

Il nuovo regime della consulenza finanziaria nella MiFID II: prime riflessioni

di Paolo Rossi

28 dicembre 2017

SOMMARIO: 1. L'evoluzione della nozione di consulenza finanziaria, dalla legge n.1/1991 alla Direttiva MiFID I – 2. La crisi dei mercati finanziari e la necessaria revisione della MiFID I: la Direttiva MiFID II ed il nuovo servizio di consulenza in materia di investimenti – 3. La consulenza finanziaria “ibrida”: a rischio la tutela del risparmiatore “impreparato”?

1. L'evoluzione della nozione di consulenza finanziaria, dalla legge n. 1/1991 alla Direttiva MiFID I.

Com'è noto, l'attività professionale di consulenza finanziaria, rivolta ad investitori privati, consiste, essenzialmente, nel supporto offerto al cliente-risparmiatore da parte degli intermediari finanziari nella gestione del suo patrimonio finanziario, cercando di ottimizzarne il profilo di rischio/rendimento del portafoglio mobiliare, ma anche di aiutarlo a realizzare una pianificazione finanziaria secondo le esigenze e gli obiettivi espressi². In Italia, in passato la consulenza finanziaria era stata relegata al rango di

¹-Per una ricostruzione critica del ruolo degli intermediari finanziari nell'evoluzione del mercato mobiliare cfr. per tutti Di GASPARE, *Introduzione allo studio dei mercati mobiliari*, in www.amministrazioneincammino.it, 19 ss.; ID. *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2016, 339 ss.

²- Sulla consulenza finanziaria in termini generali si vedano: LUCARELLI, *Consulenza e tolleranza al rischio: vantaggi e limiti dell'auto-profilazione*, in ORIANI - ZANABONI, *La consulenza finanziaria*, Milano, Il Sole24Ore, 2011; PACELLI, *Consulenza finanziaria e ottimizzazione di portafoglio. Come gestire la relazione con l'investitore in tempo di crisi*, Bancaria Editrice, 2014; DI GASPARE, *Introduzione allo studio*, cit., 33 ss.; DI MASCIO, *La consulenza finanziaria. Regolamentazione, modelli di servizio e pianificazione finanziaria*; EGEA, 2011; GRECO, *La consulenza nel mercato finanziario tra diritto speciale e diritto comune*, Pacini editore, 2012; SCOLARI, *La consulenza finanziaria verso la Mifid 2*, Gepi editori, 2015. È stata riscontrata una correlazione positiva tra ricorso al servizio di consulenza da parte delle famiglie italiane e la diversificazione dei loro portafogli di investimento: GENTILE- SICILIANO, *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, in *Quaderni di Finanza Consob*, Luglio 2009. Lo studio, tuttavia, stima che solo il 20% delle famiglie che risultano esposte sul mercato finanziario si avvalga di tali servizi. Si rileva come quest'ultimo dato sia in netta controtendenza rispetto ad altri paesi, quali gli Stati Uniti o la Germania, dove il ricorso alla consulenza è maggiormente diffuso: si vedano rispettivamente INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Characteristics of mutual fund investors*, 2010, disponibile su www.ici.org, e BLUETHGEN-GINTSCHELA. HACKERTHAL- MUELLER, *Financial Advice and Individual Investors' Portfolios*, disponibile su www.ssrn.com. Per una visione più pessimistica sui risultati della consulenza, si veda HOECHLE- RUENZI-SCHAUB- SCHMID, *Don't answer the phone. Financial Advice and Individual Investors' Performance*, march 9, 2013, disponibile su www.ssrn.com (si nota tuttavia che lo studio si basa su di una mole di dati che, per quanto considerevole, fa riferimento ad un solo intermediario) e PALMITER-TAHA, *Mutual fund investors: divergent profiles*, in *Columbia Business Law Review*, 2008, 934 ss. (osservando che i consulenti possono fare eccessivo affidamento

mero servizio accessorio alla vendita del prodotto finanziario.

E' solo con la disciplina introdotta dalla legge n. 1 del 1991 che la nozione di consulenza in materia di valori mobiliari viene sancita, per la prima volta, nell'ordinamento interno: l'art.1, comma 1, lett.e), infatti la inserisce tra le attività d'intermediazione mobiliare riservate agli intermediari autorizzati (banche, sim, fiduciarie, agenti di cambio, etc); tuttavia, all'art.5 comma 3 - dedicato ai promotori di servizi finanziari – il legislatore si premura di porre un vero e proprio divieto ai promotori di esercitare la consulenza finanziaria, prevedendo che “è *inibita ogni forma di attività di consulenza porta a porta*”.

Il promotore finanziario era, dunque, escluso dalla suddetta legge dal legittimo esercizio di attività di consulenza in materia di valori mobiliari.

Peraltro, la legge n.1/1991 non definiva le attività accessorie, vale a dire quelle attività che gli intermediari autorizzati potevano svolgere, ma non erano di loro esclusiva competenza: si limitava soltanto ad indicare alcune attività alle quali le SIM (Società di Intermediazione Mobiliare) potevano essere autorizzate, consentendo a queste ultime di esercitare attività connesse e strumentali *lato sensu*.

Nondimeno, la nozione di consulenza “riservata” agli intermediari autorizzati dal legislatore del 1991, tramite l'autorità di vigilanza, appare assai ampia, in quanto gli artt. 36-39 del regolamento n.5387 del 2 luglio 1991 e l'art. 33 del regolamento n. 8850 del 9 dicembre 1994 giungevano ad ascrivere al concetto di consulenza addirittura “*pubblicazioni, documentazione informativa, ricerche e altri documenti scritti*” (art.39 reg.5387), *id est* attività che, invece, nell'attuale normativa sono divenute accessorie.

Con l'entrata in vigore del D.lgs. n.415 del 1996 – meglio noto come decreto Eurosim - e del D.lgs. n.58 del 19983 - noto come TUF o anche legge Draghi -, la consulenza finanziaria veniva espunta dai servizi d'investimento principali e relegata tra i servizi accessori⁴.

In buona sostanza, ad esito dell'entrata in vigore del decreto Eurosim e del TUF, gli intermediari autorizzati potevano esercitare l'attività di consulenza finanziaria, ma tale attività non era più di loro esclusiva prerogativa, potendo essere svolta, da quel momento in poi, da parte di chiunque, anche al di fuori del controllo delle Autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia). Peraltro, in tale periodo si assiste all'avvento sul mercato finanziario dei primi consulenti finanziari indipendenti, intendendo per tali professionisti non legati da contratti di rappresentanza con nessun intermediario finanziario e retribuiti a parcella dal cliente che usufruisce della loro prestazione professionale.

Tuttavia, non avendo né il decreto Eurosim, né il TUF previsto alcuna regolazione dell'attività dei consulenti indipendenti, né tantomeno avendola espressamente vietata, la figura professionale del consulente indipendente ha svolto la propria attività in modo del tutto scevro da qualsiasi vincolo normativo, nonchè da qualsiasi forma di controllo pubblico delle Autorità di settore.

In definitiva, con la legge n.1/1991 la consulenza in materia di valori mobiliari era stata ascritta ad attività protetta, essendo riservata ope legis agli intermediari

sulle performance passate degli strumenti finanziari che consigliano).

³- Cfr. DI GASPARE, *Introduzione allo studio dei mercati mobiliari*, cit., 16 ss.

⁴-Per una più ampia disamina della disciplina comportamentale prevista in via regolamentare per i consulenti finanziari e per i molteplici punti di contatto con il regime previsto dal TUF per i soggetti abilitati cfr, con ampi riferimenti bibliografici, SANGIOVANNI, *Il regolamento CONSOB n. 17130 del 2010 e l'attività dei consulenti finanziari*, in www.filodiritto.com.

autorizzati; con la conseguenza, tra l'altro, che l'eventuale esercizio abusivo costituisca reato; in seguito, con la disciplina sopravvenuta del decreto Eurosim e del TUF viene meno la riserva ex lege a favore degli intermediari finanziari, potendo la consulenza essere esercitata sia dagli intermediari abilitati, sia da chiunque altro: con la sostanziale differenza, tuttavia, che solo gli intermediari autorizzati dovevano rispettare le regole del loro *status* (obblighi di correttezza e trasparenza, etc.), mentre tutti gli altri operatori potevano esercitare tale attività sostanzialmente in modo non vincolato.

Con l'adozione della Direttiva n. 2004/39/CE, meglio nota come MiFID I⁵ - relativa ai principi quadro (primo livello) - e, in seguito, della Direttiva 2006/73/CE, contenente indicazioni in merito alle modalità di esecuzione della Direttiva 2004/39/CE con particolare riferimento ai requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività degli intermediari (secondo livello) - la disciplina di settore aveva subito rilevanti modifiche.

La strada intrapresa dal regolatore comunitario del 2004, al fine di disciplinare l'attività dell'intermediario finanziario, era stata di orientarsi decisamente sul ruolo della consulenza, al fine di passare da una logica della "vendita del prodotto finanziario" a quella della "vendita di un servizio", ritenuta più rispondente alla tutela del risparmiatore.

Ciò ha comportato, in primo luogo, che la consulenza in materia di investimenti è stata inserita tra i servizi e le attività di investimento.

La differenza in relazione alla normativa previgente (dal 1991 in poi) non è di poco conto, e si apprezza sin dal tenore della stessa definizione legislativa: infatti, nella l.n.1/1991 la consulenza riservata era quella in materia di valori mobiliari (oggi strumenti finanziari), mentre nella MiFID I e nel novellato TUF l'oggetto della consulenza è "in materia di investimenti": trattasi di differenza rilevante, che finisce per equiparare, de facto, la consulenza con la gestione.

Più in particolare, l'art. 4, comma 1, par. 4) della Direttiva MiFID I definisce l'interpretazione autentica del concetto di consulenza in materia di investimenti come "*prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari*".

Dunque, gli elementi costitutivi del servizio di consulenza sono essenzialmente:

a) la prestazione di raccomandazioni "personalizzate" (e non semplicemente generali) a un cliente specifico⁶;

⁵ - Sull'evoluzione della regolamentazione del mercato mobiliare europeo cfr. *amplius* DI GASPARE, *Introduzione allo studio dei mercati mobiliari, cit.*, 29 ss; v. anche SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banca mer. fin.*, 2009, 235 ss; ZITIELLO, *La MiFID in Italia*, Torino, 2009, pp. 436-440 e le Comunicazioni CONSOB ivi citate SGE/RM/91006781 del 29.11.1991, BOR/RM/94005134 del 23.5.1994, DAL/RM/95007553, DI/99023323 del 26.3.1999, DI/30441 del 21.4.2000, DIN/1083623 del 7.11.2001; VIZZARI, *Le problematiche della consulenza finanziaria*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, 2009, fasc. 2, 137 ss.

⁶ - Cfr. Direttiva 2004/39/CE, della Commissione europea del 10 agosto 2006 recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva; il considerando 81 prevede: "*una consulenza generica in merito a un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva (2006/73/CE ndr) specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a*

b) le raccomandazioni devono riguardare una o più operazioni (ma una sola è sufficiente) relative a strumenti finanziari. In altri termini, l'oggetto della raccomandazione deve essere rappresentato da una o più operazioni (vendita, acquisto, sottoscrizione, etc.) riguardanti uno o più strumenti finanziari.

I tratti caratterizzanti la consulenza finanziaria individuati dalla MiFID I sono molto puntuali: deve trattarsi di una raccomandazione mirata sulla persona del cliente, sull'operazione da effettuare e sugli strumenti finanziari oggetto dell'operazione, singolarmente individuati.

Tuttavia, la portata della nozione di consulenza della MiFID I viene ulteriormente perimetrata nella citata Direttiva n.2006/73/CE, la quale, all'art. 52, fissa l'elenco delle operazioni che possono essere oggetto della raccomandazione personalizzata⁷, stabilendo al contempo un ulteriore "paletto" definitorio importante (che verrà poi stravolto dalla novella del TUF) laddove prevede che *"tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona..."*.

Il legislatore, dunque, impone l'ulteriore obbligo di presentare come adatta (rectius adeguata) la raccomandazione personalizzata.

Ancora nell'art. 52 si insiste sull'obbligatorietà degli elementi soggettivi (*"...deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona..."*) e oggettivi (*"...deve raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente alle seguenti categorie:..."*) della nozione di consulenza, per poi ribadire un altro elemento fondamentale: *"una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata se viene diffusa tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico"*.

In quest'ultimo inciso definitorio sta la discriminante tra raccomandazione personalizzata e raccomandazione generale⁸: la seconda costituisce prestazione di un servizio accessorio di cui all'allegato I, sezione B, punto 5), della Direttiva 2004/39/CE; di conseguenza, la MiFID I e le sue protezioni si applicano alla prestazione di tale raccomandazione.

Peraltro, la distinzione tra raccomandazione personalizzata e raccomandazione generale appare ancor più marcata nella destinazione della seconda alla diffusione a un vasto pubblico o comunque al suo essere inserita in canali distributivi.

Nonostante tale distinguo, la normativa MiFID I si applica ad entrambe le situazioni ove l'operatore sia un intermediario abilitato.

In definitiva, nella nozione della Direttiva MiFID I la consulenza in materia d'investimenti posta due elementi costitutivi: uno oggettivo, vale a dire la specificità dello strumento finanziario e dell'operazione consigliati, ed uno soggettivo, consistente nella personalizzazione della raccomandazione.

Per quanto riguarda i promotori, essi non sono direttamente disciplinati dalla

determinati strumenti finanziari.", in www.europa.eu.

⁷- Cfr. Direttiva 2006/73/CE, cit.

⁸- Particolarmente chiaro, sul punto, il considerando n. 82 della Direttiva MiFID I, il quale stabilisce: *"Gli atti compiuti dall'impresa che siano preparatori alla prestazione di un servizio d'investimento o allo svolgimento di un'attività d'investimento devono essere considerati come parte integrante di tale servizio o attività. Tra tali atti rientra ad esempio la prestazione di consulenza generica da parte dell'impresa d'investimento a clienti o potenziali clienti prima o nel corso della prestazione di consulenza in materia di investimenti o di qualsiasi altro servizio o attività d'investimento."* L'attività di consulenza generica è quindi collocata in quell'attività di pre-vendita, promozione, contatto col cliente preparatoria alla prestazione del servizio d'investimento vero e proprio; oppure anche nel corso della prestazione del servizio d'investimento, compresa la stessa consulenza specifica, ma questo solo fatto non ne elimina la natura di consulenza generica".

Direttiva MiFID I; tuttavia, facendo riferimento agli agenti collegati, id est ad una figura giuridica molto diversa, la loro attività di consulenza è stata circoscritta ai prodotti e servizi collocati dalla società mandante in vista e in funzione del loro collocamento o della loro prestazione. Tale attività non corrisponde, quindi, al servizio di consulenza in materia di investimenti⁹.

In sede di recepimento della Direttiva Mifid, il legislatore nazionale, con il D.lgs n. 164 del 2007, ha lasciato inalterata la nozione di promotore finanziario; infatti, lo stesso D.Lgs. n. 164/2007, nel novellare l'art.31 del TUF, comma 2, definisce il promotore quella "persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario", per tal via, il legislatore italiano ha, di fatto, posto il promotore sullo stesso piano dell'agente collegato previsto dalla Direttiva MiFID I.

2. La crisi dei mercati finanziari e la necessaria revisione della MiFID I: la Direttiva MiFID II ed il nuovo servizio di consulenza in materia di investimenti.

La Direttiva MiFID I sembrava aver definito un assetto regolativo se non definitivo, almeno volto a stabilizzare, per un lungo periodo, il settore dei mercati finanziari.

Senonchè, la crisi finanziaria globale, scatenatasi a partire dal 2008¹⁰, ha contribuito ad enfatizzare alcuni nodi irrisolti della regolazione di settore.

Poiché, com'è noto, la storia dei mercati finanziari insegna che in concomitanza di ogni grave crisi il legislatore interviene a modificare le regole del gioco, al fine di implementare la protezione a favore dell'anello debole della catena, ovvero il risparmiatore, anche la crisi dei mercati finanziari del 2008 - innescata in America dai mutui *subprime* e dal fallimento della *Lehman Brothers*, poi propagatasi per contagio in Europa per effetto della polverizzazione dei rischi nei titoli tossici (derivati), sino ad investire gli stessi debiti sovrani, determinando una vera e propria crisi sistemica - ha costretto le istituzioni sovranazionali e nazionali ad intervenire, per modificare, appunto le regole del gioco, rivelatesi non più adeguate.

L'effetto "domino" scatenatosi ed i conseguenti e concomitanti interventi pubblici di salvataggio hanno finito inevitabilmente per imporre all'attenzione generale non solo la fragilità strutturale dei sistemi bancari nazionali, ma anche la prossimità del rischio del

⁹In tal senso cfr. TEDESCHI, *La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, in *Diritto Bancario*, 2008. La MiFID II condivide lo scopo originario della direttiva del 2004 e ne conferma le scelte di fondo. L'obiettivo è infatti lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori. I risparmiatori hanno pertanto la possibilità di investire e le imprese di investimento la facoltà di prestare servizi di investimento a livello transfrontaliero (cosiddetto "passaporto unico"), in modo più semplice e a condizioni identiche in tutti gli Stati dell'Unione. Come già nella direttiva del 2004, sono previste varie disposizioni che, in quanto ispirate al dovere di agire nel miglior interesse del cliente, garantiscono una corretta informazione per gli investitori, si occupano dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedono un'adeguata profilatura del risparmiatore.

¹⁰ - Per una ricostruzione critica della crisi finanziaria globale cfr. *amplius* DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2011; CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in COLOMBINI-PASSALACQUA (a cura di), *Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Napoli, 2012, 14 ss.

fallimento degli Stati, in uno con quello dei rispettivi mercati bancari¹¹.

Il che ha fatto maturare una diffusa consapevolezza che a pagare i danni dell'incontrollato *moral hazard* del management bancario e degli intermediari finanziari e, dunque, di tutti gli effetti distorsivi e, comunque, dell'inadeguatezza della risposta dei pubblici poteri, fossero, in realtà, i contribuenti/risparmiatori.¹²

Di qui la diffusa esigenza di un profondo mutamento di prospettiva, non più rinviabile, per cercare di ridurre il non più tollerato perdurare di fenomeni di *moral hazard*¹³.

In tale contesto, è maturata la scelta "necessitata" del *Financial Stability Board* di indicare una nuova via in materia di vigilanza prudenziale, protezione dei depositi e risoluzione delle crisi bancarie, ispirandosi, essenzialmente, ai principi cardine di una maggior responsabilizzazione della proprietà degli istituti bancari, del minor coinvolgimento possibile dei contribuenti, nonché della massima prevenzione del *moral hazard*.

Principi che sono stati recepiti dai capi di Stato riuniti nel G-20 straordinario di Cannes, ed hanno poi condotto, anche se in modo tardivo rispetto allo scatenarsi della crisi, all'adozione, in sede comunitaria, delle misure regolative su cui si informa la c.d. Unione Bancaria¹⁴: i cui i tre pilastri sono costituiti dalla creazione di un Meccanismo di vigilanza unico, previsto dal Regolamento UE n. 1024/2013 (*SSM Single Supervisory Mechanism*)¹⁵, dall'istituzione del Meccanismo unico di risoluzione delle

¹¹ - Così ANTONIAZZI, *La Banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, cit., 162.

¹² - Cfr. BOCCUZZI, *Gli assetti proprietari delle banche*, Torino, 2010, 198.

¹³ - Cfr. COEURE, *The implication of bail-in rules for bank activity and stability*, in www.bis.org/review/r131001b.pdf, 1 ss.

¹⁴ - Sul tema dell'unione bancaria cfr. CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria europea*, Torino, 2013; ID., *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in COLOMBINI-PASSALACQUA (a cura di), *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di stato*, Napoli, 2012, 3 ss.; CLARICH, *L'unione bancaria. Competenze, procedure e tutele*, Roma seminario studi 26 novembre 2014; LAMANDINI, *Il diritto bancario dell'Unione*, in *Scritti sull'Unione bancaria, Quaderni ricerca giuridica Banca Italia*, n. 81, 2016, 11 ss.; BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea*, Milano, 2015; AA.VV. BUSCH-FERRARINI (a cura di), *The European Banking Union*, Oxford University Press, 2015; FORESTIERI, *L'unione bancaria europea e l'impatto sulle banche*, in *Banca impresa Società*, 3, 2014, 496 ss.; AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa*, Torino, 2014; MANCINI, *Dalla vigilanza armonizzata alla Banking Union*, in *Quaderni ricerca giuridica Banca Italia*, n.73, 2013; GORTSOS, *The Single Supervisory Mechanism (SSM). Legal aspects of the first pillar of the European Banking Union*, EPLA, Atene, 2015; MICOSSI, *Banking union in the making*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, n. 2, part 1, 80 ss.; MOLONEY, *European banking union: Assessing its risks and resilience*, in *Common Market Law Review*, 2014, n.51, 1609 ss.; TEIXEIRA, *The Single Supervisory Mechanism: Legal and institutional foundations*, in *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri. Atti del convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, 2014, n. 75; WYMEERSCH, *The Single Supervisory Mechanism or 'SSM', part one of the Banking Union*, *Working Paper Research*, 2015, n. 255.

¹⁵ - Per una più ampia analisi del nuovo meccanismo di vigilanza unico previsto dal Regolamento UE n. 1024/13 cfr. D'AMBROSIO, *Due process and safeguards of the persons subject to SSM supervisory and sanctioning proceedings*, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 74, 2013; ID., *The ECB and NCA liability within the Single Supervisory Mechanism*, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 78, 2015, ID., *Il Meccanismo di vigilanza unico: profili di indipendenza e di accountability*, in *Scritti sull'Unione bancaria, Quaderni ricerca giuridica Banca Italia*, Roma, n. 81, 2016, 137 ss; CAPRIGLIONE,

crisi bancarie (SRM) di cui alla Direttiva comunitaria n. 2014/59/UE, meglio nota come BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*)¹⁶ e di cui al Regolamento UE

L'applicazione del meccanismo unico di supervisione bancaria: una vigilia di ingiustificati timori, in apertacontrada.it, 2014; ID., *European banking union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, vol.2, part. 1, 5 ss.; CLARICH, *I poteri di vigilanza della Banca centrale europea, relazione al convegno L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità ed innovazione*, in *Quaderni dir. comm.*, 2016; ID., *I poteri di vigilanza della banca centrale europea, in Diritto pubblico*, 3, 2013, 975 ss.; LAMANDINI, RAMOS MUNOZ, SOLANA, *Depicting the Limits to the SSM's Supervisory Power: The Role of Constitutional Mandates and of Fundamental Rights Protection*, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 79, 2015; LAMANDINI, *Limitations on supervisory powers based upon fundamental rights and SSM distribution of enforcement competences*, in *ECB Legal Conference 2015, From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New Opportunities for European Integration*, ECB, Frankfurt, 2015; LAMANDINI, RAMOS SOLANA, *The ECB as a Catalyst for Change in EU Law. Part I: The ECB's Mandates*, e id., *The ECB as a Catalyst for Change in EU law. Part II: SSM, SRM and Fundamental Rights*, ECB Working Papers 2016; CAPOLINO, *La vigilanza bancaria: prospettive ed evoluzione dell'ordinamento italiano*, in *Scritti sull'Unione bancaria, Quaderni ricerca giuridica Banca Italia, Roma, n. 81, 2016, 55 ss.*; *ECB Banking Supervision and beyond, Report of a CEPS Task Force*, a cura di ROLDAN LANNOO, CEPS Bruxelles, 2014, pp. 1-61; ANTONIAZZI, *La Banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, Torino, 2013; PANETTA, *La nuova vigilanza bancaria europea e l'Italia. Intervento del Vice Direttore Banca Italia*, in *Mondo Bancario*, 2014, n.3, 22 ss.; BARBAGALLO, *L'Unione Bancaria europea*, in *Mondo bancario*, 2014, n.2, 11 ss.; BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca impresa società*, 2015, I, 73 ss.

¹⁶-Sul nuovo regimen comunitario di risoluzione delle crisi bancarie cfr. amplius CAPRIGLIONE e TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Torino, 2014, capp. III e IV, cui si rinvia anche per ulteriori riferimenti bibliografici; CHITI, *The new banking union, the passage from banking supervision to banking resolution*, in *TDPC*, 2014, 608 ss.; STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, Roma, n.75, 2014, p. 169 ss.; BOCCUZZI, *Aspetti istituzionali, regole e procedure per la gestione delle crisi bancarie nel quadro dell'Unione Bancaria*, intervento al convegno 'La gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi nel quadro dell'unione bancaria europea'; SANTORO, *Prevenzione e "risoluzione" delle crisi delle banche*, in www.regolazioneideimercati.it; ID., *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in www.regolazioneideimercati.it; GRECO, *La tutela del risparmiatore dopo la direttiva BRRD*, relazione al Convegno ADDE "Quali regole per quali mercati? Una riflessione sui nuovi modelli regolatori e sui mercati in transizione", Milano 11-12 dicembre 2015, in *Diritto banca e mercato finanziario*, 2016; GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca borsa*, 2015, n.5, I, 587; SANTELLA, LAVIOLA, LOIACONO, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un'analisi comparata dell'applicazione del bail-in*, in *Bancaria*, 2015, n.9, 46 ss.; DI BRINA, *Risoluzione delle banche e bail-in, alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale*, in *RTDE*, 2015, n.4, II, 184; CAPOLINO, *Le fasi della risoluzione bancaria e i rapporti con il preesistente quadro normativo*, *Atti del Convegno: crisi bancarie il nuovo quadro giuridico e istituzionale*, Milano, 8 maggio 2014; ID., *Banking recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, relazione al Convegno conclusivo progetto PRIN 2010-11 Siena, 7-9 aprile 2016, in www.regolazioneideimercati.it; RULLI, *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *RTDE*, suppl. 3/2015, pp.284 ss.; ROSSANO, *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail in e la sua concreta applicazione*, in *RTDE*, suppl. 3/2015, 269 ss.; DE ALDISIO, *Il Meccanismo di Risoluzione Unico. La distribuzione dei compiti tra il Comitato di risoluzione unico e le autorità di risoluzione nazionali e altri aspetti istituzionali*, in *Scritti sull'Unione bancaria, Quaderni ricerca giuridica Banca Italia, Roma, n. 81, 2016, 137 ss.*; v. anche ZAVVOS-KALTSOUNI, *The Single Resolution Mechanism in the European Banking Union: Legal Foundation, Governance Structure and Financing*, in AA.VV., *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, Cheltenham, 2015; DE SERIERE, *Recovery and resolution plans of banks in the context of the BRRD and the SRM:*

n.806/14¹⁷, nonché dalle nuove regole comunitarie sui sistemi di garanzia dei depositi di cui alla Direttiva 2014/49/UE (DGS *Deposit Guarantee Scheme*)¹⁸. Senonché, la matrice ispiratrice caratterizzante, in modo pressoché pervasivo, il nuovo quadro regolamentare comunitario, appare la stabilità patrimoniale delle banche, assunta come obiettivo prioritario, anche a costo di sottovalutare gli effetti collaterali “indesiderati”, quali quelli connessi all'introduzione del meccanismo del c.d. bail in¹⁹, ovvero della

some fundamental issues, in BUSCH, FERRARINI (a cura di), *European Banking Union*, Oxford 2015, 336; JOOSEN, *Regulatory Capital Requirements and Bail in Mechanism*, in *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, a cura di HAENTJENS e WESSELS, Cheltenham, 2015; BINDER, *Resolution planning and Structural Bank Reform within the Banking Union*, SAFE Working Paper Series, n.81, 2015, in <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm.abstract>; HADEJEMMANUIL, *Bank resolution Financing in the Banking Union*, in SSRN-id2575372; ID., *Special Resolution Regimes for Banking Institutions: Objectives and Limitations*, in *LSE Law, Society and Economy Working Papers 21/2013*, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm.abstract_id=2336872; FSB, *Recovery and Resolution Planning for Systemically Important Financial Institutions: Guidance on Developing Effective Resolution Strategies*, 2013, in www.financialstabilityboard.org; GORDON-RINGE, *Bank Resolution in Europe: The Unfinished Agenda of Structural Reform*, BUSCH FERRARINI (a cura di) cit, 500 ss. e ID., *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, in *Columbia Law Rev.*, (115), 2015, 1297 ss.

¹⁷ - V. Regolamento n.806/2014/UE, in www.eur-lex.europa.eu.

¹⁸ - Sul terzo pilastro dell'Unione bancaria costituito dalla Direttiva n.2014/49/UE cfr. *amplius* GANICIAN, *Un nuovo passo verso l'Unione bancaria europea: la Direttiva 2014/49/UE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi*, in *Dir. Banc. merc. fin.*, 2014, 67 ss.

¹⁹ - Sullo strumento del bail in cfr. *amplius* CAPRIGLIONE, *Luci e ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*, cit.; GRECO, *La tutela del risparmiatore dopo la direttiva BRRD*, cit, 8 ss.; SANTORO, *Prevenzione e "risoluzione" delle crisi delle banche*, cit.; ID., *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, cit.; SANTELLA, LAVIOLA, LOIACONO, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un'analisi comparata dell'applicazione del bail-in*, cit. 46 ss.; DI BRINA, *"Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale*, cit., 184 ss.; CAPOLINO, *Le fasi della risoluzione bancaria e i rapporti con il preesistente quadro normativo*, cit.; RULLI, *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi di concorsualità e prime esperienze applicative*, cit., 284 ss.; ROSSANO, *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail in e la sua concreta applicazione*, cit. 269 ss. ; DOLMETTA, *Le tutele mancanti. Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio"*, in *Riv. dir. banc.*, n.2, 2016; LENER, *Bail in: una questione di regole di condotta? Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio"*, in *Riv. dir. banc.*, n.2, 2016, 2 ss.; ID. *Profili problematici del bail-in*, in *Quaderni Minerva bancaria*, 2016, 23 ss.; ID., *Il cliente bancario di fronte al bail-in: la (modesta) protezione delle regole di condotta*, in *Quaderni Minerva bancaria*, 2016, 41 ss.; DI GIORGIO, *L'assicurazione dei depositi e il completamento dell'Unione Bancaria*, in *Quaderni Minerva bancaria*, 2016, 5 ss.; RULLI, *Crisi bancarie e prime esperienze di risoluzione "assistita" da fondi: il primo intervento del Fondo nazionale di risoluzione*, in *Quaderni Minerva bancaria*, 2016, 9 ss.; LUGARESI, *La risoluzione delle crisi bancarie: bail-in e Resolution Planning*, in *Quaderni Minerva bancaria*, 2016, 17 ss.; FIORDIPONTI, *Ancora perplessità sul decreto salva banche*, in *Quaderni Minerva bancaria*, 2016, 33 ss.; GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr.giur.*, 2015, n.12, 1485 ss.; PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca impresa Società*, 2015, 339 ss.; GARDELLA, *Il bail in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unica*, in *Banca borsa*, 2015, I, 587 ss.; DONATI, *Il bail in bancario: spunti per il nuovo diritto societario della crisi*, relazione al VII convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del diritto commerciale, Roma 26-27 febbraio 2016, 7 ss.; RULLI, *Dissesto, risoluzione e capitale nelle banche in crisi*, relazione al VII convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del diritto commerciale, Roma 26-27 febbraio 2016, 29 ss.; STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, cit. 169 ss.; BERNARDI, *Unione bancaria, gestione delle crisi e protezione dei depositanti*, in *Bancaria*, 2012, 51 ss.; CAPIZZI-CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail in: la conversione forzata di debito in*

forzosa riduzione in via autoritativa del valore delle azioni e delle obbligazioni subordinate, onde consentire di coprire le perdite per poi procedere ad una ricapitalizzazione dell'ente creditizio in crisi; tutto ciò con un correlativo deficit di tutela della parte debole del sistema, *id est* dei risparmiatori.

Al contempo, le istituzioni comunitarie non si sono limitate ad intervenire sul sistema bancario, ma hanno maturato la consapevolezza che, per proteggere i risparmiatori, occorresse intervenire anche sul fronte delle regole del gioco che avevano sino a quel momento disciplinato i mercati finanziari ed il rapporto tra intermediari e risparmiatore-investitore-consumatore, cioè sulle regole poste dalla MiFID I.

Di qui la decisione di procedere ad una revisione della disciplina contenuta nella MiFID I, varando, nel 2014, la Direttiva 2014/65/CE - meglio nota come MiFID II²⁰ - di revisione della Direttiva MiFID I, nonché il Regolamento n. 600/2014/EU (c.d. MiFIR)²¹.

Come ben evidenziato, sono state per tal via introdotte specifiche configurazioni di impianto per l'erogazione e la ingegnerizzazione dei prodotti; prevedendosi, al contempo, anche taluni cambiamenti della disciplina dei mercati finanziari, vuoi mediante la proposizione di nuove piattaforme, vuoi definendo regole a presidio dei rischi connessi al sempre maggiore impiego di tecnologie informatiche e telematiche per le negoziazioni. Il nuovo plesso regolativo attiene sia i criteri di governo e condotta delle imprese di investimento, sia i parametri di intervento ascrivibili alle Autorità di settore.²² La Direttiva interviene, infatti, in relazione sia all'autorizzazione e condizioni di esercizio per le imprese di investimento; sia alla prestazione di servizi di investimento o esercizio di attività di investimento da parte di imprese di paesi terzi mediante lo stabilimento di una succursale; sia all'autorizzazione e funzionamento dei mercati regolamentati; sia all'autorizzazione e condizioni di esercizio dei prestatori di servizi di comunicazione dati e vigilanza, collaborazione e controllo dell'applicazione della normativa da parte delle autorità competenti. Peraltro, la Direttiva MiFID II include, per la prima volta, settori in precedenza non regolamentati e definisca un

capitale, V convegno annuale Associazione italiana Professori Universitari di diritto commerciale, in www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24571/cappiello_s-capizzi_a.def_30.01.14.pdf, Roma, 21-22 febbraio 2014; 5 ss.; DELLA LUNA MAGGIO, *Il risparmio tra tutele costituzionali e interventi legislativi*, in *Riv. AIC*, 2015, 23 ss.; v. anche JOOSEN, *Regulatory Capital Requirements and Bail in Mechanism*, in *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, cit. 57 Ss.; HADJIEMMANUIL, *Bank Resolution*, cit., 25 ss. Peraltro, il *bail-in* è stato utilizzato anche in alcuni altri paesi europei per risolvere la crisi di singole banche sulla base della rispettiva legislazione nazionale, in particolare in Danimarca e in Slovenia; oltre a questi, altri paesi europei già ne prevedevano l'applicazione: fra questi il Regno Unito e la Spagna; cfr. KERLIN, MAKSYMIUK, *Comparative analysis of the bail-in tool*, in *Copernican J. of Fin. & Account.*, 2015, 4(1), 97 ss.

²⁰ - Sulla Direttiva 2014/65/UE, in dottrina per tutti: AA.VV., (a cura di) TROIANO-MOTRONI, *La MIFID II, Rapporti con la clientela- governance-mercati*, Padova, 2016.

²¹ - Cfr. Direttiva 2014/65/UE e Regolamento n. 600/2014/UE, in www.europa.eu La MiFID II condivide lo scopo originario della Direttiva MiFID I del 2004 e ne conferma le scelte di fondo. L'obiettivo è infatti lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori. I risparmiatori hanno pertanto la possibilità di investire e le imprese di investimento la facoltà di prestare servizi di investimento a livello transfrontaliero (cosiddetto "passaporto unico"), in modo più semplice e a condizioni identiche in tutti gli Stati dell'Unione. Come già nella direttiva del 2004, sono previste varie disposizioni che, in quanto ispirate al dovere di agire nel miglior interesse del cliente, garantiscono una corretta informazione per gli investitori, si occupano dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedono un'adeguata profilatura del risparmiatore.

²² - Così AA.VV., (a cura di) TROIANO-MOTRONI, *La MIFID II, Rapporti con la clientela- governance-mercati*, cit.

sistema più completo di vigilanza e di applicazione delle regole.

Il Regolamento MiFIR, invece, stabilisce requisiti uniformi in relazione a: comunicazione al pubblico di dati sulle negoziazioni; segnalazione delle operazioni alle autorità competenti; negoziazione di strumenti derivati nelle sedi organizzate; accesso non discriminatorio alla compensazione e accesso non discriminatorio alla negoziazione di valori di riferimento; poteri di intervento sui prodotti conferiti alle autorità competenti, all'ESMA e all'ABE nonché poteri conferiti all'ESMA in ordine ai controlli sulla gestione delle posizioni e alle limitazioni delle posizioni; prestazione di servizi o attività di investimento da parte di imprese di paesi terzi, in seguito a una decisione di equivalenza applicabile da parte della Commissione, con o senza una succursale. Gli Stati membri sono chiamati a recepire la Direttiva MiFID II entro il luglio 2016 e comunque ad applicarla a decorrere dal 3 gennaio 2017 (anche se tale termine è stato nel frattempo prorogato al 1 gennaio 2018), fatta eccezione per le disposizioni che recepiscono l'articolo 65, paragrafo 2, che si applicano a decorrere dal 3 settembre 2018.

L'obiettivo prioritario dichiarato del legislatore comunitario di rafforzare la tutela degli investitori-risparmiatori, colpiti in modo gravissimo dalla crisi finanziaria; di qui la scelta, che permea tutta la disciplina della MiFID II, di imporre alle imprese di investimento regole più stringenti al fine di garantire i clienti in ordine al fatto che i prodotti finanziari loro offerti siano adeguati alle loro esigenze nonché alle loro caratteristiche e che i beni nei quali investono siano adeguatamente protetti.

Con particolare riguardo alla problematica della consulenza finanziaria, il legislatore comunitario ha inteso, nella novella, imprimere un'accelerazione ad un sistema ove la consulenza rappresenti il definitivo passaggio ad una vera e propria logica del "servizio", anziché del "prodotto"; processo avviato già nel 2004 dalla MiFID I, ma rimasto sino ad oggi incompiuto.

La consulenza diviene così lo strumento per così dire "principe" da utilizzare con il cliente da parte dell'intermediario finanziario, mentre il collocamento di strumenti finanziari diventa recessivo, subalterno rispetto alla consulenza: un processo che, come si evidenzierà di seguito, segna, in Italia, la fine della figura del promotore finanziario, ormai divenuto incompatibile con i principi introdotti dalla Direttiva MiFID II.²³

In effetti, da una attenta disamina della Direttiva 2014/65/UE è dato desumere l'avvio di un "processo di frantumazione" del servizio di consulenza in materia di investimenti, destinato a ri-articolarsi, secondo un nuovo assetto relazionale e di livello di servizio per così dire a "geometria variabile"²⁴, volto, nell'ottica del legislatore comunitario, ad accrescere le tutele per gli investitori²⁵ e, al tempo stesso, gli spazi di

²³ - Da segnalare che, nelle more dell'entrata in vigore della Direttiva MiFID II, il legislatore nazionale, anticipando di fatto la normativa di recepimento della normativa comunitaria de qua, ha istituito, con legge 28 dicembre 2015 n. 208, l'Albo unico dei consulenti finanziari.

²⁴ - Così CIVALE, *Consulenza e MiFID 2: il nuovo assetto a "geometria variabile"*, in www.dirittobancario.it, 2015.

²⁵ - Così Direttiva 2014/65/UE, cit; nel considerando n. 70 si annota che "un sempre maggior numero di investitori opera nei mercati finanziari e fruisce di un'offerta di servizi e strumenti sempre più ampia e complessa; in considerazione di tali sviluppi è necessario prevedere una certa armonizzazione affinché gli investitori possano godere di un elevato livello di protezione in tutta l'Unione. Quando la direttiva 2004/39/CE è stata adottata, la crescente dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate ha reso necessario considerare la prestazione di consulenza in materia di investimenti come un servizio di investimento soggetto ad autorizzazione e a specifiche norme di comportamento. A motivo dell'importanza sempre considerevole delle raccomandazioni personalizzate per i clienti e della

autonomia e differenziazione degli intermediari che prestano il servizio di consulenza.

Per tal via, intermediari e clienti potranno declinare il servizio di consulenza in materia di investimenti secondo una pluralità di modelli relazionali e connessi livelli di servizio.

Infatti, l'intermediario potrà presentarsi alla propria clientela o come mero consulente, ovvero come consulente indipendente, o ancora come consulente per così dire "ibrido", per tale dovendosi intendere l'intermediario che presta consulenza su base indipendente e non.

Dunque, dalla novella comunitaria appare desumibile, *in primis*, il principio secondo il quale l'intermediario ha libera scelta su quale tipologia di consulenza applicare al cliente, non essendovi alcun obbligo in capo all'intermediario medesimo di prestare consulenza su base indipendente.

Il che consente di modulare il servizio di consulenza sulla base delle richieste del cliente, ma anche sul *target* del cliente stesso, dando vita ad una pluralità di modelli relazionali e di servizio²⁶.

La vera novità, dunque, rispetto alla disciplina della MiFID I, sta nel fatto che la distinzione tra consulenza indipendente e consulenza non indipendente s'informa non tanto su requisiti soggettivi (promotore finanziario *versus* consulente finanziario), ma su elementi di natura oggettiva; pertanto, è il consulente e l'intermediario che liberamente, insieme al cliente, decidono quale tipologia di rapporto relazionale e di servizio dovrà caratterizzare quella specifica consulenza.

Nondimeno, la Direttiva MiFID II, pur lasciando piena autonomia all'intermediario sul regime da applicare nel rapporto con il cliente, individua due condizioni affinché la consulenza possa essere qualificata come indipendente: 1) la prima attiene al divieto di percepire e trattenere incentivi, salvi i cosiddetti *minor non monetary benefits*²⁷; 2) la seconda attiene alla gamma degli strumenti finanziari che l'intermediario è tenuto a valutare. Per meglio dire, qualora l'intermediario presti il servizio di consulenza su base indipendente è tenuto a valutare una "*congrua gamma di strumenti finanziari (...) sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti (...) e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti: i) dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o ii) da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata*".

Peraltro, l'assenza di conflitti di interesse²⁸ non è sufficiente *ex se* a caratterizzare una consulenza come indipendente: infatti, ad avviso dell'ESMA (Autorità Europea per gli strumenti finanziari ed i mercati), una consulenza potrà essere definita su base

crescente complessità di servizi e strumenti è necessario rafforzare le norme di comportamento da rispettare al fine di accrescere la tutela degli investitori".

²⁶- CIVALE, *Consulenza e MiFID 2: il nuovo assetto a "geometria variabile"*, cit.

²⁷ Cfr. Direttiva 2014/65/UE, cit., l'art. 24, paragrafo 7, lett. b) prevede che l'intermediario che presta consulenza su base indipendente "*non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti; tali benefici sono esclusi dalla presente disposizione*".

²⁸- Sul conflitto di interesse tra consulente finanziario e cliente cfr. *amplius* DI GASPARO, *Introduzione allo studio dei mercati mobiliari*, cit., 35 ss.

indipendente qualora l'intermediario abbia definito e implementato un processo di selezione che consenta di valutare e comparare un *range* adeguato di strumenti finanziari.

Il processo di selezione degli strumenti finanziari, dunque, dovrà rispettare alcuni requisiti: a) *in primis*, l'intermediario dovrà effettuare una selezione diversificata di strumenti finanziari per tipo, emittente o casa prodotto che non sia limitata agli strumenti finanziari emessi o distribuiti dallo stesso intermediario-consulente, o da soggetti che abbiano stretti legami, o altri rilevanti legami economici o giuridici con l'intermediario medesimo; b) in secondo luogo, il numero e la tipologia di strumenti finanziari considerati deve essere proporzionata al perimetro del servizio di consulenza offerto; c) in terzo luogo, il numero e la tipologia di strumenti finanziari considerati deve essere adeguatamente rappresentativa, considerati gli strumenti finanziari disponibili sul mercato; d) infine, i criteri di comparazione dei diversi strumenti finanziari devono includere tutti gli aspetti rilevanti, quali i rischi, i costi, la complessità e le caratteristiche della clientela *target* e devono assicurare che né la selezione degli strumenti finanziari che possono essere raccomandati, né le raccomandazioni rivolte alla clientela siano non obiettive²⁹.

3. La c.d. consulenza finanziaria “ibrida”: a rischio la tutela del risparmiatore “impreparato” ?

Tra le novità rilevanti della Direttiva MiFID II sta suscitando attenzione e non poche perplessità l'introduzione della consulenza c.d. “ibrida”.

In effetti, la MiFID II sancisce, per la prima volta, la possibilità per l'intermediario di esercitare sia la consulenza non indipendente, sia quella indipendente; l'indipendenza, dunque, è requisito esclusivamente “oggettivo”, che qualifica la consulenza e le relative modalità del servizio.

Ragion per cui, l'intermediario potrà prestare consulenza in tutti e due i regimi, con il mero obbligo di informare il cliente ove decida di esercitarla su base indipendente; ciò per porre al riparo il cliente-risparmiatore dal rischio di cadere in confusione; di qui l'imposizione ex lege dell'obbligo di una chiara informativa al cliente da parte dell'intermediario su quale tipo di consulenza viene proposta – indipendente o non

²⁹ - Cfr. ESMA, *Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* - ESMA/2014/1569, p. 147: “an investment firm informing a client that investment advice is provided on an independent basis shall define and implement a selection process to assess and compare a sufficient range of financial instruments available on the market. The selection process should include all of the following elements: i. a diversified selection of financial instruments by type, issuer, or product provider, which is not limited to financial instruments issued or provided by the investment firm it-self or by entities having close links or other relevant close legal or economic relation-ship with the investment firm should be considered; ii. the number and variety of financial instruments considered should be proportionate to the scope of advice services offered by the independent investment adviser; iii. the number and variety of financial instruments considered is adequately representative of financial instruments available on the market; iv. the quantity of financial instruments issued by the investment firm itself or by entities closely linked to the investment firm itself is proportionate to the total amount of financial instruments considered; and v. the criteria for comparing the various financial instruments should include all relevant aspects such as risks, costs and complexity as well as the characteristics of the investment firm's clients, and should ensure that neither the selection of the instruments that may be recommended nor the recommendations that are made to client are biased”, in www.europa.eu.

indipendente - e, soprattutto, le ragioni di tale scelta; ragioni che devono coincidere con l'interesse del cliente.

Del pari, deve essere evidente che l'intermediario non potrà presentarsi nel mercato come consulente totalmente indipendente, anche in ragione del fatto che il consulente riceve una doppia retrocessione remunerativa da parte dell'intermediario: una percentuale della parcella pagata dal cliente a fronte del servizio prestato unitamente ad una percentuale del costo di gestione degli strumenti finanziari di risparmio gestito inseriti nel portafoglio³⁰.

La MiFID II impone altresì l'implementazione di specifici ed adeguati requisiti organizzativi e di controllo per assicurare che entrambi i tipi di consulenza, nonché il personale addetto alla prestazione del servizio di consulenza, siano chiaramente "separati". In altri termini, l'intermediario non potrà consentire agli stessi soggetti di svolgere attività connesse sia al servizio di consulenza indipendente, sia a quello non indipendente³¹.

Dinanzi al nuovo assetto a "geometria variabile" della consulenza finanziaria, assumerà un significato ancor più rilevante rispetto al recente passato l'informativa pre-contrattuale, attraverso cui l'intermediario dovrà rendere noto al cliente i diversi "tipi" di consulenza prestati³² e, nello specifico, le caratteristiche della consulenza che il cliente potrà selezionare e ricevere³³: tant'è che l'intermediario è tenuto a: a) indicare al cliente o potenziale cliente se la consulenza è prestata su base indipendente o

³⁰- Per quanto riguarda la remunerazione interna, che interessa anche gli agenti collegati, in Italia i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (ex promotori finanziari): non saranno ammessi gli incentivi alla vendita di prodotti solo perché più convenienti, così come le campagne per spingere all'acquisto di strumenti che garantiscono commissioni più elevate

³¹ - In termini generali e riferibili a tutti i soggetti addetti alla prestazione del servizio di consulenza, il considerando n. 79 della Direttiva 2014/65/CE stabilisce che *"stante la complessità dei prodotti di investimento e la loro sempre maggiore innovatività, è importante anche assicurare che il personale addetto alla consulenza o alla vendita di prodotti di investimento alla clientela al dettaglio possieda un adeguato livello di conoscenze e competenze sui prodotti offerti. Le imprese di investimento dovrebbero dare al proprio personale il tempo e le risorse sufficienti ad acquisire le conoscenze e competenze richieste e a utilizzarle nella prestazione di servizi alla clientela"*

³²- Il considerando n. 72 della Direttiva 2014/65/CE stabilisce che *"Per fornire agli investitori tutte le informazioni pertinenti è opportuno prescrivere che le imprese di investimento che offrono servizi di consulenza in materia di investimenti comunichino il costo del servizio, chiariscano la base della consulenza che forniscono, in particolare la gamma di prodotti che esse considerano nel fornire raccomandazioni personalizzate ai clienti, se offrono consulenza in materia di investimento su base indipendente e se forniscono ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari da esse raccomandati. È inoltre opportuno che le imprese di investimento siano tenute a spiegare ai loro clienti i motivi della consulenza loro fornita"*

³³ - L'art. 24, paragrafo 4, della Direttiva 2014/65/UE, prevede che *"Ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi. Tali informazioni comprendono: a) in caso di prestazione di consulenza in materia di investimenti, l'impresa di investimento, in tempo utile prima della prestazione delle consulenze, deve informare il cliente di quanto segue: i) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno; ii) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; iii) se l'impresa di investimento fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati; (...)"*.

meno³⁴; b) indicare altresì quale sia lo spettro, ampio o ristretto, dei differenti tipi di strumenti finanziari analizzati e che potranno essere raccomandati³⁵; c) fornire al cliente una descrizione sia delle tipologie di strumenti finanziari considerati, sia soprattutto - proprio in relazione alla particolare attenzione posta dalla MiFID in materia di conflitti di interesse - sia della porzione degli strumenti finanziari riferibili ad emittenti che non hanno stretti legami con l'intermediario che presta il servizio di consulenza.

Ancora, secondo la nuova disciplina della MiFID II particolare rilevanza assume l'informativa, in fase sia pre-contrattuale, sia di esecuzione del contratto, in ordine alla presenza o meno, nell'ambito del servizio di consulenza, di una valutazione di adeguatezza periodica. L'art. 24, paragrafo 4, lett. b) della Direttiva 2014/65/UE prevede altresì che *"le informazioni sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte devono comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento (...)"*³⁶. Trattasi di un evidente collegamento tra il servizio di consulenza e la nuova disciplina della c.d. *product governance* della MiFID II, ossia sul modo in cui i prodotti finanziari debbono essere costruiti, nonché sulla *Product Intervention*, ossia sui nuovi poteri per l'ESMA e le Autorità di vigilanza nazionali, che potranno intervenire per limitare o addirittura bloccare la commercializzazione di alcuni prodotti ove ritenuti pericolosi per i risparmiatori.

In definitiva, la tutela dell'investitore-risparmiatore-cliente si articola in tre momenti: *ex ante* (*product governance*); nel rapporto tra impresa e cliente (distribuzione, consulenza etc.); *ex post* (*Product Intervention*).

Peraltro, come accennato, nella logica della consulenza "geometria variabile" in cui l'intermediario può agire come consulente indipendente o non, il considerando n. 72 della Direttiva 2014/65/UE, impone agli intermediari, oltre all'obbligo di informare il cliente sul tipo di consulenza che viene proposta, anche l'obbligo di *"spiegare ai loro clienti i motivi della consulenza"*. Tale norma suscita qualche perplessità,

³⁴- Cfr. ESMA *Final Report - Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* - ESMA/2014/1569, pagg. 108 ss. Ad avviso dell'ESMA, *"investment firms should inform clients about the nature and type of the advice provided to them. Investment firms should explain in a clear and concise way whether and why investment advice could qualify as independent and the type and nature of the restrictions that apply, including the prohibition to receive and retain inducements"* (*Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* - ESMA/2014/1569, pag. 108). *Sempre ad avviso dell'ESMA, "Where both types of advice are intended to be proposed or provided to the same client, investment firms should (i) explain the scope of both services to allow investors to understand the differences between them; and (ii) avoid presenting itself in general as an independent investment advisor. To this end, firms should avoid in their communications with clients, giving undue prominence to its independent investment advice services over its non-independent investment services"*

³⁵- *When an investment firm intends to provide investment advice on an independent or non-independent basis it must explain to the client the range of financial instruments that may be recommended, including its relationship with the issuers or providers of the instruments"* (*Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* - ESMA/2014/1569, pag. 109)

³⁶Occorre inoltre considerare che, ai sensi dell'art. 25, paragrafo 6, della Direttiva 2014/65/UE, *"Quando prestano servizi di consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimento forniscono ai clienti su supporto durevole, prima di effettuare la transazione, una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio"*

derivante dal fatto che sembra più inerente all'educazione finanziaria che non alla tutela del risparmiatore dal punto di vista contrattuale.

In sostanza, alcuni ritengono³⁷ che, senza adeguate politiche pubbliche di alfabetizzazione finanziaria, l'introduzione ex lege del servizio di consulenza a pagamento potrebbe far subire alla tutela del risparmiatore una battuta di arresto, se non addirittura un arretramento, in quanto i destinatari di tale servizio, id est i risparmiatori, non sarebbero ancora pronti a ricevere un servizio consulenziale in materia finanziaria a pagamento. Ciò tanto più avuto riguardo al risparmiatore italiano, abituato ad investire gran parte dei propri risparmi in strumenti finanziari legati al debito pubblico domestico e, quindi, poco incline a fare pianificazione finanziaria addirittura attraverso una consulenza a pagamento.

In altri termini, senza una adeguata alfabetizzazione finanziaria del risparmiatore, potrebbe essere estremamente difficile per quest'ultimo valutare la qualità della consulenza offerta tra i vari consulenti operanti sul mercato.

Ciò, in realtà, sembra rappresentare una delle sfide lanciata dalla MiFID II nel sistema finanziario italiano, nel senso che senza adeguate politiche pubbliche di educazione finanziaria, la nuova disciplina comunitaria della consulenza finanziaria potrebbe essere destinata a fallire miseramente. Peraltro, riforme simili sono già state anticipate da tempo in altri Paesi, anche con cultura finanziaria più elevata (si pensi ad esempio alla Gran Bretagna), e l'introduzione della consulenza a parcella, di fatto obbligatoria, per tutti i risparmiatori ha determinato un allontanamento dalla consulenza professionale per la fasce di clientela con patrimonio medio-basso.

Nondimeno, la questione dell'alfabetizzazione finanziaria del risparmiatore-cliente, in vista dell'entrata in vigore, prevista per il prossimo 1 gennaio 2018, della disciplina di cui alla MiFID II, appare cruciale.

Un primo segnale significativo in tale direzione sembra derivare dal recentissimo intervento del legislatore nazionale, che in occasione della conversione in legge del d.l. n. 237/16, il c.d. decreto salva risparmio, proprio per cercare di favorire un processo strutturale di alfabetizzazione dei risparmiatori, è stata inserita, all'art. 24bis, una previsione in cui, per la prima volta in Italia, viene introdotta una norma "di sistema" in materia di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale.³⁸

³⁷ MEGALE, "Non facciamo travolgere dallo tsunami Mifid", in www.citywire.it, 11 maggio 2016.

³⁸ - Cfr. art. 24bis della legge n. 15/17, secondo cui "1. Le disposizioni del presente articolo prevedono misure ed interventi intesi a sviluppare l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale. Tali disposizioni assicurano l'efficacia, l'efficienza e la sistematicità delle azioni dei soggetti pubblici e privati in tema di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale e riconoscono l'importanza dell'educazione finanziaria quale strumento per la tutela del consumatore e per un utilizzo più consapevole degli strumenti e dei servizi finanziari offerti dal mercato. 2. In conformità con la definizione dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), per educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, ai fini del presente articolo, si intende il processo attraverso il quale le persone migliorano la loro comprensione degli strumenti e dei prodotti finanziari e sviluppano le competenze necessarie ad acquisire una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità finanziarie. 3. Il Ministero dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministero dell'istruzione, dell'università e della ricerca, adotta, nell'ambito delle risorse disponibili a legislazione vigente, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, il programma per una «Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale». La Strategia nazionale si conforma ai seguenti principi: a) organizzare in modo sistematico il coordinamento dei soggetti pubblici e, eventualmente su base volontaria, dei soggetti privati già attivi nella materia, ovvero di quelli che saranno attivati dal programma, garantendo che gli interventi siano continui nel tempo, promuovendo lo scambio di informazioni tra i soggetti e la diffusione delle relative esperienze,

L'obiettivo dichiarato dal legislatore è di assicurare l'efficacia, l'efficienza e la sistematicità delle azioni dei soggetti pubblici e privati in materia di educazione finanziaria, riconoscendone l'importanza quale strumento per la tutela del consumatore, auspicando al contempo un utilizzo più consapevole degli strumenti e dei servizi finanziari presenti sul mercato. Per conseguire tale obiettivo, ci si premura poi di definire la nozione di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, in conformità con quanto già espresso in sede internazionale dall'OCSE: trattasi del

competenze e buone pratiche, e definendo le modalità con cui le iniziative di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale possano entrare in sinergia e collegarsi con le attività proprie del sistema nazionale dell'istruzione; b) definire le politiche nazionali in materia di comunicazione e di diffusione di informazioni volte a promuovere l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale; c) prevedere la possibilità di stipulare convenzioni atte a promuovere interventi di formazione con associazioni rappresentative di categorie produttive, ordini professionali, associazioni dei consumatori, organizzazioni senza fini di lucro e università, anche con la partecipazione degli enti territoriali. 4. Lo schema del programma di cui al comma 3 è trasmesso alle Camere ai fini dell'espressione dei pareri delle commissioni parlamentari competenti per materia e per i profili finanziari, che sono resi entro il termine di trenta giorni dalla data di trasmissione. Il Governo, qualora non intenda conformarsi ai pareri parlamentari, trasmette nuovamente lo schema del programma alle Camere con le sue osservazioni e con eventuali modificazioni, corredate dei necessari elementi integrativi di informazione e motivazione. I pareri definitivi delle commissioni competenti per materia e per i profili finanziari sono espressi entro trenta giorni dalla data della nuova trasmissione. Decorso tale termine il programma può comunque essere adottato. 5. Il Governo trasmette annualmente alle Camere entro il 31 luglio una relazione sullo stato di attuazione della Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale. La relazione può contenere le eventuali proposte di modifica e di aggiornamento del programma di cui al comma 3, da adottare con le medesime procedure previste al comma 4. 6. Per l'attuazione della Strategia nazionale di cui al comma 3, con decreto da adottare entro tre mesi dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, il Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca e con il Ministro dello sviluppo economico, istituisce il Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, con il compito di promuovere e programmare iniziative di sensibilizzazione ed educazione finanziaria. 7. Dall'istituzione del Comitato di cui al comma 6 non devono derivare oneri a carico della finanza pubblica. 8. Il Comitato, composto da undici membri, è presieduto da un direttore, nominato dal Ministro dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca, scelto fra personalità con comprovate competenze ed esperienza nel settore. I membri diversi dal direttore, anch'essi scelti fra personalità con comprovate competenze ed esperienza nel settore, sono designati: uno dal Ministro dell'economia e delle finanze, uno dal Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca, uno dal Ministro dello sviluppo economico, uno dal Ministro del lavoro e delle politiche sociali, uno dalla Banca d'Italia, uno dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), uno dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS), uno dalla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), uno dal Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti, uno dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF). I membri del Comitato, nonché il direttore, durano in carica tre anni e l'incarico può essere rinnovato una sola volta. 9. Il Comitato opera attraverso riunioni periodiche, prevedendo, ove necessario, la costituzione di specifici gruppi di ricerca cui possono partecipare accademici e esperti nella materia. La partecipazione al Comitato non dà titolo ad alcun emolumento o compenso o gettone di presenza. 10. Il Comitato ha il compito di individuare obiettivi misurabili, programmi e azioni da porre in essere, valorizzando le esperienze, le competenze e le iniziative maturate dai soggetti attivi sul territorio nazionale e favorendo la collaborazione tra i soggetti pubblici e privati. 11. Agli oneri derivanti dalle attività del Comitato, nel limite di un milione di euro annui a decorrere dall'anno 2017, si provvede mediante corrispondente riduzione dello stanziamento del fondo speciale di parte corrente iscritto, ai fini del bilancio triennale 2017-2019, nell'ambito del programma «Fondi di riserva e speciali» della missione «Fondi da ripartire» dello stato di previsione del Ministero dell'economia e delle finanze per l'anno 2017, allo scopo parzialmente utilizzando l'accantonamento relativo al medesimo Ministero. Il Ministro dell'economia e delle finanze è autorizzato ad apportare, con propri decreti, le occorrenti variazioni di bilancio.»

processo attraverso il quale le persone: a) migliorano la loro comprensione degli strumenti e dei prodotti finanziari, ivi compresi quelli di natura assicurativa e previdenziale; b) sviluppano le competenze necessarie ad acquisire una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità finanziarie (comma 2). La concretizzazione dell'obiettivo dovrà essere attuata attraverso una pianificazione organica affidata al Ministero dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministero dell'istruzione dell'università e della ricerca, tenuto ad adottare, nell'ambito delle risorse disponibili a legislazione vigente ed entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della legge di conversione, un programma per una strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale. Per l'attuazione della Strategia nazionale di educazione finanziaria è istituito un Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, presso il Ministero dell'economia e delle finanze, con decreto interministeriale (del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca scientifica e con il Ministro dello sviluppo economico) da emanarsi entro tre mesi dalla legge di conversione del provvedimento in esame (comma 6). Il Comitato avrà il compito di promuovere e programmare iniziative di sensibilizzazione in tema di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale individuando obiettivi misurabili, programmi e azioni da porre in essere, valorizzando le esperienze, le competenze e le iniziative maturate dai soggetti attivi sul territorio nazionale e favorendo la collaborazione tra i soggetti pubblici e privati.

Senonchè, il *budget* stanziato è di appena un milione di euro all'anno, in linea, certo con i tempi di crisi, ma quasi risibile rispetto ad un obiettivo strategico sì ambizioso. Rimane, in ogni caso, il fatto, apprezzabile, che tale intervento legislativo costituisce il primo passo per cercare di affrontare una problematica che, vigente il bail in, appare sempre più ineludibile per aiutare i risparmiatori ad assumere scelte d'investimento dei loro risparmi se non "protette", quantomeno consapevoli: ciò nella sempre più diffusa convinzione che solo con un'acquisita maggior consapevolezza finanziaria un risparmiatore "educato" potrà riavvicinarsi in modo più fiducioso e meno impreparato ai mercati finanziari.