/o emissione di moneta elettronica si farà riferimento al “patrimonio destinato”, debitamente costituito in conformità alle disposizioni civilistiche.

1.1.4 Dalla tutela all’informazione

Nella rilevanza del ruolo svolto nel sistema, presuppone che, il soggetto che ricorre al risparmio possa essere tutelato da regole e strumenti per fruire delle prestazioni rispetto agli investimenti e alle scelte di obbligarsi. Il TUF impone a tutti i soggetti, di essere all’interno della normativa che li abilita, ma alla stessa stregua nel rispetto di alcuni principi di comportamento riguardo l’interesse dei clienti.

Il TUF impone a tutti i soggetti, autorizzati abilitanti, di seguire alcuni principi generali così da specificare:

- ✓ Diligenza - Agire in maniera professionalmente adeguata è il comportamento a cui deve attenersi l’intermediario, come altri professionisti, nel rispetto del principio di diligenza enunciato dall’art. 1176, comma 2, cod. civ. il quale prevede che, la diligenza deve essere valutata con riguardo alla natura dell’attività esercitata
- ✓ Correttezza - Comportarsi con lealtà, senza altri fini che non siano quelli dell’interesse del cliente e rispettare tutte le prescrizioni.

- ✓ Trasparenza -Fornire al cliente tutte le informazioni necessarie sul servizio prestato.

La condizione di *trasparenza*, si lega all'informazione, è rivolta al cliente per chiarire tutte le informazioni necessarie del servizio prestato.

Punto essenziale è proprio riguardo alla chiarezza e alla conoscenza di ogni indicazione per cui gli obblighi per gli intermediari sono molteplici riguardo a qualsiasi strumento e rispetto all'asse temporale dell'operatività del servizio richiesto.

Prima di investire sul servizio proposto, le indicazioni debbono essere ben definite e fornite al cliente nei tempi utili all'operazione su un supporto che il cliente preferisce: si dovrà tener conto di diversi elementi che riguardano i recapiti, la lingua da usare per comunicare, la dichiarazione di autorizzazione fino all'autorità che l'ha rilasciata.

Altre informazioni sono più "sostanziali" e riguardano:

- ✓ i metodi di comunicazione tra cliente e impresa;
- ✓ le modalità di rendicontazione dell'attività svolta;
- ✓ le modalità con cui l'intermediario garantisce la tutela delle somme o dei titoli dei clienti eventualmente detenuti.

Ulteriori informazioni che debbono essere fornite con maggior dettaglio, riguardo lo strumento, quando gli stessi sono detenuti da terzi: il sistema di indennizzo o di garanzia dei depositi dei clienti e la descrizione anche sintetica della politica seguita in materia di conflitti di interessi. Altre informazioni riguardano le modalità con cui l'intermediario custodisce i titoli e le somme, come la modalità della gestione dei conflitti di interessi che inevitabilmente si possono creare se l'intermediario appartiene ad un gruppo di società che opera in più settori.

Essenziale in questo senso conoscere quale sistema di indennizzo sia previsto se l'intermediario avesse problemi finanziari, tali da determinare l'apertura di procedure concorsuali.

L'intermediario deve descrivere inoltre al cliente tutte le caratteristiche ed i rischi del tipo di strumento finanziario proposto o che si acquisterà con il servizio di investimento.

I *rischi*, devono essere evidenziati:

- ✓ *rischio di perdita totale* e l'incidenza dell'*effetto leva*;
- ✓ la possibilità di oscillazioni del prezzo dello strumento finanziario ed eventuali limiti alla sua liquidabilità;
- ✓ la possibilità che dall'investimento derivino impegni, obbligazioni, passività potenziali che si aggiungono al costo di acquisizione del titolo.
- ✓ pratiche di marginatura connesse all'investimento.

Un'ulteriore parte di informazione deve riguardare i costi per cui l'intermediario deve informare il cliente dei costi del servizio offerto ed in particolare:

- ✓ il *prezzo totale* (comprensivo quindi di ogni competenza, commissione, onere, spesa e imposta da pagare tramite l'intermediario) a carico del cliente per il servizio o lo strumento finanziario;
- ✓ i singoli elementi che compongono il costo totale;
- ✓ le spese e i tassi di cambio per gli investimenti in valuta;
- ✓ la possibilità che emergano altri costi e imposte al di fuori di quelli da pagare all'intermediario.

L'ammontare limita il rendimento dell'investimento e spesso in maniera significativa ne pregiudica la scelta. Successivamente all'investimento l'intermediario deve fornire tutte le informazioni inviando oltre che la rendicontazione dell'attività prestata comprensiva della specificità dei costi.

Tutti gli elementi descritti debbono essere contenuti all'interno di una documentazione scritta ad eccezione di quegli ordini che si conferiscono all'intermediario in esecuzione del contratto.

Elementi essenziali del documento sono:

- ✓ informazioni sul servizio e prestazione
- ✓ modifica e rinnovo del contratto
- ✓ modalità per impartire ordini e istruzioni
- ✓ contenuto delle rendicontazioni e la loro frequenza
- ✓ soglia di perdita oltre la quale è previsto avvertire il cliente
- ✓ remunerazione e incentivi dell'intermediario
- ✓ servizi di consulenza
- ✓ procedure di conciliazione e arbitrato in caso di controversie

L'informazione e gli ulteriori elementi in seno all'intermediario riguardano alcuni concetti essenziali:

Adeguatezza: valutare l'adeguatezza dell'investimento si concretizza specificando ogni aspetto finanziario:

- ✓ conoscenza ed esperienza in materia di investimenti - la natura, la dimensione e la frequenza delle operazioni finanziarie già compiute - il livello di istruzione e la professione svolta;
- ✓ situazione finanziaria –utile conoscere la fonte e la consistenza del reddito e patrimonio complessivo dell'investitore come anche gli impegni finanziari già assunti
- ✓ obiettivi di investimento – il lasso di tempo che vogliamo investire il nostro denaro, la nostra propensione al rischio e le finalità per cui investiamo.

Nell'interesse del cliente l'operazione potrà considerarsi adeguata solo dopo questa serie di informazioni che portano ad una forma di *tutela* realmente efficace per il risparmiatore e, al contempo, un impegno gravoso per l'intermediario che avrà l'onere, e la corrispondente responsabilità (da far valere anche in caso di controversie), di porre in essere o consigliare solo operazioni adeguate.

Appropriatezza: riguardo ai servizi di investimento l'intermediario deve valutare che l'investimento proposto o richiesto dal cliente sia appropriato e la valutazione rispetto all'adeguatezza tiene conto di un minor numero di elementi.

Per valutare ciò l'intermediario richiede al cliente informazioni riguardo, la sua conoscenza ed esperienza circa il tipo di strumento o servizio proposto o richiesto. Per cui si raccolgono informazioni sul tipo di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali ha dimestichezza, la natura, la dimensione e la frequenza delle operazioni finanziarie realizzate in passato, il livello di istruzione e la professione svolta. Il carattere di appropriatezza si riferisce alle conoscenze ed esperienza del cliente sufficienti per far comprendere i rischi connessi al prodotto stesso. La valutazione sarà possibile solo se si riceveranno alcune informazioni altrimenti la prestazione può essere erogata e non sarà la migliore condizione per valutare l'appropriatezza dell'investimento.

Mera esecuzione di ordini (execution only): svolgimento dei servizi di esecuzione di ordini e di ricezione e trasmissione di ordini. La modalità può essere adottata in caso di:

- ✓ azioni quotate in un mercato regolamentato;
- ✓ strumenti del mercato monetario;
- ✓ obbligazioni e altri titoli di debito (come i titoli di Stato);
- ✓ fondi armonizzati (sono i comuni fondi di investimento);
- ✓ altri strumenti finanziari non complessi.

Nella mera esecuzione l'ordine viene eseguito senza dover valutare se l'appropriatezza per il cliente per cui non si raccoglie e conosce alcuna informazione pur rimanendo l'obbligo di informare i clienti sul rispetto delle regole in materia di conflitti di interessi.

Il venir meno della tutela consegue una maggiore responsabilizzazione per cui si dovrà valutare, senza alcun aiuto da parte dell'intermediario, se una certa operazione è appropriata o meno.

Gli incentivi (inducements): sono compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o ricevuti da un intermediario in connessione alla prestazione di un servizio di investimento. Il compenso riguarda ogni prestazione per cui aumentano gli incentivi. Gli incentivi sono vietati, a meno che : a) non siano ricevuti da (o pagati a) un cliente b) caso in cui siano ricevuti da (o pagati a) un soggetto diverso dal cliente a condizione che:

- ✓ la natura e l'importo (o il metodo di calcolo) siano comunicati chiaramente al cliente prima della prestazione del servizio;
- ✓ siano volti ad accrescere la qualità del servizio prestato;
- ✓ siano compatibili con l'obbligo dell'intermediario di servire al meglio gli interessi del cliente;

c. siano necessari alla prestazione dei servizi.

Le previsioni a) e c) sono scontate: che il cliente paghi commissioni all'intermediario è normale e lo è altrettanto che siano consentite le commissioni necessarie per prestare i servizi, quali i costi di custodia,

le commissioni di cambio valuta, ecc.. La condizione alla lettera b) è che gli incentivi accrescono la qualità del servizio prestato e ci si chiede a quali condizioni sono compatibili con l'obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente?

I pagamenti ricevuti dall'intermediario occorre siano strumentali al miglioramento del contenuto del servizio reso al cliente e, quindi, portatori di vantaggi per il cliente stesso (accrescere la qualità del servizio prestato). Il cliente deve comunque essere informato dell'esistenza di incentivi, della loro natura e portata. È un'informazione utile, che potrebbe anche portare a preferire intermediari che non ricevano incentivi o lo facciano in misura limitata.

I conflitti di interessi: sussiste nel momento in cui l'intermediario nel prestare un servizio di investimento ha un interesse proprio, o è portatore di interessi di terzi, in contrasto con quello del cliente. L'intermediario di fatto può operare, anche tramite altre società del gruppo, coprendo più settori e servizi di investimento: attività bancaria, obbligazioni, consorzi di collocamento di titoli, ecc.

L'individuazione dei conflitti e la loro gestione fanno parte della politica di gestione dei conflitti che deve essere redatta per iscritto e comunicata al cliente prima di prestare il servizio di investimento.

La conseguenza è che l'intermediario deve informare il cliente, in modo chiaro e su supporto duraturo, della natura e delle fonti del conflitto ma di fatto la comunicazione della situazione di conflitto al cliente non esime lo stesso intermediario dall'adottare tutti gli accorgimenti per evitare che questa situazione crei, concretamente, un danno al cliente.

1.2 Tutela Costituzionale del risparmio

L'obiettivo di favorire un unico mercato dei capitali e l'integrazione finanziaria si associa a questo una diffusa applicazione dei Regolamenti e delle Direttive recepite secondo il diritto dell'Unione Europea fonte dell'ordinamento giuridico bancario e finanziario. La stessa diffusione della direttiva MiFID e successive discipline, in ogni singolo stato membro oggi permette di operare senza limiti territoriali con maggiore trasparenza e tutela per i risparmiatori e soggetti coinvolti. Gli intermediari finanziari operano tra domanda e offerta di risparmio mentre la tutela del risparmio è riconosciuta allo Stato che disciplina, controlla ed organizza, l'attività di tutti i soggetti che operano nel sistema.

La nostra Costituzione nel Titolo III determina la tutela del risparmio come uno dei principi necessari, riconosce che la collettività e il mercato finanziario sono garantiti e tutelati come soggetti coinvolti che operano congiuntamente; dedicato ai rapporti economici si rilevano tre articoli relativi ai diritti economici per eccellenza, il diritto all'iniziativa economica e di proprietà.

Art. 41 che riconosce la libertà di iniziativa economica e dispone che “la legge disciplina i controlli e i programmi necessari per indirizzare le imprese, pubbliche e private, a fini di utilità sociale”;

Art. 47 - “La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, controlla e coordina l’esercizio del credito”;

Art. 117 - che riserva espressamente alla potestà legislativa esclusiva dello Stato la salvaguardia, fra le altre, della materia “moneta, tutela del risparmio e mercati finanziari”.

In questo ambito vanno interpretate alcune condizioni:

- ✓ il significato dell’interesse pubblico ruota intorno alla materia del credito e del risparmio, al fine di definire gli spazi per l’intervento pubblico sia esso a fini di tutela piuttosto che di promozione tenendo in considerazione che esso è suscettibile di riflettersi anche su altri ambiti rilevanti della sfera dei privati e delle loro libertà economiche.
- ✓ la riflessione è sulle ragioni dell’inserimento dell’art. 47 nel quadro costituzionale e la sua formulazione, collegando poi la disposizione con il più recente art.117/2-e

I beni, espressamente tutelati dall’art. 47, riguardano il risparmio ed il credito, che evidentemente costituiscono categorie distinte e differenti, ma la cui comune menzione nella disposizione produce l’effetto di uno specifico collegamento, che del resto è obbligato sotto molteplici aspetti.

Di fatto la Costituzione fa riferimento ai risparmi privati e ne prevede la tutela con la massima legge dello Stato.

Il periodo in cui è stato inserito è successivo allo Statuto Albertino che, pur non riconoscendo la tutela dei risparmi dei cittadini tra i principi costituzionali, aveva introdotto dei provvedimenti per regolare la gestione del credito, strumentali soprattutto alla tenuta sociale del Paese durante il regime fascista. Dal 1926 vengono approvati i Provvedimenti per la tutela del risparmio, che introducono norme volte a tutelare i risparmiatori nell’interesse generale dell’economia nazionale.

L’inflazione dopo la crisi del 1929 intaccò il potere d’acquisto e frenando l’economia nazionale. La legge bancaria arrivò nel 1936 le cui norme stabilivano il dovere, per lo Stato, di attuare la difesa del risparmio ed il controllo dell’esercizio del credito attraverso l’istituzione di un Ispettorato, guidato dal Governatore della Banca d’Italia e sottoposto al controllo politico di un comitato di Ministri. L’Ispettorato aveva il compito di vigilare su “tutte le aziende che raccolgono il risparmio tra il pubblico ed esercitano il credito” (L. 7 marzo 1938, n. 141, Conversione in legge, con modificazioni, del Regio decreto-legge 12 marzo 1936-XIV).

Con l’avvento della Repubblica si creò un Comitato Interministeriale per il credito e il risparmio confermando la Banca d’Italia nella funzione di vigilanza sul sistema creditizio e sul mercato finanziario. Durante i lavori della Costituente il dibattito rilevava le motivazioni di tutela del risparmio spinti dal problema del crollo del potere di acquisto e la necessità di una politica economica che incentivasse nuove forme di risparmio, come quello obbligazionario privato o quello azionario, ampliando la partecipazione

dei cittadini alla nascente produzione industriale. Il sistema economico preponderante imponeva di identificare gli strumenti idonei a incoraggiare nuove forme di risparmio, investimento e partecipazione all'attività industriale. Viene riconosciuto il risparmio privato, fondamentale per la crescita economica del Paese ed elemento di interesse pubblico, da tutelare nella Costituzione. Non vengono definite le diverse forme giuridiche assunte dal risparmio ma ci si limita a riconoscere il risparmio come questione di interesse pubblico, prima ancora che di natura privata, e in quanto tale degna di una particolare salvaguardia. La Costituzione dà quindi lo strumento al Governo per poter contenere le spinte inflazionistiche tutelando la coesione sociale e la stabilità politica del Paese. Nel secondo comma, si ribadisce il dovere dello Stato di favorire il risparmio popolare e l'investimento nelle attività economiche e industriali nazionali.

Le leggi ordinarie, garantiscano standard minimi di tutela del risparmio ed uniformità nell'ambito del settore bancario e finanziario, a vantaggio dei risparmiatori mentre per il sistema di controllo e coordinamento del settore sono demandati ad enti come:

- ✓ Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR),
- ✓ il Ministero dell'economia e delle finanze
- ✓ Banca d'Italia, con un ruolo ridimensionato rispetto alla Banca centrale Europea a cui compete la politica monetaria

Nel comma 2 dell'art. 47 si fa riferimento "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" riconoscendo il diritto ad un tenore di vita adeguato a garantire un'abitazione, da cui viene tratta applicazione, una serie di misure di agevolazione come sgravi fiscali e mutui agevolati per l'acquisto della prima casa. Considerevole è il riferimento alla difesa del valore della moneta, come uno dei fattori dell'equilibrio economico e il riconoscimento dell'esercizio delle funzioni di controllo sui rischi dei risparmiatori. Gli organi di controllo delle attività bancarie preposti al controllo sono il Ministero dell'economia e delle finanze, il Comitato Interministeriale per il credito e il risparmio e la Banca d'Italia. La Consob (Istituto di vigilanza per società quotate di intermediazione finanziaria) viene istituita di fatto allo scopo di tutelare gli investitori. Gli scenari della nostra economia all'interno di una realtà mondiale sono cambiati e tutelati anche dal rischio di inflazione ma molte crisi possono intaccare il risparmio privato per cui l'attualità dell'articolo 47 è ancora più visibile.

Altro articolo che pone l'attenzione alla tutela, in un settore privato come quello bancario e finanziario, è l'art. 41 della Costituzione, Interessante il significato di iniziativa privata e pubblica con i riferimenti a «l'iniziativa economica privata è libera» e il concetto di «utilità sociale» ed «fini sociali» considerando che la libertà di iniziativa economica privata e dei suoi limiti sia uno dei principi identitari dello Stato repubblicano. Questo articolo, molto dibattuto, nell'ultimo comma viene interpretato come voler tutelare il corretto funzionamento dei mercati, attraverso la tutela della concorrenza come una delle forme in cui si compie l'utilità sociale. Di fatto il presupposto è il valore costituzionale da tutelare "efficienza del

mercato” che rappresenta in sintesi la convergenza delle singole iniziative economiche individuali tutelate dalla Costituzione.

1.2 - Evoluzione storica della disciplina fino alla direttiva 2004/39/CE (MiFID)

La Legge del 2 gennaio 1991 n. 1, comprendeva la “consulenza in materia mobiliare” nelle attività di intermediazione divenute successivamente “servizi di investimento”. L’autorizzazione riservava alle SIM, banche, società fiduciarie e agenti cambio l’esercizio della professione.

Dall’orientamento dell’art. 47 della Costituzione, le norme introdotte considerano la possibilità di accedere al servizio con altre modalità rispetto al prestito bancario. Oltre il coinvolgimento dei risparmiatori vengono definite le modalità di controllo e riconoscimento degli operatori coinvolti riguardo ai prodotti di investimento esistenti. Il maggior coinvolgimento dei risparmiatori sposta l’attenzione alla “protezione” rispetto alla complessità e alla molteplicità delle diverse “configurazioni” di investimento esistenti.

Di fatto la Legge 2 gennaio 1991, n. 1 arriva a definire la disciplina e l’organizzazione dell’attività dell’intermediario mobiliare e in particolare nell’art. 6 introduce l’obbligo per le società di intermediazione mobiliare di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nell’interesse del cliente. La stessa nell’art. 9 introduce la “vigilanza” esercitata dalla Consob, delle società di intermediazione mobiliare, rispetto all’obbligo di informazione e correttezza come anche la regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari. La Consob in funzione della delega della Banca d’Italia determina, attraverso un proprio regolamento, regole che le società di intermediazione mobiliare (Regolamento Consob n.5387/1991).

La regolamentazione doveva attendere due Direttive che in pratica riformano e uniformano senza confini l’intera normativa:

Direttiva 93/22/CEE - Investments Service Directive (ISD) a protezione degli investitori e dell’integrità del mercato come la promozione di un mercato equo, trasparente ed efficiente il legislatore europeo indica come prima cosa un’armonizzazione dei principi normativi. Gli Stati membri debbono elaborare le norme di comportamento che le imprese di investimento avrebbero dovuto osservare in continuità.

- ✓ l’impresa deve rispettare quei principi di lealtà ed equità nell’interesse dei clienti e l’integrità del mercato

- ✓ agire con competenza, impegno e diligenza sempre per i clienti e mercato
- ✓ utilizzo in modo efficace delle risorse e procedure
- ✓ nell'interesse dei suoi clienti e integrità del mercato configurando alle normative vigenti l'esercizio delle sue attività
- ✓ conoscere la realtà finanziaria dei suoi clienti e la propria esperienza in materia dei servizi richiesti
- ✓ allargare le informazioni dei negoziati ai suoi clienti
- ✓ ridurre ed evitare i conflitti di interessi

La direttiva classifica l'*attività di consulenza* come un *servizio accessorio* e non servizio di investimento contrariamente alle volontà del nostro orientamento legislativo. Il D.lg. vo del 23 luglio 1996, n. 415 (Eurosìm) recepisce la direttiva definendo anch'esso come attività di "servizio accessorio". Il TUF D.Lg. vo 24 febbraio 1998 riporta la "consulenza" nell'articolo 1, comma 6, f) come "accessorio" rispetto al comma 5 "servizi di investimento".

Di fatto il servizio di "consulenza" era possibile svolgerlo da qualsiasi figura senza una specifica autorizzazione e con qualsiasi forma societaria. La Consob inoltre non prevedeva per i promotori finanziari la possibilità di svolgere l'attività di "consulenza" ma solo in qualità di meri incaricati e sotto la direzione di un intermediario proponente, titolare del servizio: si limitava all'esclusiva informazione con lo scopo di orientare il cliente rispetto ad un prodotto di investimento adatto al suo profilo ed interesse. Il D.lg. n° 415 (Eurosìm) ribadisce nell'art. 17 i criteri generali sottolineando alcuna novità degna di interesse:

- ✓ La definizione di "attività mobiliare" viene soppiantata con "servizi di investimento"
- ✓ Le imprese di investimento, oltre le banche, hanno l'accesso all'esercizio di tali servizi

Con il D.lg. 28 febbraio 1998, n. 58, viene emanato il Testo Unico della Finanza che innova la realtà del mercato finanziario italiano e nei Criteri Generali sottolinea come gran parte della materia viene demandata ai Regolamenti CONSOB la quale non può essere in contrasto con le fonti ad essa superiori. L'attuazione del T.U.F. in sede di normativa secondaria contemplato attraverso il Regolamento CONSOB n. 11522/1998, meglio noto come vecchio Regolamento Intermediari.

Il TUF negli articoli 21, 23 e l'art.26 del Regolamento Consob 11522/98 regolavano l'attività di consulenza per gli "intermediari autorizzati alla prestazione" perché si trattava sempre di un servizio accessorio mentre diversamente qualora il servizio svolto da un soggetto diverso.

In materia di armonizzazione e integrazione l'Europa emana diverse istanze comunitarie secondo l'art.11 ISD e di conseguenza le Autorità di controllo dei mercati borsistici europei istituirono la FESCO nel 1997 consentendo ai propri membri di cooperare per l'attuazione del mercato interno europeo nel settore dei servizi finanziari.

Nel maggio 1999 la Commissione Europea aveva introdotto e approvato il FSAP (Financial Services Action Plan) per l'integrazione dei mercati finanziari europei, apertura e la sicurezza dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio e l'armonizzazione e il rafforzamento delle regole prudenziali e di vigilanza. Nella sessione del 17 luglio 2000 il Consiglio istituisce un comitato di saggi per la regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei.

Una delle più importanti direttive del FSAP, approvate in base alla procedura Lamfalussy², vi è la Markets in Financial Instruments Directive – MiFID che sostituisce di fatto la Direttiva 93/22/CEE - Investments Service Directive (ISD), con motivazioni di carenza di un quadro giuridico efficace che rispondesse all'evoluzione dei mercati finanziari europei, contrassegnati da un aumentato degli investitori e dalla complessità dei nuovi strumenti e servizi offerti.

Direttiva 2004/39/CEE (Market in Financial Instruments Directive) MiFID –

La direttiva derivante dal FSAP abroga la Direttiva 93/22/CEE lasciando poco spazio alle normative autonome degli stati membri ribadendo due particolari obiettivi “...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 comunitàsulla base della vigilanza dello stato membro di origine.”:

- ✓ Armonizzazione della normativa di intermediazione finanziaria per i diversi Paesi
- ✓ Rafforzare e migliorare il sistema di tutela degli investitori ribadendo gli obblighi informativi, trasparenza e controllo degli intermediari da parte delle Autorità di Vigilanza

Il nostro ordinamento recepisce la Direttiva MiFID con il D.lg. 17 settembre 2007, n. 164, che modifica profondamente il T.U.F. e segue l'aggiornamento del Regolamento Intermediari e del Regolamento Mercati con l'emanazione del Regolamento congiunto da parte di CONSOB e Banca d'Italia.

L'art. 5, primo e secondo comma del Testo Unico ribadisce che la CONSOB è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari e tale competenza ha come obiettivi:

- a) Salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario;
- b) Tutela degli investitori;
- c) Stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario;
- d) Competitività del sistema finanziario;
- e) Osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.

² Dal rapporto “Lamfalussy”, nome del barone Alexandre Lamfalussy presidente il Comitato

La MIFID di fatto colloca la “consulenza” tra i servizi finanziari ribadendo la necessità di qualificare la “prestazione” attraverso l’esperienza e professionalità nei confronti degli investitori.

La MIFID riserva una tutela ulteriore, rispetto ai normali servizi di investimento e di gestione, proprio al cliente o potenziale cliente degli intermediari che prestano il servizio di consulenza. L’intermediario ha l’obbligo, prima di offrire o raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti, di acquisire tutte le informazioni del cliente, le sue conoscenze ed esperienze, la specificità del prodotto o servizio, la situazione finanziaria e il piano di investimento. L’intermediario procederà al servizio di consulenza se il cliente ha rilevato la propria esperienza, situazione finanziaria ed obiettivi di investimento con l’obbligo di rispettare il cosiddetto criterio di adeguatezza.

Rimane per gli altri servizi di investimento la necessità per l’intermediario di acquisire quelle informazioni di conoscenze ed esperienze in materia di investimenti per lo specifico di prodotto o servizio richiesto.

I consulenti indipendenti (persone fisiche non intermediari), a condizione che non detengano somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza della clientela possono svolgere l’attività di consulenza di investimenti.

Nel TUF l’art. 18 bis riporta la figura dei “consulenti finanziari” (persone fisiche in possesso di requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali, stabiliti con regolamento del MEF) che su parere della Banca d’Italia e della Consob possono svolgere la consulenza in materia di investimenti; viene costituito un apposito albo con decreto del MEF, sentite la Banca d’Italia e la Consob.

Il nostro legislatore riprende la definizione di consulenza finanziaria, in linea con quella della direttiva con l’art. 1, comma 5 septies TUF e la figura di “consulente finanziario” con l’art. 18-bis del previgente T.U.F.

Il cambiamento sostanziale è il “servizio di consulenza” tra i servizi e le attività di investimento e la definizione di

ulteriori strumenti finanziari come in particolare su:

- ✓ Mercati regolamentati - “...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...” viene riconosciuta la possibilità di effettuare le operazioni di mercato su tre diverse sedi di esecuzione: mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (Multilateral trading facilities- MTF), gli internalizzatori sistematici all’art. 4 comma 7 .

- ✓ Requisiti organizzativi - per le società di gestione dei mercati regolamentati si tratta di requisiti minimi di organizzazione, che lasciano, la libertà di determinare autonomamente le modalità concrete in cui intendono organizzarsi. Per le imprese di investimento la direttiva detta requisiti organizzativi più stringenti che di fatto dopo alcuni principi generali dell'art. 13 delega alla Commissione l'adozione di "misure di esecuzione che specifichino i requisiti di organizzazione..." + "...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."
- ✓ Relazione intermediari-clienti- la direttiva presenta la classificazione dei clienti con un sistema di tutele decrescenti a seconda del tipo di cliente: clienti al dettaglio (retail), clienti professionali, controparti qualificate.

Le imprese sono tenute a comunicare ai propri clienti la categoria nella quale sono classificati e la possibilità di essere valutato con un diverso grado di protezione.

La consulenza in particolare viene definita entrando nella particolare e tradizionale distinzione tra consulenza generica e strumentale definendola nei *considerando* con tre servizi specifici che distinguono regole differenti di comportamento per l'intermediario che è tenuto a rispettare sia rispetto alle raccomandazioni che alle autorizzazioni:

- ✓ consulenza specifica è costituita da un elemento soggettivo (che riguarda una raccomandazione personalizzata ad uno specifico cliente) ed un elemento oggettivo (raccomandazione rispetto ad una o più operazioni su un determinato strumento finanziario)
- ✓ consulenza generale da rilevare nel *considerando* 79 e dell'art. 52/3 della direttiva
- ✓ consulenza generica che ha per oggetto non uno specifico strumento finanziario, bensì un tipo di strumento

Ulteriore aspetto contemplato è la figura dell'*agente collegato* e le responsabilità per le azioni o omissioni rispetto all'impresa collegata. Si configura di per sé un ulteriore tipo di consulenza cosiddetta "strumentale" limitata ai soli servizi e strumenti finanziari offerti dall'impresa mandante, e propedeutica alla vendita o collocamento degli stessi.

1.3 - La Direttiva N. 2014/65/CE, o Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) e il Regolamento MiFIR

La Direttiva 2004/39/CE (MiFID) è nota come MiFID II, riveduta nella Direttiva 2014/65/UE e in parte sostituita dal Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio noto come MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation).

Il quadro normativo generale della MiFID II e nel Regolamento MiFIR viene arricchito da numerosi Regolamenti delegati e da una Direttiva delegata e nuovi Orientamenti dell'ESMA (European Securities and Markets Authority)³.

1.3.1 Direttiva 2014/65/UE e il Regolamento (UE) n. 600/2014 –

La trasparenza nelle negoziazioni, la tutela degli investitori, la responsabilizzazione degli intermediari offrono maggiori garanzie alle stesse imprese di investimento che possono prestare servizi in tutta l'Europa.

Il regolamento MiFIR disciplina i requisiti alle imprese di investimento, mercati regolamentati, prestatori di servizi di comunicazione dei dati e le imprese di paesi terzi che effettuano servizi o attività di investimento nell'Unione. Le disposizioni principali sono i due articoli che disciplinano i loro diritti quando sottoscrivono uno strumento finanziario, un piano di investimento, o acquistano obbligazioni.

- ✓ art.24 - principi di carattere generale e informazione del cliente.
- ✓ art. 25 - valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza e comunicazione ai clienti.

Tra le tematiche più significative dal recepimento della MiFID II e gli adeguamenti normativi al MiFIR, vi sono certamente:

a) la Product Governance: set di regole organizzative e di condotta a cui gli intermediari dovranno rispettare già in sede di ideazione dei prodotti finanziari e di individuazione delle strategie e delle modalità di distribuzione, finalizzate ad assicurare il perseguimento del miglior interesse degli investitori ed evitare possibili fenomeni di mis-selling.

b) la Product Intervention: la possibilità di intervento riconosciuta all'ESMA, all'EBA e alle competenti Autorità nazionali, per vietare o limitare la distribuzione di specifici prodotti finanziari, ritenuti nocivi per gli investitori o dannosi per l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati o la stabilità del sistema.

c) la disciplina della *consulenza indipendente*: la consulenza in materia di investimenti oltre che a dettare dei precisi obblighi di comunicazione nei confronti del cliente, disciplina la *consulenza indipendente* indicando le regole che devono essere osservate per la prestazione della stessa. La novità è che prevede la possibilità per gli intermediari di declinare in maniera diversa il servizio di consulenza in materia di investimenti.

d) la comunicazione dei conflitti d'interesse: nell'ambito delle numerose comunicazioni che l'intermediario deve fornire al cliente, al fine della sua tutela, vi è la *disclosure* dei conflitti d'interesse.

Gli articoli 16, paragrafo 3, e 23 della MiFID II, nonché gli articoli 33 e ss. del Regolamento delegato 565/2017.

³ La CESR (già FESCO) viene sostituita dal 1 gennaio 2011 con la nuova autorità ESMA

L'articolo 23 identifica i conflitti d'interesse come quelli che potrebbero insorgere tra le imprese di investimento," inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi" e prevede che sono soggetti alla disciplina ivi contemplata "anche i conflitti d'interesse determinati dall'ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi o dalla remunerazione e da piani di incentivazione della stessa impresa d'investimento."

e) la disciplina per le Imprese e Banche di Paesi Terzi: viene specificato che per quanto concerne le banche di paesi terzi dispone (attraverso l'articolo 29-ter TUF) che:

a) le banche di paesi terzi possono prestare servizi e attività d'investimento, con o senza servizi accessori, a clienti al dettaglio o professionali su richiesta esclusivamente mediante stabilimento di succursali nel territorio della Repubblica;

b) le banche di paesi terzi possono prestare in Italia servizi e attività d'investimento, con o senza servizi accessori, nei confronti di controparti qualificate e clienti professionali – così come individuati ai sensi dell'articolo 6 comma 2quinquies lettera a) e comma 2sexies lettera a) del TUF (di seguito i "Clienti Professionali"), e quindi non anche i clienti professionali su richiesta – in regime di libera prestazione di servizi (LPS) secondo quanto disposto dal Titolo VIII del Regolamento MiFIR, direttamente applicabile;¹⁸

c) le banche di paesi terzi, in assenza della decisione di equivalenza da parte della Commissione Europea (ex art. 47 MiFIR), possono prestare servizi e attività d'investimento, con o senza servizi accessori, nei confronti di controparti qualificate e Clienti Professionali esclusivamente mediante stabilimento di succursali nel territorio della Repubblica Italiana.

La MiFID II disciplina che regola i servizi finanziari europei rivede e amplia sostanzialmente la versione precedente della MiFID in materia di prestazione dei servizi di investimento nonché di tutela degli investitori retail e definisce i servizi di consulenza indipendente con un'adeguatezza della comunicazione. Dal 15 aprile 2014, la normativa MiFID II è stata adottata dal Parlamento europeo per cui i singoli Stati membri si sono adoperati al fine di adottare le misure entro luglio 2016, recependo le norme che sono poi entrate in vigore il 3 gennaio 2018. In sintesi possiamo evidenziare:

Target di clienti specifici: la normativa prevede indirizzi e linee guida in merito ai prodotti finanziari sulla base del cliente finale per cui i prodotti devono essere disegnati e circoscritti in relazione anche ad un target ben preciso per esigenze, disposizione al rischio, come anche capacità e competenze finanziarie.

Personale preparato: tutte le imprese di intermediazione e finanziarie si devono dotare di apposite garanzie al fine anche di dimostrare alle autorità incaricate della vigilanza di offrire il proprio servizio attraverso il proprio personale, competente e adeguato che offra conoscenza dei prodotti offerti.

Incentivi: tutte le imprese non potranno prevedere dei meccanismi di remunerazione come ad esempio i BONUS, i quali potrebbero spingere gli operatori a raccomandare determinati strumenti finanziari e non quelli aderenti alle esigenze dei clienti.

Adeguatezza: la direttiva restringe il campo dei prodotti per i quali è possibile prestare un servizio “execution only” definito tale quello di mera esecuzione degli ordini, senza la possibilità di valutare l’adeguatezza dell’operazione.

Rafforzamento delle autorità: le autorità di vigilanza nazionali e sovranazionale (Esma ed Eba) potranno anche proibire o solo limitare la vendita e il collocamento di alcuni strumenti finanziari nel caso in cui li ritengono maggiormente esposti a rischi eccessivi per gli investitori e la stabilità finanziaria del sistema

Consulenti indipendenti: tutte le imprese di investimento si devono dotare di appositi strumenti di comunicazione nei confronti del cliente, anche nel caso in cui l’offerta di consulenza è fornita da attori indipendenti.

Comunicazione: le imprese che effettuano operazioni di consulenza, o gestisce il portafoglio devono fornire informazioni corrette e raccogliere informazioni sui clienti: conoscenza del e disponibilità a rischiare e in base ai suoi obiettivi quanto disposto ad ammortizzare una eventuale perdita.

Se il singolo prodotto finanziario è integrato all’interno di un pacchetto complesso, l’operatore dovrà alla fine fornire all’investitore non solo il profilo di rischio del singolo prodotto ma anche quello dell’intero pacchetto. Al cliente vengono spiegate quelle che sono le ragioni dell’investimento e perché sarebbe coerente con le richieste dell’investitore

Costi e oneri: Infine, si deve considerare l’aumento delle richieste di trasparenza.

Qui i costi devono essere indicati al cliente e devono comprendere anche il prezzo della consulenza in modo aggregato. In pratica si tratta di una misura complessiva che rende immediato e chiaro l’ammontare degli oneri in capo all’investitore. Allo stesso modo, si deve comprendere il peso sul rendimento atteso. Quando possibile queste informazioni devono essere aggiornate e comunicate almeno una volta l’anno.

1.3.2 Consulenza dalla MiFID II

Una importante modifica in merito alla consulenza finanziaria è la definizione di “consulenza” secondo i soggetti abilitati a svolgere il servizio secondo particolari requisiti e norme di comportamento da adottare:

- art. 18 TUF, l’attività è riservata ad imprese di investimento e banche, le quali si avvalgono, dei propri dipendenti in filiale, mentre di agenti o mandatari “consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede” (promotori finanziari) al di fuori della propria sede legale o dalle proprie succursali. (art. 1/5 5 TUF albo e funzioni).
- art. 18-bis/ art. 18-ter specificano che i *consulenti finanziari autonomi* sono i soggetti “idonei” a prestare il servizio di consulenza finanziaria (persone fisiche con i requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali), come anche le *società di consulenza* (srl, spa) sempre

con requisiti patrimoniali e di indipendenza come di professionalità, onorabilità, indipendenza per i soggetti incaricati.

L'Esma il 17 dicembre 2015 emana le Linee guida (Orientamenti) rispetto alla valutazione delle conoscenze e competenze del personale degli intermediari abilitati che offrono alla clientela servizi finanziari tra cui la consulenza. La Consob attraverso l'art. 6 del TUF169 definisce i requisiti che le persone fisiche operanti per conto degli intermediari devono possedere.

L'art. 31 TUF istituisce l'albo unico dei consulenti finanziari, OCF (Organismo di vigilanza consulenti finanziari) è formato da associazioni professionali dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, consulenti finanziari autonomi, società di consulenza finanziaria e da soggetti abilitati.

2: IL CONSULENTE INDIPENDENTE E LA PARTECIPAZIONE AL MERCATO FINANZIARIO IN ITALIA

Dal MiFID II e MiFIR si arriva a dei precisi obblighi nei confronti del cliente e declinare in maniera diversa il servizio di consulenza così che dal 1° dicembre 2018 l'albo dei Consulenti Finanziari Autonomi e Società di Consulenza Finanziaria viene istituito sia per le pregresse figure che per chi è in attesa di autorizzazione.

2.1 I players della consulenza finanziaria

La Direttiva introduce nuovi servizi per l'investimento consistente nella gestione: MTF (sistemi multilaterali di negoziazione) e OTF (sistemi organizzati di negoziazione) unitamente ad una nuova categoria di strumenti finanziati. La negoziazione definita nella MiFID II prevede che l'intermediario si interpone tra l'acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l'intera esecuzione dell'operazione eseguendo. L'intermediario che si interpone tra compratore e venditore non è esposto al rischio di mercato dato dall'esecuzione della transazione (assenza di rischio controparte) ed entrambe le parti eseguono l'ordine in contemporanea (elemento temporale). La transazione è conclusa ad un prezzo per cui l'intermediario non percepisce né utili né perdite diverse dalle proprie commissioni di intermediazione o da altre utilità previamente concordate e di cui le parti sono state edotte (componente della struttura remunerativa).

I gestori di OTF possono operare solo per i prodotti quali obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, quote di emissione e derivati e in quei casi nei quali il cliente abbia acconsentito al processo fornendo alla propria Autorità competente informazioni relative al modo in cui viene effettuata la negoziazione.

Non potranno in ogni caso essere sottoposti a tale tipo di operatività gli ordini in strumenti finanziari derivati soggetti all'obbligo di compensazione ai sensi dell'EMIR

La molteplicità di soggetti e servizi nella piattaforma mette in evidenza i due concetti di sistema di negoziazione e servizi-sistemi di mediazione. Come indicato dal TUF (18 e 18-bis,ter) i soggetti abilitati a svolgere il servizio di consulenza finanziaria sono una varietà di figure che sono per requisiti e norme di comportamento autorizzati a svolgere l'attività di consulente (finanziario). La riserva è per i soggetti iscritti all'Albo Unico dei Consulenti Finanziari come da art. 31,c4 del T.U.F.

I soggetti a cui viene riservato sono: banche italiane, imprese di investimento europee, SIM, imprese di paesi terzi, banche europee (art. 18).

Consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria (18,bis e 18 ter)

L'iscrizione all'Albo Unico diventa integrante come forma di costituzione della qualifica stessa: elemento fondamentale e imprescindibile per operare nella legalità da consulente finanziario. L'art. 148 del Regolamento Consob (20307 – Regolamento Intermediari) distingue:

- società di consulenza finanziaria
- consulenti finanziari autonomi
- consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede

L'OCF accertati i requisiti procede all'iscrizione nella relativa sezione dell'Albo, con l'indicazione degli elementi di cui all'articolo 146 (c.2-3)

2.2 L'oggetto della consulenza finanziaria indipendente

Nell'art. 4, la Direttiva MiFID II e il TUF nell'art.1 si evidenziano le caratteristiche del servizio di consulenza “.....la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari....”.

La pianificazione e il monitoraggio degli obiettivi e delle risorse finanziarie che il soggetto richiede sono relative alla condizione stessa di competenza e professionalità per cui la stessa MiFID individua le figure da cui la consulenza deve scaturire:

- benessere finanziario del cliente
- equilibrio e razioncinio nelle valutazioni dell'investimento finanziario

Pianificazione e monitoraggio di questioni finanziarie volte a perseguire obiettivi di investimento proprio di fronte a quel cliente che si trova davanti a mercati globalizzati e strumenti nuovi di investimento. La risposta è proprio della figura del consulente e il raggiungimento di obiettivi connessi a gestione e detenzione del patrimonio del cliente.

Il CESR in merito ai servizi svolti ha distinto tra raccomandazione e semplici informazioni per cui una serie di informazioni da fornire al cliente vengono svolte da parte di soggetti autorizzati. La differenza è proprio nel servizio del soggetto advisor che introduce aspetti quantitativi e tipologici del servizio e la prospettiva di profilazione sul cliente. Di fatto è proprio l'oggetto della raccomandazione che deve specificare lo strumento e quindi operazioni riferibili non a indicazioni generiche ma secondo la MiFIDII debbono avere ad oggetto un'operazione su uno strumento o più di natura finanziaria.

Sempre argomentando all'oggetto il riferimento dell'adeguatezza ad uno specificato cliente possiamo identificarlo in relazione alle caratteristiche, preferenze e obiettivi di investimento. Dal questionario di profilatura MiFID di fatto viene specificato inoltre: livello di conoscenza ed esperienza adeguato, comprensibilità delle caratteristiche e dei rischi, livello di rating del prodotto finanziario oggetto dell'operazione, capacità di sostenere le perdite compatibilmente con il livello di rischio del prodotto finanziario, aspetto temporale di investimento compatibile con il periodo di vita residua del prodotto finanziario.

Un ulteriore aspetto riguarda la comunicazione che per le raccomandazioni rivolte ad un pubblico allargato la esclude dalla consulenza. A tal proposito la raccomandazione di investimento si considera tale se riferendola a più destinatari specifica il target di riferimento (ben delineati da fattori specifici), il contenuto dell'informazione e uno specifico linguaggio.

L'esistenza poi del requisito di professionalità e di un compenso definisce da un lato indica i requisiti con la valutazione dell'Organismo, dall'altra che l'esclusivo compenso non derivi dalla vendita di più servizi.

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

L'intermediario attraverso queste due figure presenta la consulenza al cliente in modo diretto e non da figure intermedie esterne. L'Esma nel 2015 emana in merito Orientamenti con delle Linee guida risetto alla valutazione delle conoscenze e competenze del personale degli intermediari abilitati.

La Consob con l'art. 6 del TUF viene delegata a definire e pubblicare con regolamento i requisiti che le persone fisiche operanti per conto degli intermediari devono possedere.

Per i dipendenti di banche e imprese di investimento lo svolgimento è diretto e viene svolta la consulenza esclusivamente in filiale. I soggetti che svolgono la consulenza abilitati all'offerta fuori sede hanno la limitazione di operare per un solo soggetto abilitato e il divieto di detenere somme di denaro e strumenti finanziari del cliente.

Dalla MiFID ha introdotto la figura del consulente finanziario come persona fisica, divenuta consulente autonomo, come delle società di consulenza finanziaria prevedendo la possibilità di svolgere il servizio di ricezione e trasmissione di ordini unicamente in materia di investimenti.

2.4 Principali differenze tra consulente indipendente e promotori/dipendenti bancari

La MiFID II prescrive che le società di investimento debbano informare se la consulenza si configura come indipendente o non indipendente garantendo al cliente le condizioni di ambedue i servizi assicurandone la comprensione.

Con la NiFID II e il TUF nell'art 24/bis viene introdotto non una definizione dei "consulenza indipendente" ma la disciplina della consulenza indipendente specificando le regole da osservare per la prestazione stessa. L'intermediario si presenta come consulente indipendente o come consulente non indipendente oppure come consulente che presta il servizio di consulenza sia su base indipendente sia su base non indipendente. L'articolo definisce la consulenza indipendente, da una logica di prodotto con un obiettivo di tutela delle esigenze del risparmiatore. Il cliente, secondo la MiFID, deve essere informato prima della prestazione del servizio rispetto alla tipologia di forma indipendente o meno e cosa importante se verrà effettuata la valutazione periodica dell'investimento.

Il soggetto della consulenza indipendente

- a) deve essere in grado di valutare un'ampia varietà di strumenti, garantendo diversificazione in termini di emittenti;
- b) non deve ricevere commissioni o altri benefici da produttori e fornitori a eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto.

Nella condizione di indipendenza il soggetto è retribuito a parcella e fornisce il servizio per le soluzioni ad hoc dello specifico cliente. In sostanza una tutela per il consumatore e una certa autonomia senza conflitti di interessi. Al contrario per la condizione di non indipendenza vi sono costi impliciti e proprio riguardo la normativa specifica il divieto per gli incentivi monetari e consentendo altre forme ma che non debbono pregiudicare la qualità del servizio, i conflitti d'interesse nell'ottica di riguardo del cliente.

Già dalla MiFID la normativa tendeva a definire oltre che gli obiettivi di concorrenza ed efficienza tra gli operatori finanziari indicava gli obblighi rispetto al proprio agire (onesto, equo e professionale) e rispetto al cliente (informazioni adeguate). Con la MiFID si introduce il concetto di consulenza indipendente obbligando a chiarire: la tipologia della prestazione, la gamma dei prodotti e servizi prestati, le commissioni che il consulente riceve e come vedremo più avanti tutti quei strumenti informativi sul rischio e propensione alla capacità di sostenere le perdite.

La Consob con delibera n° 19548 oltre che definire le nuove denominazioni (abilitato all'offerta fuori sede rispetto al promotore finanziario – consulente finanziario autonomo rispetto al consulente finanziario) introduce l'albo unico dei consulenti finanziari in sostituzione dei promotori finanziari. La identificazione di elementi identificativi risiede principalmente che non lavora per il cliente ma dal fatto che il promotore viene remunerato dalla banca in conflitto di interessi proprio come indicato dal MiFID che di fatto istituzionalizza il consulente indipendente. Il promotore finanziario non emette parcella al cliente ma emette fattura nei confronti della società per cui lavora in base le operazioni poste in essere e al portafoglio gestito.

Il promotore per il fatto che è un agente di vendita di una banca, può vendere il contratto di consulenza della sua mandante per cui può essere sollevato dall'incarico e sostituito assegnando il cliente ad altro soggetto. Di fatto il consulente indipendente è al pari di una banca o SIM (intermediari abilitati) e quindi indipendente rispetto al promotore che deve prestare il servizio attraverso la società mandante.

2.5 Alcune considerazioni di sintesi: punti di forza e di debolezza della Mifid II

In relazione alle novità introdotte dobbiamo dire che con la MiFID II portiamo una maggiore strutturazione della disciplina precontrattuale definendo criteri di competenza, interessi e adeguatezza per i soggetti mediatori e per l'investitore. Per il cliente si registra una maggiore tutela della condizione e quindi una maggiore profilazione rispetto alla domanda. Indubbio che la Diretiva porta maggiore conoscenza e comprensibilità dei costi per il cliente ma dall'altro lo stesso viene in automatico modulato dentro una classificazione troppo "stretta". Andrebbe discusso e approfondito il concetto di evoluzione della normativa ma in questo senso abbiamo prima raccolto i principali punti degni di interesse:

- Una prima criticità poi superata è stata quella di passare nelle definizioni di promotori finanziari e consulenti finanziari rivedendo con la MiFID la determinazione di *consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede* e *consulenti finanziari autonomi*.
- Un ulteriore punto su cui riflettere sono le modalità più sofisticate di segmentazione della clientela, per cui il sistema avrà bisogno di maggiori sforzi per i piccoli intermediari di una approfondita gestione dell'analisi dei dati nonché i costi per l'obbligo di conservazione degli stessi.
- Altro elemento che di fatto segna una condizione di spinta negoziazione del cliente è la trasparenza dei costi che deve rappresentare la contropartita alla percezione del rischio. Moneyfarm e la School of Management del Politecnico di Milano ha messo a confronto l'informativa sui costi e sugli

oneri che 20 tra i più importanti intermediari finanziari operanti in Italia hanno somministrato ad una clientela retail. L'indagine ha rilevato che molti operatori non avrebbero provveduto alla rendicontazione ex post mentre per il 70% non sarebbe stata resa l'informativa, l'80% dei casi non riportava l'impatto cumulativo dei costi sulla redditività dell'investimento mentre per l'informativa ex ante non sarebbe stata consegnata prima della stipula del contratto di intermediazione.

- Una ulteriore criticità emersa, rievata anche da un rapporto della Consob, riguarda l'efficacia dei prospetti KID con la funzione che svolge l'informativa obbligatoria pre-contrattuale. La questione è se tali prospetti permettano o meno al cliente di poter valutare ogni elemento caratterizzante il rischio ed i costi. Dall'analisi risulta che gli investitori italiani tendono a non leggere attentamente (o affatto) la documentazione contenente le informazioni relative agli investimenti oggetto di valutazione o a quelli già realizzati (il 28% degli intervistati dichiara di non leggere affatto la documentazione di cui meno della metà dichiara di affidarsi invece al consiglio del consulente)
- Un ulteriore punto riguarda gli operatori finanziari che dovranno fare maggiore attenzione ai costi diretti e indiretti applicati a clienti. La "best execution"⁴ che con la Direttiva MiFID I evidenziava il dovere degli intermediari di adottare tutte le misure ragionevoli al fine di aumentare e preservare l'efficienza dei mercati finanziari e conseguentemente la tutela degli interessi degli investitori finali. Il concetto è quello di miglior prezzo ed esecuzione ma si articola attraverso un complesso di regole e procedure a cui tutti gli intermediari debbono attenersi. La MiFID II introduce obblighi di *disclosure* alla clientela e al pubblico al fine di aumentare il livello di trasparenza sulla qualità di esecuzione degli ordini e sulle sedi di esecuzione da parte degli intermediari. Il passaggio da Mifid a Mifid II introduce un inasprimento di tale obbligo di informativa, art.74 del Regolamento Delegato. La "best execution" viene applicata a tutti gli ordini riferiti a strumenti finanziari, a prescindere dal luogo in cui sia negoziato o che sia quotato in borsa. L'intermediario ha l'obbligo di dimostrare di aver applicato tutte le azioni e cautele possibili per ottenere il miglior risultato atteso dall'investitore nell'esecuzione degli ordini dal medesimo trasmessi per cui diventa cruciale la scelta dell'Intermediario. L'Esma ha avviato in merito una ricerca sulle linee guida che fissano i criteri della valutazione delle conoscenze e delle competenze per chi fornisce consulenza su servizi e strumenti finanziari

⁴ Obbligo da parte dell'intermediario finanziario di adoperarsi affinché gli ordini dei clienti, compravendita di valori mobiliari, siano eseguiti o disposti alle migliori condizioni possibili (prezzi ed oneri).

CAPITOLO 3: LIVELLO TRE MIFID: RAPPORTI TRA STAKEHOLDERS

3.1 Percezione del rischio, finanza comportamentale e variabile emotiva nelle scelte degli individui

Il questionario che gli intermediari somministrano per la profilazione del cliente “investitore” permette di rilevare attraverso una serie di fattori la percezione del rischio da parte degli individui alle caratteristiche dell’investimento.

Gli individui di fatto riconoscono il rischio, come qualcosa di oggettivo e misurabile influenzato dalle euristiche⁵, in particolare, da familiarità e disponibilità: in psicologia di fatto si è potuto dimostrare che le persone tendono ad evitare le possibilità più a rischio cosa che contrasta con i loro obiettivi di investimento pur consapevoli del rendimento maggiore nel lungo periodo. Olsen (1997) ha dimostrato che la percezione del rischio in campo finanziario può essere ricondotta a quattro attributi. Gli investitori identificano il rischio: nel pericolo di ottenere risultati inferiori ad un obiettivo prefissato, nell'abilità di gestire le perdite, nel livello di consapevolezza finanziaria dell'investitore e nella possibilità di ottenere una perdita ingente.

Altri fattori che sono stati individuati per spiegare la tolleranza e la percezione del rischio rispetto al rendimento sono i fattori emotivi con processi “istintivi” e reazioni emotive, che conducono ad una scelta tra buono o cattivo e alla condizione di positività e negatività ad essa associata. Ulteriore aspetto sono quelli che conducono al differente atteggiamento che si rileva dal genere degli individui, individuando per le donne un atteggiamento meno ambiguo rispetto ai maschi. Altro fattore riguarda il differente atteggiamento tra consulenti di livello esperti e investitori non sofisticati in quanto i primi hanno una visione quantitativa del rischio, oggettiva e misurabile, mentre i secondi tendono a valutare azzardati quei prodotti pur rassicurati dal consulente facendo riferimento a più elementi.

Gli studi che hanno ricercato e analizzato quali fattori determinano il funzionamento dell’elemento di incertezza e percezione del rischio sono stati molteplici. Le cause che portano alla definizione di una maggiore fiducia cambia in ogni individuo con fattori non correlabili.

Gli autori hanno condotto di fatto a identificare la comprensione, finanza comportamentale, rispetto alla miopia del mercato che valuta l’investimento azionario attraverso un orizzonte del breve periodo, con la percezione negativa del rendimento scoraggiandone ed eludendone il vantaggio.

Negli anni 80 gli studi si intensificano sui mercati finanziari⁶, proprio per analizzare la razionalità delle teorie sull’efficienza dei mercati e il comportamento del cliente che influenza il mercato (quotazioni). Il livello dell’analisi indaga sui mercati analizzando i modelli psicologici legati al comportamento

⁵ Mertz, Slovic e Purchase, 1998; Ganzach, 2000; Slovic, 2000

⁶ Kahneman e Tversky – 1979 - Decision Making Under Risk

individuale. Partendo dalle teorie economiche come la EMH – Efficient Market Hypothesis – si fa riferimento al ruolo dell'individuo all'interno del mercato valutando l'incidenza rispetto alle serie storiche. Ipotesi dei Mercati Efficienti conferma che il prezzo attuale di ogni titolo rispecchia completamente tutte le relative informazioni. Il prezzo è la sintesi di tutte le previsioni su quelli futuri e, come tale la miglior stima del prezzo futuro. Le variazioni nei prezzi sarebbero dovute solo alle nuove informazioni disponibili.

Anomalie riconducibili a evidenti fenomeni economici o condizioni di depressione del mercato non sono spiegate dal solo fallimento del mercato o dalle asimmetrie di tipo informativo. La finanza comportamentale inizia così a spiegare come comportamenti di massa o di panico degli investitori sono dovuti a condizioni che l'individuo persegue nel momento della scelta: incertezze e input. La psicologia sociale offre all'economia finanziaria quelle informazioni e le condizioni, dell'individuo o gruppi di individui, che si allontanano dalla razionalità ma che hanno conseguenze diverse dalle aspettative sui mercati. Il sistema ed i punti di riferimento a cui l'economia e la finanza comportamentale fanno riferimento sono:

- mercato ed inefficienze: condizioni spiegate attraverso la valutazione dei processi decisionali non razionali e anomalie contrarie alle condizioni razionali del mercato
- l'euristica: che si basa non seguendo l'analisi razionale ma su decisioni basate su regole empiriche, approssimative, riferite a condizionamenti istintivi di esperienze passate.
- l'inquadramento: la scelta razionale viene condizionata dalle tipologiche modalità con cui una particolare soluzione viene espressa

Le anomalie vengono poi amplificate quando tale “condizionamenti” diventano una contaminazione sociale sfociando attraverso preferenze e paure collettive, sulla sfera emotiva, ad un *comportamento di gregge*. L'effetto è proprio quando gli individui vengono influenzati dal comportamento altrui così che i soggetti agenti ragionano e operano sulla base di decisioni che la massa ha assunto. Nei mercati finanziari si sfocia in condizioni di “anomalia” del mercato proprio perché l'effetto “emulativo” condiziona le decisioni personali allontanando il discernimento dalle razionali condizioni dei dati e delle informazioni.

3.3 L'incipit della finanza comportamentale: le evidenze della Prospect Theory

Dopo gli anni 80 un significativo contributo è dato dal premio Nobel nel 2002 Kahneman D. che integra i risultati della ricerca psicologica nella scienza economica in particolare al valore del giudizio umano e alla teoria delle decisioni in condizioni di incertezza. I suoi studi tracciano i sofisticati meccanismi mentali che utilizzano le persone nella scelta di decisioni economiche arrivando alla formulazione di una divulgazione della Prospect Theory⁷. In passato si era sempre affermato che gli individui prendessero le

⁷ “Prospect Theory: An Analysis of Decisions Under Risk”- 1979

decisioni in base ai guadagni attesi indipendentemente dai possibili scenari futuri amplificato dalla sua probabilità di accadimento. Di fronte ad un giudizio irrazionale che le persone avessero manifestato condizionando scenari rispetto ad altri, la loro decisione finale sarebbe stata profondamente diversa da quello previsto dalla teoria economica tradizionale. La Prospect Theory è un modello in cui il decisore razionale, dimostra che è possibile associare dei valori numerici delle preferenze personali in modo tale che l'alternativa probabilistica venga anteposta se e solo se l'utilità attesa di suddetta alternativa è maggiore delle altre.

Kahneman utilizza sondaggi ed esperimenti raccogliendo le informazioni per cui i suoi soggetti sperimentali di fronte a condizioni di incertezza non fossero in grado di analizzare situazioni di decisione complesse. Al contrario, i soggetti prescelti hanno trovato affidabili scorciatoie euristiche, o regole semplicistiche generali.

La Teoria del Prospetto, spiega il comportamento decisionale dei soggetti economici ed i suoi aspetti psicologici attraverso un approccio descrittivo: il soggetto è interessato non all'esito ma ai cambiamenti di stato per cui una variazione positiva viene percepita come guadagno e ed una negativa come perdita.

La stessa CONSOB⁸ attraverso studi a riguardo ha evidenziato una certa "distorsione comportamentale" che allontana dalla razionale distinzione fra capacità percepita ed effettiva.

La teoria comportamentale si presenta, insomma, come essenzialmente descrittiva dell'azione economica individuale e, pertanto, impone a legislatori, regolatori, giudici ed operatori di confrontarsi con i suoi risultati⁹.

3.4 MiFID3: motivazioni, principi e profili innovativi

Attraverso il MiFID II abbiamo assistito ad una maggiore consapevolezza del livello di informazioni riducendo avvicinando il ruolo degli investitori con gli intermediari ma sostanzialmente abbiamo rilevato un ambiente con un accresciuto livello di trasparenza in generale. Le revisioni della MiFD II, in atto da parte della Commissione Europea attraverso una consultazione, sono volte a valutare il funzionamento complessivo del regime introdotto dalla Direttiva del 2014 e dal Regolamento UE MiFIR. Gli elementi raccolti sono stati strutturati con l'obiettivo di inserire delle riforme già preannunciate e sollecitate ma con l'esplosione del Covid e dei suoi effetti si è praticamente anticipato un piano che riguarda proprio il risparmio gestito.

Nello specifico i punti evidenziati nella consultazione riguardano:

⁸ Gentile- Linciano - Soccorso, Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market, CONSOB, Quaderni di finanza, n. 83/2016.

⁹ Morera - Marchisio, Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone, in Finanza comportamentale. Investitori a razionali, AGE, 1/2012, 21.

- Rimodulare gli obblighi rispetto alla trasparenza nei confronti del cliente
- Rispetto alla Direttiva 593/2017 nell'art.3 sulla “disaggregazione della ricerca” si è emendato rispetto all’incentivo che permette agli analisti di produrre un buon livello di ricerca in materia di investimenti che possa permettere maggiore visibilità e nuovi investitori.
- Riguardo ai mercati dei derivati energetici si propone di modificare le norme congiuntamente allo sviluppo dei mercati dell’energia tutelando il mercato delle materie prime con riguardo ai prodotti agricoli.

Di fatto le modifiche proposte e che verranno attuate sono rivolte alle aziende per ottenere i finanziamenti fondamentali per una ripresa. La necessità spinge di fatto a non attendere la revisione del MiFID in maniera definitiva quindi prima del prossimo anno ogni singolo paese recepirà ciò che di fatto nella consultazione hanno già recepito.

Il 24 luglio la Commissione Europea ha presentato una serie di misure che favoriscono gli investimenti, consentano una veloce ricapitalizzazione delle imprese e una maggiore possibilità da parte delle banche di finanziare il post-Covid.

Gli emendamenti a cui faranno seguito le legislazioni dei singoli pareri riguardano una serie di punti:

- creazione di un *Prospetto UE per la ripresa* attraverso il quale si potranno collocare propri titoli nel mercato pubblico da parte di imprese già operanti facilitando la raccolta di capitali anziché ricorrere all’indebitamento
- facilitazione della raccolta fondi da parte delle banche
- modifica al Regolamento sulle cartolarizzazioni
- modifica Regolamento sui requisiti patrimoniali
- eliminare i previsti ostacoli normativi alla cartolarizzazione delle esposizioni deteriorate

La stessa Consob, in linea con il processo di consultazioni e revisioni, ha posto l’attenzione all’obiettivo di assicurare per gli investitori della cognizione di tutti i costi e gli oneri per la valutazione degli investimenti proprio in un’ottica di confronto fra servizi e strumenti finanziari. Ha sottolineato ancora l’attenzione per la “presenza di disallineamento nelle condotte degli intermediari meritevoli di specifiche considerazioni di indirizzo allo scopo di proteggere il diritto dei clienti a ricevere dai prestatori di servizi un’informativa chiara, corretta e non fuorviante”. Un invito a maggiore aderenza all’informativa da parte degli intermediari sugli obblighi di *disclosure ex post*, a minimizzare il rischio reputazionale, a migliorare la qualità della relazione intermediario cliente e a favorire trasparenza, comprensibilità e comparabilità di costi, prodotti e servizi.

3.4.1 Regole di trasparenza e protezione dell'investitore

La grande novità della normativa europea parte dall'imporre alle imprese di investimento la comprensione delle caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati.

Le nuove regole di:

- *product governance* (art. 16 e art.24 MiFID II fino al Regolamento Intermediari Delibera Consob n. 20307/2018): con l'obiettivo di ridurre i casi di *misselling* (investimenti risultati del tutto insufficienti al cliente che li ha realizzati in quanto non conformi alla sua propensione al rischio o agli obiettivi di investimento) introduce le due figure di Intermediario Produttore (manufacturer) e Intermediario Distributore (distributor)
- *product intervention* (articolo 69 MiFID II) : potere delle autorità nazionali e sovranazionali (ESMA e EBA) preposte alla vigilanza del mercato finanziario di vietare e/o limitare la distribuzione di quei prodotti ritenuti dannosi ai risparmiatori, all'integrità e alla stabilità del mercato;

migliorano la protezione della clientela e la tutela degli investitori delineando lungo tutta la filiera del prodotto un integrale grado di applicazione degli obiettivi della normativa.

A partire dal 1 gennaio 2018, dal Regolamento Europeo in materia di PRIIP¹⁰ (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) relativo ai prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi pre-assemblati, si vuole garantire la comparabilità tra i diversi prodotti e aumentare il grado di trasparenza delle informazioni riguardanti tali strumenti. Questi prodotti finanziari, oggetto di indicazione per quanto riguarda la produzione del KID, sono particolarmente legati all'oscillamento del mercato e riguardano prodotti ad alto rischio per cui le norme comunitarie hanno introdotto documenti che dettino le informazioni connesse.

Tra i prodotti finanziari che vengono ricompresi nei PRIIPs ci sono i derivati, le obbligazioni convertibili, prodotti assicurativi con una componente di investimento, prodotti e depositi strutturati e fondi comuni di investimento. I PRIPs (Packaged Retail Investment Products), inseriti dalla Commissione Europea con i KID, a differenza non riguardano i prodotti assicurativi pre-assemblati (fondi di investimento, prodotti assicurativi, prodotti strutturati indirizzati agli investitori retail).

Con la MiFD si introduce il dettaglio dei costi nel KID (Key Information Document) che riguarda la descrizione delle caratteristiche del prodotto e tutte le informazioni facilmente fruibili dall'investitore.

L'intermediario deve predisporre e necessariamente consegnare all'atto della sottoscrizione esplicitando di fatto una comunicazione *ex-ante*. Nel KID sono indicati il grado di rischio associato all'investimento, ma anche indicazioni relative ai costi da sostenere e il possibile impatto sui rendimenti, sia in termini percentuali, sia in valore assoluto, partendo da un ipotetico investimento.

¹⁰ Il Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i PRIIPs sarà applicabile a partire dal 1 gennaio 2018.

Il documento non riguarda attività promozionali ma offre oltre che le informazioni del singolo prodotto un confronto con ulteriori soluzioni finanziarie. Elementi essenziali sono:

- Tipologia Prodotto
- Obiettivi
- Investitori al dettaglio a cui si intende commercializzare il prodotto
- Rischio reale e potenziale (indicatore sintetico di rischio, scenari di performance, potenziale rischio in caso non si è in grado di corrispondere il dovuto)
- Costi (costi diretti, indiretti, una tantum e ricorrenti)
- Indicazioni sulla liquidità

Voci di costo da comunicare	Esempi	
Spese una tantum	Tutti i costi e oneri (inclusi nel prezzo o che si aggiungono al prezzo dello strumento finanziario) pagati ai fornitori di prodotti all'inizio o alla fine dell'investimento nello strumento finanziario	Anticipi della commissione di gestione, commissione di strutturazione ⁽¹⁾ , commissione di distribuzione
Spese correnti	Tutti i costi e oneri correnti per la gestione del prodotto finanziario che sono dedotti dal valore dello strumento finanziario nel corso dell'investimento in esso	Commissioni di gestione, costi del servizio, commissioni di swap, costi e imposte sulla concessione di titoli in prestito, costi di finanziamento
Tutti i costi per le operazioni	Tutti i costi e oneri sostenuti per effetto dell'acquisto dell'investimento e del disinvestimento	Commissioni di intermediazione, spese di entrata e di uscita pagate dal fondo, maggiorazioni integrate nel prezzo dell'operazione, imposte di bollo, imposte sulle operazioni e costi di cambio
Costi accessori		Commissioni di performance

L'obbligo di comunicazione *ex post* riguarda invece gli intermediari, che in un unico documento debbono riportare l'indicazione dei costi sostenuti dall'investitore nell'esercizio precedente, dichiarando i costi in valore assoluto e in percentuale sul portafoglio spiegando l'impatto sulla performance complessiva di portafoglio. Le imprese di investimento provvedono annualmente a fornire informazioni *ex post* su tutti i costi e gli oneri relativi: dello strumento o strumenti finanziari, del servizio o dei servizi di investimento e servizi accessori. La normativa indica un termine perentorio ma esplicita

- informativa tempestiva che possa consentire al cliente di valutare l'incidenza dei costi ed oneri corrisposti nel periodo precedente e di confrontare le alternative
- dati aggiornati e dettagliati sui costi e oneri applicati al cliente sia in via diretta che indirettamente da altri intermediari.

Proprio questo aspetto della norma da la possibilità di verificare la conoscenza della consulenza sia in termini di costi che di benchmark rispetto al rendimento, qualità del servizio favorisce di fatto maggiore competitività nel mercato.

CONCLUSIONI

La prospettiva della revisione a breve rispetto alla MiFID II rappresenterà sicuramente un'evoluzione della conoscenza del complesso sistema dei mercati finanziari ma sarà sicuramente un presupposto di rilancio per l'economia dei paesi europei dopo il periodo COVID. Il superamento dei confini per la normativa ha rappresentato un'opportunità per favorire e unificare le potenzialità offerte dal mercato finanziario e con la MiFID II si introduce e si disciplina l'accesso da parte di soggetti insediati in paesi terzi al mercato Europeo.

I punti che abbiamo rilevato sono il consolidamento del concetto di trasparenza dei prodotti e del mercato che si interfaccia con figure e ruoli sempre più qualificati, tutelati e informati.

Si ritiene opportuno che la revisione conduca verso strumenti e condizioni che possano spingere ad una maggiore compensazione all'orientamento del cliente ed eliminare le asimmetrie informative delle relazioni nel mercato. Un'indicazione degna di interesse che lo studio ci porta a esporre è la formazione e i criteri per la valutazione delle competenze e conoscenze dei consulenti da parte degli intermediari ai quali è assegnato il delicato compito di "spiegare al cliente.....comprendere e valutare i suoi obiettivi" nell'ottica di una efficace comunicazione.

Le finalità e i principi della normativa, a cui questo studio ha rivolto la sintesi, sono proprio quelle che promuovono la tutela dell'investitore, le opportunità per le imprese di poter prestare il servizio in tutta la comunità e la possibilità a tutte le categorie di clienti di accedere ad una più ampia gamma di prodotti finanziari.

Personalmente ritengo sia importante che i lavori di revisione possano rappresentare un'opportunità per consolidare e qualificare al di fuori del ruolo della figura del consulente ma che dia maggiore possibilità al mercato di diversificare i modelli di business offerti.

Bibliografia

- AA.VV., (2016) *La MiFID II, Rapporti con la clientela - governance - mercati*, a cura di Troiano V. e Motroni R., Wolters Kluwer - CEDAM, Padova
- ASSOGESTIONI, (2019), *Da MIFID I a MIFID II: l'evoluzione della direttiva*
- ASSOGESTIONI, (2020), *Riforma MiFID, i punti salienti del parere di Esma alla Commissione Ue*
- Capriglione F., (2012), *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, Napoli
- CFIPARMA, (2015) “*Consulenti finanziari indipendenti vs promotori finanziari e dipendenti bancari*”
- Commissione Europea, (2020), *Review of the regulatory framework for investment firms and market operators, Public consultation*
- CONSOB, (2012) “*I servizi di investimento: cosa sono e quali tutele sono previste per i risparmiatori*”
- CONSOB, *What Can We Learn for the MiFID Directive?*”, Quaderni di Finanza Consob
- Di Ciommo F., *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici*, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 1/2017, Luiss, Roma
- Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004
- Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014
- ESMA Includes MiFID II/ Mifir In Its Interactive Single Rulebook, Marzo 2019
- ESMA issues latest double volume cap data, Agosto 2020
- LINCIANO N., (2012) “*Le distorsioni comportamentali e la consulenza finanziaria*”
- Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014
- Rocco G, (2020), *Direttiva MiFID II, la Commissione UE propone revisioni per supportare le PMI*, IPSOA
- Soccorso P. (2014), “*La centralità dell'informazione nella relazione intermediario-cliente*”, Roma TrE-Press
- Soccorso P. (2015), “*La rilevazione della tolleranza al rischio nei questionari MiFID. Le indicazioni della finanza comportamentale*”, Consob, Ufficio Studi Economici
- Thaler R. H., Sunstein C. R. (2008), *Nudge: Improving Decision about Health, Wealth and Happiness*, Yale University Press, New Haven (CT)

Siti consultati

<http://www.consob.it>

https://ec.europa.eu/info/index_it

<https://www.assogestioni.it>

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.bloomberg.com>

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.wallstreetcina.com>

<https://www.wallstreetitalia.com>