



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II

INNOVAZIONE E DIRITTO

QUARTERLY REVIEW OF TAX AND ECONOMIC LAW

2

2018

La consulenza in materia di servizi di investimento tra “passato” e “presente” all'indomani dell'entrata in vigore della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II): criticità e profili innovativi

di Serena Barberio

ABSTRACT

The need to protect the investor and to ensure the good performance of the financial markets justify the opportunity to provide effective regulation of the investment advisory service. The personalized recommendation, the informative activity and the modulation to the target of the client to which it is destined, represent valid reference parameters in the light of which to analyze an increasingly investment service also for the European legislator.

SINTESI

La necessità di tutelare l'investitore e il bisogno di garantire il buon andamento dei mercati finanziari giustificano l'opportunità di prevedere un'efficace regolamentazione del servizio di consulenza in materia di investimenti. La raccomandazione personalizzata, l'attività informativa e la modulazione al target del cliente cui la stessa è destinata, rappresentano validi parametri di riferimento alla luce dei quali analizzare un servizio di investimento sempre interessante anche per il legislatore europeo.

SOMMARIO: 1. La consulenza in materia di servizi investimento: incertezze e criticità – 2. Segue. Gli elementi costitutivi della consulenza finanziaria – 3. Il dovere di “informarsi ed informare”: l'informazione come garanzia di adeguatezza – 4. Segue. Le informazioni «in entrata» e le informazioni «in uscita» – 5. La nuova consulenza su base indipendente – 6. Conclusioni

1. La consulenza in materia di servizi investimento: incertezze e criticità

A definire la consulenza finanziaria come «prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari»¹ è

¹ Art. 1, comma 5-septies, d.lgs. del 24 febbraio 1998, n.58 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli artt. 8 e 21 della l. 6 febbraio 1996, n.52). È un merito del legislatore europeo, infatti, l'aver enucleato una definizione della consulenza in materia di servizi di investimento, precisamente nel 2004, con l'emanazione della Direttiva 2004/39/UE, recepita nel nostro ordinamento nel 2007. Infatti, il comma 5-septies summenzionato è stato inserito dall'art. 1, comma 1, lett. n) del d.l. del 17 settembre 2007, n.164. Una precisazione terminologica appare necessaria. Come evidenziato dal DI CIOMMO, infatti, nel nostro ordinamento le nozioni di «valore mobiliare», «prodotto finanziario» e «strumento finanziario» non individuano categorie definite rispetto alle quali risulta agevole tracciare un'actio finium regundorum. Per «valore mobiliare», infatti, si intendono «le categorie di titoli normalmente negoziati sul mercato dei capitali, ad

finalmente lo stesso legislatore italiano, recependo MiFID I e ponendo così fine ad un tortuoso e oltremodo farraginoso percorso normativo e regolamentare che inizia nel 1991.²

esempio i titoli di stato, le azioni, i valori negoziabili che permettono di acquisire azioni mediante sottoscrizione o scambio, i certificati rappresentativi di azioni, le obbligazioni emesse in serie, i warrants su indice ed i titoli che permettono di acquisire tali obbligazioni mediante sottoscrizione» (Direttiva del Consiglio del 10 maggio 1993, n.22 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, oggi abrogata dall'art. 69 della Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004). Con l'entrata in vigore del d.lgs. del 23 luglio 1996, n.415, prima, e del d.lgs. del 24 febbraio 1998, n.58 (T.U.F.), poi, il valore mobiliare è stato definitivamente sostituito dal «*prodotto finanziario*. Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. u), infatti, il legislatore chiarisce che per «*prodotti finanziari*» si intendono tutti «*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*», dal che ne deriva un ampliamento della portata contenutistica della categoria di cui trattasi. Nel 2004, però, il già di per sé complesso quadro di riferimento viene ulteriormente a complicarsi perché la Direttiva del 21 aprile, 2004/39/CE (MiFID I), ex 4, n.17, fa esplicito riferimento questa volta allo «*strumento finanziario*», rinviando per l'enucleazione dei componenti della categoria alla «*Sezione C dell'allegato I*». Ciò che qui rileva è che, in detta Sezione, accanto agli strumenti del mercato finanziario, alle quote di organismi collettivi, ai contratti di opzione, agli strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito, ai contratti finanziari differenziali, proprio alla lettera a) viene fatta esplicita menzione al valore mobiliare che, al n.18, è definito come «*categoria di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziate nel mercato dei capitali*». Nessun riferimento, invece, è fatto al prodotto finanziario. La medesima impostazione, peraltro, è condivisa anche dalla Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 (MiFID II) tanto da indurre la dottrina a ritenere che «*mentre per la legge italiana il genus è rappresentato dal prodotto finanziario, essendo lo strumento una species del prodotto e il valore mobiliare, a sua volta, una species dello strumento, per la Direttiva Mi-FID II il genus di riferimento deve considerarsi lo strumento finanziario nel quale compare, quale sua species, il valore mobiliare ma non il prodotto finanziario*» (F. DI CIOMMO, *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID II: profili giuridici (Investment advisory under MiFID II: legal issues)*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, I, 2017, p. 39 e ss.). La complessità terminologica, del resto, rispecchia l'estrema tecnicità del prodotto offerto sul mercato dagli intermediari finanziari, spesso di non agevole comprensione, nella globalità delle sue caratteristiche, per il piccolo risparmiatore che, inevitabilmente, apparirà quale «*contraente debole*» di un rapporto contrattualmente dominato dall'intermediario. È questa la *ratio* per la quale la normativa di riferimento in materia di intermediazione finanziaria impone, tra l'altro, anche specifici obblighi di comportamento in capo agli intermediari, perché possa così colmarsi la fisiologica asimmetria informativa che contraddistingue il rapporto instaurato con la clientela.

² Il 4 maggio 1991 entra in vigore la legge n.1, la quale riserva alle società di intermediazione mobiliare l'esercizio professionale e abituale «*nei confronti di una quantità indifferenziata di persone*» dei servizi di investimento e, nella specie, anche della consulenza in materia di valori mobiliari (G. COTTINO, G. DI CHIO, *Società finanziaria, 1) diritto commerciale*, in *Enc. Giur.*, XXXIV, Roma, 1993, p. 9 e ss.). L'intermediazione finanziaria, infatti, è da sempre stata considerata un'attività ad esclusivo appannaggio delle banche, dal momento che nessun intermediario, per dimensioni, avrebbe potuto offrire un servizio così altamente specializzato. Con l'entrata in vigore della l. n.del 2 gennaio 1991, però, la consulenza viene definita come attività di intermediazione mobiliare autorizzata (al pari della negoziazione di valori mobiliari, del collocamento e della distribuzione dei valori medesimi, nonché della gestione di patrimoni e della raccolta di ordini di acquisto e di vendita). Erano le SIM (società di intermediazione mobiliare), invero, a prestare attività di consulenza, previa autorizzazione della Consob, ovvero le banche, su autorizzazione, però, della Banca d'Italia, purché garantissero il rispetto del principio di separatezza tra le attività di investimento e quelle tipicamente bancarie. Nel 1993, poi, viene approvata la Direttiva 93/22/CE (c.d. ISD), relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, avente quale sua *ratio* la

Del resto, la palese “timidezza” nozionistica in materia ha reso necessari i ripetuti interventi esplicativi dell’Autorità di vigilanza di settore,³ dal momento che l’imprecisa definizione del servizio di investimento in esame ha spesso consentito e legittimato le storture della prassi.

Nel silenzio del legislatore, allora, la Consob, sperimenta un approccio definitorio e, in principio, si limita ad asserire che l’attività di consulenza si sostanzia semplicemente nel fornire all’investitore ogni indicazione utile ad effettuare scelte di investimento consapevoli e «*adeguate alla sua situazione economica e ai suoi obiettivi*»,⁴ per poi ritenere qualche anno dopo⁵ che, nonostante la totale indifferenza del consulente rispetto all’investimento consigliato, ciò che contraddistingue il servizio di investimento è la natura bilaterale del rapporto intercorrente tra l’intermediario e il suo cliente, tale da rendere opportuna l’offerta di indicazioni costantemente paramtrate alla reale profilatura di quest’ultimo.

Introdotta finalmente la definizione di consulenza in materia di investimenti⁶ con

realizzazione di un unico mercato europeo attraverso un’operazione di armonizzazione delle legislazioni nazionali. Il legislatore europeo, però, decide di liberalizzare la consulenza in materia di servizi di investimento, sottraendo la stessa ad ogni restrizione. Tale inclinazione comunitaria è recepita in Italia con il d.lgs. del 23 luglio 1996, n.415 (c.d. Decreto Eurosim), e la consulenza finanziaria è ormai annoverata tra i «*servizi accessori*» - in attuazione proprio dell’art. 3, comma 1, della Direttiva succitata, ai sensi del quale «*l’autorizzazione non può essere rilasciata in nessun caso per servizi che rientrano unicamente nell’allegato, sezione C*». Il legislatore italiano, pertanto, ha dovuto inevitabilmente “correggere il tiro”, novellando anche lo stesso T.U.F. (con l’emanazione del d.lgs. del 24 febbraio 1998, n.58) e parimenti la Consob è intervenuta in chiave modificativa della normativa di settore, adottando ben tre regolamenti, rispettivamente, con le delibere nn. 11522/1999, 11768/1988 e 11971/1999. Questo è il quadro di riferimento che antecede MiFID I, recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. del 17 settembre 2007, n.164, per effetto della quale la consulenza in materia di investimenti – e non più di valori mobiliari – viene promossa da mero servizio strumentale ai servizi esecutivi a servizio di investimento principale, soggetto ad autorizzazione. Sullo stesso tracciato, inevitabilmente, si muove anche MiFID II, per giunta evidenziando, al considerando n.70, la necessità di un rafforzamento delle norme preposte a tutela del risparmiatore.

³ V. Comunicazione Consob del 29 novembre 1991, SGE/RM/91006781; Comunicazione Consob del 9 maggio 1994, BOR/RM/94004725; Comunicazione Consob del 23 maggio 1994, BOR/RM/94005134; Comunicazione Consob del 18 dicembre 1996, DAL/RM/96011244; Comunicazione Consob del 23 febbraio 1999, DI/99012156; Comunicazione Consob del 26 marzo 1999, DI/99023323.

⁴ Comunicazione Consob del 29 novembre 1991.

⁵ Comunicazione Consob del 14 ottobre 1998, DI/98080597; Comunicazione Consob del 2 febbraio 2000, DI/7578; Comunicazione Consob del 21 settembre 2001, DIN/1071590.

⁶ Direttiva 2004/39/CE. Il T.U.F. è approvato con d.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998 ed è successivamente modificato nel 2005 (l. n.262 del 28 dicembre 2005, recante le disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari) e nel 2007 (d.lgs. n.164 del 17 dicembre

la Direttiva 2004/39/CE, allora, il legislatore europeo si spinge anche oltre, ponendo un interessante distinguo tra «*la prestazione di raccomandazioni personalizzate*», ormai divenuta servizio di investimento principale, e la «*ricerca [...] e analisi finanziaria [...]*», ritenute, invece, mero servizio accessorio.

Con l'entrata in vigore della Direttiva 2004/39/CE (MiFID I), però, subito sono emerse perplessità, soprattutto in ordine al grado di determinatezza della definizione di consulenza finanziaria, dubitandosi così del perimetro tracciato dal legislatore nel definire la fattispecie.⁷

Come opportunamente evidenzia, ancora una volta, la Consob,⁸ la genericità di una nozione così a fatica enucleata non agevolerebbe nel concreto né l'intermediario né il cliente, dal momento che anche la mera presentazione di uno strumento finanziario, semplicemente perché adatto al profilo dell'investitore, rischiava di qualificarsi come vera e propria consulenza.⁹

Eppure, lo scopo di MiFID I, come emerge fin dai *consideranda* in apertura, è quello di perseguire un «*grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la comunità [...] sulla base della vigilanza dello Stato*

2007, con il quale è stata recepita la Direttiva di primo livello n.2004/39/CE (MiFID I) e la Direttiva di secondo livello 2006/73/CE). Ma l'evoluzione normativa non si è di certo arrestata: la Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e il Regolamento n.600/2014 (MiFIR) rappresentano il punto di arrivo – e futuro punto di partenza – del legislatore europeo il quale ha imposto ad ogni Stato membro di adottare tutti gli atti normativi utili a recepire MiFID II entro il 3 luglio 2016, cioè entro 30 mesi dall'entrata in vigore della stessa, così da poter applicare, dal 3 gennaio 2017, tutte le disposizioni ivi contenute. Avendo, però, l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA), posto in evidenza l'esigenza di una cooperazione internazionale al fine di dotare l'Unione di una infrastruttura informativa che possa garantire l'uniformità operativa degli strumenti finanziari in sede di negoziazione, l'entrata in vigore delle direttive si è prorogata esattamente di un anno.

⁷ E. GUFFANTI, *Il servizio di consulenza: i confini della fattispecie*, in *Le Società*, n.5, 2011, p. 555 e ss..

⁸ *Esiti alla consultazione 30 ottobre 2007, Nuovo Regolamento intermediari, Prime linee di indirizzo*, 2007.

⁹ Cfr. C. LUCARELLI, *Consulenza e tolleranza al rischio: vantaggi e limiti dell'auto-profilazione*, in *La consulenza finanziaria*, a cura di M. Oriani e B. Zanaboni, Il Sole24Ore, Milano, 2011, p. 201 e ss.; G.L. GRECO, *Prime riflessioni sulla riforma degli intermediari finanziari*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2011, n.4, p. 213 e ss.; G. L. GRECO, *La consulenza nel mercato finanziario tra diritto speciale e diritto comune*, Pacini Editore, Pisa, 2012; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2012; R. D'APICE, *L'attuazione della MiFID in Italia*, Il Mulino, Bologna, 2010.

*membro di origine».*¹⁰

Ciò posto, però, è innegabile che MiFID I intervenga in modo incisivo sulla consulenza finanziaria, in primo luogo qualificandola, finalmente, come servizio di investimento principale e non più accessorio, ma, soprattutto, superando la tradizionale distinzione tra consulenza generica e consulenza strumentale.

Una precisazione, sul punto, appare necessaria.

Il servizio di consulenza si distingue a seconda che sia prestato *stricto sensu* ovvero in via meramente incidentale¹¹ e tale *discrimen* è dato dal diverso rapporto che intercorre tra la raccomandazione personalizzata offerta al cliente e l'investimento cui la stessa inerisce. In altre parole, quando il consiglio è prestato dal consulente in vista di un investimento futuro, ma non appare ancillare rispetto a quest'ultimo – anche se immediatamente antecedente! – la consulenza è prestata *stricto sensu*, caratterizzandosi cioè per una «*marcata autonomia rispetto alla prestazione degli altri servizi di investimento*».¹²

Quando, invece, il servizio di consulenza, pur sostanziandosi in un parere specifico, risulta, però, finalisticamente orientato alla prestazione di un altro servizio di investimento – quale potrebbe, ad esempio, essere l'esecuzione di ordini per conto dei clienti – ebbene, in tal caso, la consulenza si definisce strumentale. Del resto, se è ben vero che «*le prestazioni consulenziali sono potenzialmente insite in ogni attività di intermediazione mobiliare*»,¹³ le stesse devono comunque

¹⁰ Considerando n.2 della Direttiva 2004/39/CE. Ciò, peraltro, è chiaramente confermato anche nel considerando n.70 della Direttiva 2014/65/UE, ai sensi del quale si sancisce 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 crescente complessità di servizi e strumenti è necessario rafforzare le norme di comportamento da rispettare al fine di accrescere la tutela degli investitori*».

¹¹ Sul punto l'impostazione seguita è quella di F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè Editore, Milano, 2009, p. 18 e ss..

¹² *Ibidem*.

¹³ Comunicazione Consob del 23 gennaio 1994, BOR/RM/94005133.

assolutamente differenziarsi dal vero e proprio servizio di investimento, ormai, principale.

2. *Segue.* Gli elementi costitutivi della consulenza finanziaria

Premesso ciò, primo elemento caratterizzante la consulenza in materia di investimenti è, come anzidetto, la «raccomandazione personalizzata».

Con tale espressione non si vuole di certo far riferimento al banale consiglio che il consulente rivolge al risparmiatore, bensì evidenziare la necessità di una rappresentazione pragmatica, da parte dell'intermediario, di un prodotto finanziario specifico e selezionato in quanto perfettamente conforme alle caratteristiche, agli obiettivi e, soprattutto, alla tolleranza al rischio che l'investitore intende sopportare.

È proprio la tutela dell'investitore,¹⁴ infatti, l'obiettivo principalmente perseguito dal legislatore europeo – con MiFID I prima e MiFID II poi – imponendo nel concreto all'intermediario, prima di prestare ogni attività di consulenza, lo specifico obbligo di acquisire informazioni utili a “cristallizzare” il profilo del proprio cliente, analizzando le conoscenze ed esperienze in materia di investimenti che quest'ultimo potrebbe aver già maturato ovvero individuando quello specifico prodotto che sia al meglio soddisfacente dell'interesse economico dallo stesso auspicato.

Una delle novità più incisive apportate dalla Direttiva 2004/39/CE, invero, è rappresentata, non tanto dalla “categorizzazione” della clientela,¹⁵ ma piuttosto, dalla pragmatica distinzione delle attività in cui si sostanzia l'agire dell'intermediario.

Il tritico enucleato, infatti, si compone della valutazione di adeguatezza, della valutazione di appropriatezza e, infine, della mera esecuzione (*execution only*).¹⁶ Si

¹⁴ J. CAPOBIANCO, *MiFID II: la tutela dell'investitore si basa sul rapporto relazionale ed etico*, in *Rivista Bancaria – Minerva Bancaria*, 2018, n.2/3, p. 161 e ss..

¹⁵ Sul punto si tornerà nel prosieguo.

¹⁶ C. BRESCIA MORRA, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2007, p. 517 e ss.; L. FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella direttiva Mifid*, in *I Contratti*, 2007, p. 583 e ss.

tratta di un *modus operandi* così congegnato per far fronte alle diverse esigenze prospettate da una clientela diversificata, perché inevitabilmente eterogenea.

Nel concreto, quando l'intermediario opera in regime di consulenza, per ciò soltanto – considerata la discrezionalità del suo agire e l'assoluta fiducia che in lui ripone il cliente – è tenuto ad effettuare una valutazione di adeguatezza relativamente alle operazioni che intende consigliare; valutazione che si sostanzia nella raccolta di informazioni inerenti alle conoscenze ed esperienze in materia già maturate dal cliente, alla sua situazione finanziaria e, infine, ai suoi obiettivi di investimento.¹⁷

Pertanto, sarà ritenuta adeguata quell'operazione perfettamente coerente ai parametri succitati.

¹⁷ Di recente la Suprema Corte di Cassazione (ord. Cass. Civ., Sez. I, 11 maggio 2018, n.11544) ha, peraltro, ribadito il principio secondo il quale l'intermediario è tenuto a comunicare al proprio cliente le ragioni per cui ritiene di dover valutare un investimento inadeguato rispetto al suo profilo, senza che rilevi in modo alcuno il fatto che, magari, l'investitore in passato abbia già effettuato investimenti dello stesso tipo o magari più rischiosi. La Corte, infatti, espressamente afferma che «*in materia di intermediazione finanziaria, gli obblighi di informazione che gravano sull'intermediario, dal cui inadempimento consegue in via presuntiva l'accertamento del nesso di causalità del danno subito dall'investitore, impongono la comunicazione di tutte le notizie conoscibili in base alla necessaria diligenza professionale e l'indicazione, in modo puntuale, di tutte le specifiche ragioni idonee a rendere un'operazione inadeguata rispetto al profilo di rischio dell'investitore, ivi comprese quelle attinenti al rischio di "default" dell'emittente con conseguente mancato rimborso del capitale investito, in quanto tali informazioni costituiscono reali fattori per decidere, in modo effettivamente consapevole, se investire o meno (Cass. n.12544/2017). La Corte ha altresì rilevato che in tema di intermediazione mobiliare, ove il cliente gli affidi il solo incarico di eseguire degli ordini, ma non anche quello di consulenza in relazione alla scelta dei prodotti finanziari da acquistare e di gestione del portafoglio dei titoli stessi, l'intermediario è comunque tenuto – ai sensi degli artt. 1 e 21 del d.lgs. n.58 del 1998 e degli artt. 28 e 29 del regolamento Consob n.11522 del 1998 – a fornire al primo adeguate informazioni sia sulla base delle operazioni in sé, sia quanto alla loro adeguatezza rispetto al suo profilo di rischio. Pertanto, ai fini della valutazione di adeguatezza di tali informazioni, nonché delle omissioni in esse ravvisabili, non rileva che il cliente abbia dichiarato, in sede di stipula del contratto quadro di investimento, di possedere un'esperienza "alta" con riferimento ai prodotti finanziari da acquistare ed un'elevata propensione al rischio, né che egli si sia eventualmente rifiutato di dare indicazioni sulla propria situazione patrimoniale (Cass. n.18702/16). È stato altresì chiarito che in tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all'investitore un'informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente, e, a fronte di un'operazione non adeguata [...], può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall'investitore in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute. All'operatività di detta regola – applicabile anche quando il servizio fornito dall'intermediario consista nell'esecuzione di ordini – non è di ostacolo il fatto che il cliente abbia in precedenza acquistato un altro titolo a rischio [...] perché ciò non basta a renderlo operatore qualificato ai sensi della normativa regolamentare dettata dalla Consob (Cass. n.17340/08)».*

Ove mai, invece, l'intermediario non riuscisse ad ottenere le informazioni necessarie, ebbene non potrà prestare un servizio di consulenza perché non godrà degli elementi necessari per poter parametrare l'oggetto della sua raccomandazione al profilo del cliente, ma potrà, però, valutare la mera appropriatezza dell'investimento, limitandosi cioè a verificare la sussistenza, in capo all'investitore, di una conoscenza ed esperienza necessaria per poter procedere alla realizzazione dell'investimento auspicato. Investimento che, del resto, potrà essere realizzato comunque dal consulente, finanche nel caso in cui lo stesso appaia del tutto inappropriato alla profilatura del cliente!¹⁸

In ultimo, potrebbe anche non essere necessaria l'acquisizione di alcuna informazione da parte dell'intermediario e ciò perché l'impresa si limita, magari, a fornire un servizio di esecuzione e/o di ricezione e trasmissione di ordini relativi, ad esempio, ad azioni quotate su mercati regolamentati. Si agisce, in tal caso, per conto del cliente e, pertanto, si annulla del tutto ogni margine di discrezionalità dell'agire dell'intermediario.

Pertanto, con MiFID I si individuano i due elementi costitutivi della consulenza finanziaria: la raccomandazione personalizzata (c.d. elemento soggettivo); la determinatezza dello strumento finanziario (c.d. elemento oggettivo).

In primo luogo, la personalizzazione della raccomandazione implica sicuramente un'individualizzazione del destinatario, dal momento che la stessa è rivolta ad un soggetto determinato, rispetto alle cui caratteristiche deve anche essere adeguata.

¹⁸ Sul punto, invero, non sono affatto mancati risvolti patologici. Un caso paradigmatico è stato quello affrontato dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), il quale ha evidenziato che, nel caso in cui la sequenza dei preordini di acquisto risulti ravvicinata (nel caso di specie i minuti intercorsi tra i test di adeguatezza e appropriatezza erano assolutamente esigui), ebbene ciò di certo non può essere privo di pregio in relazione alla valutazione di correttezza, da parte dell'intermediario, nello svolgimento delle valutazioni di conformità del prodotto alla profilatura dell'investitore. Il Collegio, infatti, afferma che «*dalla modulistica ... emerge, anzitutto la contestualità delle fasi che hanno portato prima alla verifica di (in)adeguatezza e poi ad impartire l'ordine di esecuzione dell'operazione, senza consentire al cliente di poter disporre di un tempo ancorché minimale congruo per poter acquisire previamente ed effettivamente le informazioni necessarie per superare in modo consapevole il vincolo di inadeguatezza e, solo in esito a ciò, incaricare eventualmente l'intermediario di dare comunque corso all'operazione*» (v. ex multis Decisione n.61 del 3 ottobre 2017; Decisione n.317 del 9 marzo 2018; Decisione n.512 del 1° giugno 2018; Decisione n.564 del 25 giugno 2018).

Avuto riguardo al primo elemento, autorevole dottrina ha evidenziato, in verità, che «una raccomandazione personalizzata non può che essere adeguata, mentre una raccomandazione non adeguata, non adatta al cliente, manca del requisito della personalizzazione».19

Quanto detto, però, induce ad una riflessione.

Se è la nozione di consulenza a doversi analizzare, ebbene la stessa non può e non deve essere confusa con il regime che contraddistingue la sua disciplina e, pertanto, l'adeguatezza della raccomandazione deve essere intesa in un modo diverso – più congeniale all'approccio nozionistico che si cerca di perseguire – rispetto alla valutazione di adeguatezza che interessa, invece, il prodotto finanziario.

Vorrà dire, pertanto, che perché la raccomandazione sia personalizzata e, dunque, adeguata al cliente, l'intermediario dovrà selezionare un prodotto che sia la risultante di una *contractio* tra le caratteristiche dell'investitore e l'ontologia dello strumento indicato, al fine di rendere, quanto proposto, adeguato a quanto potenzialmente conseguibile.

Se ciò poi determinerà, nel prosieguo del rapporto, la realizzazione di un investimento inadeguato rispetto alla profilatura di rischio del cliente non importa, perché comunque la raccomandazione si riterrà offerta in regime di consulenza, avendo riguardo cioè «alle caratteristiche personali del destinatario del consiglio».20

Del resto, anche MiFID II non smentisce affatto tale orientamento, ritenendo il legislatore europeo – ancora una volta – necessaria l'individuazione di misure che «tengono a garantire che si realizzi e sia verificabile la corrispondenza dell'investimento offerto al cliente con i suoi interessi e la sua propensione al

19 F. TEDESCHI, *La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, in *dirittobancario.it*.

20 A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La consulenza in materia di investimenti: profili di novità della fattispecie*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di L. Frediani e V. Santoro, Giuffrè Editore, Milano, 2009, p. 73 e ss..

rischio».21

Ciò è palesemente confermato dall'art. 24, comma 2, della Direttiva 2014/65/UE, ai sensi del quale si impone alle imprese di investimento di garantire che gli strumenti finanziari prodotti e destinati alla vendita siano concepiti per soddisfare le esigenze di un *target* determinato di clienti, dimodoché la strategia di distribuzione del prodotto sia assolutamente compatibile con il "tipo" di consumatore cui lo stesso è destinato.

È questa, allora, la pietra angolare alla luce della quale studiare il servizio di consulenza in materia di investimenti per comprenderne le reali ricadute applicative; è l'adattamento del prodotto al cliente e ai suoi reali interessi che deve porsi quale *focus* di un giurista attento alla *ratio* di un intervento normativo innovativo – e finanche restrittivo – quale è stato MiFID II.

In verità, perché il prodotto possa essere meglio confacente alle esigenze del risparmiatore occorre che si proceda ad una categorizzazione della clientela, rifuggendo dall'immagine standardizzata, generale e astratta, del consumatore inteso quale "contraente debole", vittima subordinata al volere incontrastato dell'intermediario. Solo così, infatti, si potrà concretamente enucleare una tutela efficace e attenta alla fisiologica diversificazione che contraddistingue i risparmiatori.

Del resto, già MiFID I ha evidenziato che «*le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti)*»²² e, pertanto, MiFID II non smentisce – né potrebbe mai farlo – tale orientamento, anch'essa individuando, accanto al cliente *retail* con un profilo di rischio prudenziale, la figura dell'investitore qualificato e professionale, da intendersi quale «*cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le*

²¹ V. RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. Mi-FID2*, in *Rivista di Diritto dell'impresa*, I, 2016, p. 17 e ss..

²² Considerando n.31 della Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le Direttive 85/64/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la Direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, che abroga a sua volta la Direttiva 93/22/CEE del Consiglio.

*proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume».*²³

Nel concreto,²⁴ allora, la raccomandazione deve presentare un carattere di particolarità, nel senso che deve essere agevolmente individuato il destinatario cui il consiglio è rivolto, non potendosi affatto ritenere che rientri nell'ambito della prestazione di un servizio di consulenza quella raccomandazione diffusa tramite canali di distribuzione ovvero rivolta al pubblico indistinto.²⁵ Ancora, la raccomandazione offerta deve essere assolutamente specifica, poiché inerente ad un determinato strumento finanziario e protesa all'effettiva realizzazione di quelle operazioni di cui all'art. 52, comma 2, della Direttiva 2006/73/CE.²⁶ Infine, il consiglio deve essere concretamente modellato sulla base delle caratteristiche dell'investitore.

Con un'operazione di "sartoria giuridica", dunque, le raccomandazioni fornite dal

²³ Allegato II della Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014.

²⁴ L'impostazione seguita è quella di G.L. GRECO, *Commento all'art. 3, comma 3, in L'attuazione della Direttiva MiFID. Decreto legislativo 17 settembre 2007, n.164*, a cura di A. IRACE e M. RISPOLI FARINA, Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 104 e ss..

²⁵ Ciò è quanto deriva dalla lettura dell'art. 52, comma 3, della Direttiva 2006/73/CE, recante le modalità di esecuzione della Direttiva 2004/39/CE, ai sensi del quale si prescrive che «una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico».

²⁶ Art. 52, comma 2, della Direttiva 2006/73/CE. È questa anche l'impostazione tesaurizzata dal legislatore italiano nella nuova formulazione dell'art. 5-septies, comma 1, del T.U.F., come novellato dall'art. 1, comma 1, lett. z), del d.lgs. del 3 agosto 2017, n.129, il quale solo in apparenza appare contenutisticamente più conciso rispetto alla definizione fornita dal previgente comma 1 della norma succitata, in cui specificamente si sanciva che «la raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione». La nuova disposizione, infatti, semplicisticamente si limita ad indicare cosa debba intendersi per «consulenza in materia di investimenti», ma bisogna che la stessa sia letta in combinato disposto con l'art. 9, comma 1, del Regolamento delegato (UE) 2017/565 del 25 aprile 2016 che integra la Direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento. Nel concreto, allora, il nuovo 5-septies, è così completato, ritenendo che la «raccomandazione personalizzata è una raccomandazione fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore. Detta raccomandazione è presentata come adatta per tale persona, o è basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e consiste nella raccomandazione di: a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento; b) esercitare o non esercitare il diritto conferito da un determinato strumento finanziario di comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario. Una raccomandazione non è considerata una raccomandazione personalizzata se è rivolta esclusivamente al pubblico». Pertanto, nella sostanza, nulla è cambiato!

consulente non possono affatto presentare un connotato di generalità²⁷ e genericità,²⁸ dovendosi le stesse parametrare non solo alle caratteristiche dell'investitore cui si rivolgono, ma anche allo strumento finanziario che ne costituisce l'oggetto, a nulla rilevando se, in concreto, l'iniziativa è stata assunta dall'intermediario ovvero dal suo cliente.²⁹

Ciò posto, allora, perché possano pragmaticamente realizzarsi gli effetti auspicati dal legislatore in materia di consulenza, occorre che il consiglio individualizzato e determinato sia anteceduto dall'acquisizione di informazioni, da parte del consulente, idonee a "cristallizzare" il reale profilo del proprio investitore e, parimenti, occorre che l'intermediario informi quest'ultimo in ordine alla natura e ai rischi connessi all'investimento che si accinge ad effettuare.

3. Il dovere di "informarsi e di informare": l'informazione come garanzia di adeguatezza

La tutela dell'investitore è un tema centrale in MiFID I e in MiFID II, dal momento che la Direttiva del 2014 si pone chiaramente *in continuum* con la previgente, essendo quest'ultima vera e propria pietra miliare in materia di servizi di investimento.

²⁷ Occorre precisare che l'oggetto della consulenza potrebbe finanche sostanziarsi nell'offerta da parte dell'intermediario di un solo consiglio, c.d. *spot*, senza che sia indispensabile, cioè, la sussistenza di un rapporto continuativo con il suo cliente. Nessuna rilevanza, invece, può essere riconosciuta ai pareri genericamente espressi da parte del consulente, salvo che gli stessi non siano antecedenti ovvero contestuali alla prestazione del servizio principale. In tal caso, infatti, in attuazione di quanto sancito dal considerando n.16 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 del 25 aprile 2016 che integra la Direttiva 2014/65/UE, «*gli atti compiuti dall'impresa di investimento in preparazione della prestazione di un servizio di investimento o dello svolgimento di un'attività di investimento dovrebbero essere considerati parte integrante di tale servizio o attività. Tra tali atti rientrerebbe ad esempio la fornitura di pareri generici da parte dell'impresa di 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 di investimento*».

²⁸ Esulano, infatti, dalla nozione di consulenza i consigli che non ineriscono a singoli e specifici strumenti finanziari. Sul punto, la Consob ha espressamente evidenziato che, ad esempio, l'attività di un promotore finanziario consistente nel commentare a mezzo *internet* l'andamento dei mercati, senza che a ciò faccia seguito la proposizione di una qualsivoglia tipologia di prodotto ovvero la corresponsione di un emolumento, non integra assolutamente il servizio di consulenza (v. Consob, risp. a ques. n.81423/2000).

²⁹ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2015, p. 113 e ss..

È con l'informazione,³⁰ senza dubbio, che al cliente si assicura una concreta tutela, non soltanto in fase distributiva, ma anche in fase preventiva, prevedendosi, cioè, a carico dell'intermediario l'obbligo di "focalizzare" la figura del suo cliente, prima ancora di selezionare il prodotto allo stesso più adatto.³¹

Quanto detto occorre che sia contestualizzato per poter essere perfettamente compreso nei suoi risvolti applicativi.

Nel sistema "ante MiFID",³² invero, soltanto il combinato disposto degli artt. 28 e 31 del Regolamento Intermediari³³ garantiva uno "scudo difensivo" – peraltro scarso – al cliente. Gli intermediari autorizzati, infatti, prima di stipulare un contratto di consulenza in materia di investimenti, erano tenuti a consultare l'investitore per conoscerne l'esperienza in materia, la situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento, nonché la propensione al rischio, a patto, però, che il cliente non fosse un operatore qualificato.³⁴ In tal caso, invece, ove mai il cliente

³⁰ A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'APICE, il Mulino, Bologna, 2010, p. 507 e ss.; C. RABITTI BEDOGNI, *Dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'APICE, il Mulino, Bologna, 2010, p. 31 e ss.; V. SANTORO, *Il dovere di informazione e di agire al meglio nell'interesse del cliente nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, IV, Milano, 1998, p. 669 e ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè Editore, Milano, 2004.

³¹ Ai sensi dell'art. 24, comma 3, della Direttiva 2014/65/UE, è sancito che «*tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing, indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti [devono essere] corrette, chiare e non fuorvianti*», nonché tempestive, ma ciò non basta e non potrebbe mai bastare, perché si rivela oltremodo necessario anche un ampliamento degli oneri a carico dell'intermediario relativi allo specifico prodotto offerto, e, pertanto, l'art. 25, comma 2, impone all'impresa di investimento, quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, di ottenere «*le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite*».

³² Cfr. G. M. UDA, *La MiFID 2*, Wolters Kluwer, Milano, 2016, p. 27 e ss..

³³ Il riferimento è al Regolamento Consob n.11522 del 1° luglio 1998 attuativo del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n.58, concernente la disciplina degli intermediari, non più in vigore dal 2 novembre 2007 e sostituito dal Regolamento Consob n.16190 del 29 ottobre 2007, recante le norme di attuazione del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n.58, a sua volta sostituito dal Regolamento Consob n.2037 del 15 febbraio 2018.

³⁴ Ai sensi dell'art. 28 del Regolamento Consob n.11522 del 1998, rubricato «*informazioni tra gli intermediari e l'investitori*», è sancito che «*prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono: a) chiedere all'investitore*

avesse rilasciato una dichiarazione autoreferenziale³⁵ con cui così si definiva, ebbene «*si abbassava la soglia di tutela [...] in maniera significativa, e anzi, soprattutto per i soggetti più deboli e meritevoli di una tutela rafforzata, essa veniva sostanzialmente annullata*».³⁶

Nella disciplina pre-MiFID, infatti, agli operatori qualificati non potevano applicarsi le disposizioni normalmente previste a tutela dell'investitore dalla normativa di settore.

Il riferimento vuole essere, chiaramente, alla disciplina in materia di conflitti di interesse,³⁷ agli obblighi informativi di cui è gravato l'Intermediario *ex ante*,³⁸ alla necessità di una valutazione di adeguatezza effettuata per conto dell'investitore³⁹

notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore; b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n.3. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento».

³⁵ A tale dichiarazione la giurisprudenza ha a fatica riconosciuto univoca ontologia. In un primo momento, infatti, la dichiarazione autoreferenziale è ritenuta vera e propria confessione (Trib. di Torino, 18 settembre 2007, in *Contratti*, 2008, p. 1138 e ss.), per poi negarne l'«effetto liberatorio» e ritenerne la natura di «atto negoziale fondato sul principio di autoresponsabilità» (G. M. UDA, *cit.*, p. 31; Tribunale di Milano, 20 luglio 2006, in *ilcaso.it*). Successivamente, però, superando l'impostazione anzidetta, il Tribunale di Novara ha ritenuto, invece, che la dichiarazione autoreferenziale deve assolutamente considerarsi per ciò che in realtà è, e cioè null'altro che un atto dichiarativo, cui non possono affatto ricollegarsi effetti giuridici spendibili, per giunta, in un rapporto complesso quale è quello di intermediazione finanziaria (Trib. di Novara, 18 gennaio 2007, in *Le Società*, 2008, p. 755 e ss.).

³⁶ M. UDA, *cit.*, p. 30.

³⁷ Art. 27 del Regolamento di attuazione del d.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n.11522 del 1° luglio 1998). Sul punto si veda anche C. BRESCIA MORRA, *Commento all'art. 4, comma 2, lett. a)*, in *L'attuazione della Direttiva MiFID. Decreto legislativo 17 settembre 2007, n.164*, a cura di A. IRACE e M. RISPOLI FARINA, Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 132 ss.; M. RISPOLI FARINA, *Commento all'art. 4, comma 2, lett. b)*, in *L'attuazione della Direttiva MiFID. Decreto legislativo 17 settembre 2007, n.164*, a cura di A. IRACE e M. RISPOLI FARINA, Giappichelli Editore, Torino, 2010, p. 140 ss.; A. ANTONUCCI, M. T. PARACAMPO, *Conflitti d'interesse e disciplina delle attività finanziarie: il Titolo II della legge risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 3, 2007, p. 28 ss..

³⁸ Art. 28 del Regolamento di attuazione del d.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n.11522 del 1° luglio 1998). Sul punto si veda A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1993, p. 289 ss..

³⁹ Art. 29 del Regolamento di attuazione del d.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n.11522 del 1 luglio 1998).

– considerando la tipologia, l’oggetto, la frequenza o la dimensione del prodotto – al vincolo della forma scritta nella stipula del contratto⁴⁰ e all’imposizione di un contenuto predeterminato di quest’ultimo⁴¹.

Se ciò è vero, allora, si arriva paradossalmente ad ammettere che il legislatore per effetto di un atto assolutamente dichiarativo legittima un depauperamento, in termini di tutela, nei confronti di un cliente per il sol fatto di non essere quest’ultimo presuntivamente inesperto e, dunque, “debole” *tout court*.

Quanto detto, lungi dal porsi come esaustivo, in realtà vuole essere esemplificazione palese della farraginosità del sistema antecedente all’entrata in vigore della Direttiva 2004/39/CE, con la quale, invece, “l’obbligo ad informare e ad informarsi” per l’intermediario diviene di gran lunga più stringente, in attuazione del sempre più evidente principio di trasparenza cui si uniforma l’intera disciplina di settore.

4. Segue. Le informazioni «in entrata» e le informazioni «in uscita»⁴²

L’intermediario, in effetti, per poter parametrare alla profilatura del suo cliente un prodotto finanziario, deve poter acquisire tutte le necessarie «informazioni in entrata»,⁴³ da combinare, poi, con le caratteristiche proprie del servizio finanziario offerto. La scelta, così, può ricadere (*rectius*: dovrebbe ricadere) su un prodotto adeguato e appropriato, proposto e prospettato al cliente con un’attività informativa questa volta «di ritorno».⁴⁴

Del resto, ciò conferma il carattere bilaterale del rapporto sussistente tra l’intermediario e il suo cliente, alla luce del quale si giustifica il «*flusso in entrata delle informazioni verso l’intermediario e il flusso in uscita verso il cliente delle informazioni che sono il risultato dell’elaborazione di tutti i dati ricadenti*

⁴⁰ Art. 30, comma 1, del Regolamento di attuazione del d.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n.11522 del 1° luglio 1998).

⁴¹ Art. 30, comma 2, del Regolamento di attuazione del d.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n.11522 del 1° luglio 1998).

⁴² M. UDA, *cit.*, p. 32.

⁴³ *Ibidem*.

⁴⁴ *Ibidem*.

*nell'ambito cognitivo dello stesso intermediario».*⁴⁵

La necessità, allora, di individuare un prodotto finanziario adeguato all'investitore impone una modulazione del contenuto dell'attività informativa, perché la stessa, non solo sempre fornita, ma anche costantemente parametrata al cliente che ne è destinatario.

A tal fine, invero, il legislatore europeo pragmaticamente distingue il *target* della clientela, differenziando gli investitori in clienti *retail*, clienti professionali e controparti qualificate.

I clienti al dettaglio sono quelli maggiormente tutelati, in quanto "contraenti deboli" per eccellenza e, pertanto, destinatari di ogni baluardo preposto a loro difesa dalla normativa di settore. I clienti professionali, invece, in quanto soggetti autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, non beneficiano del medesimo grado di tutela dei primi e, pertanto, si ritengono presuntivamente in grado di «*prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che si assumono*».⁴⁶ I clienti professionali, inoltre, possono specialisticamente essere definiti in termini di controparti qualificate ove mai la loro attività si sostanzia nella realizzazione di servizi di investimento quali la negoziazione per conto proprio, l'esecuzione di ordini per conto dei clienti ovvero la ricezione e la trasmissione di ordini.

Una volta classificato il cliente, allora, l'intermediario è obbligato ad informare l'investitore in ordine alla categoria cui è stato assegnato, perché sia allo stesso riconosciuta la possibilità anche, eventualmente, di "trasmigrare" in un'altra, senza che ciò sia vulnerativo del proprio *status*. A tal fine, però, occorre che sia al cliente opportunamente prospettata la diversa lucratività e la differente rischiosità degli investimenti rispetto ai quali diverrebbe, così, coerente il proprio profilo di rischio: l'intermediario è tenuto a rendere edotto il cliente delle conseguenze cui si espone in ragione del subingresso in una nuova categoria di appartenenza!

Perché ciò, però, consegua gli effetti auspicati, occorre che le informazioni non

⁴⁵ M. UDA, *cit.*, p. 35.

⁴⁶ Cfr. Allegato II Direttiva 2004/39/CE.

solo siano nel concreto rese, ma anche che le stesse risultino «corrette, chiare e non fuorvianti».47

E non stupisce che questo sia il filone seguito anche da MiFID II che, tesaurizzando l'insegnamento di MiFID I, non ne smentisce la portata applicativa.

Con l'emanazione di MiFID II, invero, complice la crisi finanziaria48 che ne ha accompagnato l'entrata in vigore, il legislatore europeo dimostra di essere fermamente convinto del fatto che anche i clienti non al dettaglio potrebbero incorrere in un'oggettiva difficoltà valutativa in ordine alla portata degli investimenti cui sono interessati.

Al considerando n.104, infatti, si ha modo chiaramente di comprendere che «se da un lato è opportuno ribadire che le norme di comportamento dovrebbero essere applicate con riguardo agli investitori che hanno maggiormente bisogno di protezione, è d'altro lato opportuno calibrare meglio i requisiti applicabili alle diverse categorie di clienti».49

Ne deriva, pertanto, che anche il cliente professionale, sebbene più esperto di un piccolo risparmiatore occasionale, comunque potrebbe, nel caso concreto, apparire "debole" e inidoneo a valutare le conseguenze connesse all'investimento.

47 Art. 19, par. 1, della Direttiva 2004/39/CE.

48 Come osservato da autorevole dottrina, del resto, «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, [ebbene] 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 in 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 fallimento degli Stati, in uno con quello dei rispettivi mercati bancari. 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» (P. ROSSI, *Il nuovo regime della consulenza finanziaria nella MiFID II: prime riflessioni*, 2017, in *amministrazioneincammino.luiss.it*). Sul punto si veda anche F. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Mercato e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*, a cura di G. Colombini e M. Passalacqua, Editoriale Scientifica, Napoli, 2012; F. CAPRIGLIONE, A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'Ue dopo la crisi*, Utet, Torino, 2014, p. 121 ss..

49 Considerando n.104 della Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014.

Ma vi è di più. La necessità di un'attività informativa penetra e pervade tutto il rapporto di investimento, fin dalla fase antecedente alla stipula del contratto quadro di intermediazione finanziaria, dal momento che in occasione della sottoscrizione di quest'ultimo, l'intermediario deve rendere al cliente un'«*informativa precontrattuale*» che sia strumentale all'acquisizione, da parte del risparmiatore, di una consapevolezza concreta in ordine alla portata e alle conseguenze del suo investire. Si tratta, invero, di un'attività fondamentale, dal momento che solo dopo aver avuto contezza di ciò che succederà o che potrebbe verosimilmente succedere, il cliente potrà determinarsi in modo consapevole.

Sul punto, appare opportuno evocare quanto sancito a riguardo dal collegio dell'Arbitro per le Controversie finanziarie, cui si deve l'aver chiarito del tutto la portata ontologica dei doveri informativi gravanti sull'intermediario, distinti da quelli che, invece, caratterizzano l'agire del mero emittente. Il Collegio afferma, infatti, che mentre quest'ultimo «*intende offrire al pubblico indistinto i propri strumenti finanziari, pubblico verso il quale opera in regime di parità di trattamento [...] per contro, gli obblighi informativi degli intermediari verso i propri clienti si inseriscono in un quadro normativo differente, la cui pietra angolare risiede proprio nella capacità di "servire al meglio l'interesse" del cliente, adattando la prestazione erogata in ragione delle specifiche caratteristiche del contraente (esperienza, conoscenza, obiettivi di investimento, situazione patrimoniale)*». ⁵⁰

Come, allora, ciò si concilia con il servizio di consulenza, il cui oggetto è dato proprio dalle raccomandazioni personalizzate rese al cliente in vista di un investimento in strumenti finanziari?

Già MiFID I impone all'intermediario un obbligo ad acquisire informazioni "ad ampio spettro" sulla figura dell'investitore, perché la raccomandazione all'acquisto possa effettivamente dirsi personalizzata e, dunque, determinativa di un investimento adeguato, ma le storture della prassi hanno purtroppo ben presto preso il sopravvento.

Dal momento che l'acquisto di strumenti finanziari, infatti, fisiologicamente

⁵⁰ V. ex multis, decisione ACF n.111 del 16 novembre 2017.

espone il cliente a perdite non solo potenziali, ma anche ingenti, il “carattere soggettivo” dell’investimento viene garantito dalla preventiva compilazione, da parte dell’investitore, di un questionario auto-valutativo (nella prassi, il c.d. questionario MiFID) al fine di verificare proprio l’adeguatezza dell’operazione alla sua reale profilatura.

Ai sensi dell’art. 25, comma 2, della Direttiva MiFID II, invero, si prescrive, all’impresa di investimento, di informare adeguatamente il proprio cliente in ordine all’importanza e alla necessità di una verifica di adeguatezza, ma soprattutto si richiede alla stessa di ottenere dal risparmiatore ogni informazione utile in merito alle sue conoscenze ed esperienze in materia, alla sua situazione finanziaria – specie avuto riguardo alla capacità di sostenere delle perdite – e ai suoi obiettivi, ivi includendo anche la tolleranza al rischio.

Appare opportuno precisare, invero, che i criteri generali cui deve essere uniformato lo svolgimento dell’attività di consulenza, in quanto servizio di investimento, sono individuati dall’art. 21 del T.U.F., ai sensi del quale l’intermediario è tenuto non solo a comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l’interesse dei clienti e per garantire indiscutibilmente il buon andamento dei mercati, ma occorre altresì che acquisisca – e fornisca – tutte le informazioni necessarie a tal fine.

Per quanto inerisce, nello specifico, alla consulenza in materia di investimenti l’intermediario è chiamato a valutare l’adeguatezza del prodotto oggetto del servizio prestato, parametrando quest’ultimo al profilo di rischio del cliente.

Valutare l’adeguatezza di un prodotto, nella sostanza, significa verificare, per conto e nell’interesse dell’investitore, se un prodotto è realmente adatto alle sue caratteristiche. E allora, perché tale valutazione possa essere efficacemente compiuta, occorre che l’intermediario conosca perfettamente, da un lato, gli strumenti finanziari disponibili sul mercato (c.d. *know your product*) e, dall’altro, che ottenga dall’investitore quegli elementi conoscitivi che sono puntualmente

individuati dalla normativa di settore (c.d. *know your customer rule*).⁵¹

Cosa accade, invero, nella prassi? Gli intermediari, dichiarando di aver agito, ad esempio, in esecuzione di un ordine impartito dall'investitore ovvero mancando di prestare il servizio di consulenza previsto dal contratto quadro di intermediazione finanziaria, non valutano l'adeguatezza delle operazioni di investimento rispetto al profilo del cliente e, di fatto, palesemente violano l'obbligo di garantirne la maggior *satisfactio* possibile ex art. 21 del T.U.F..⁵² Oppure, ancora, in ragione dell'incertezza nozionistica caratterizzante la consulenza in materia di investimenti, i *regulators*, da sempre, effettuavano, in via generale, il controllo di adeguatezza, facendo, poi, leva sulla difficoltà probatoria sussistente nel provare *ex post* l'avvenuta prestazione di un servizio di investimento non contrattualizzato.

La fragilità del sistema, pertanto, evidenzia l'agevole esposizione dello stesso alle abili manovre degli intermediari che, *domini* del rapporto contrattuale, finiscono per effettuare operazioni di acquisto aventi ad oggetto titoli di certo non adeguati alla profilatura del risparmiatore inconsapevole.

È in tale prospettiva, allora, che il cliente è chiamato a sopportare la pervasività⁵³

⁵¹ Art. 39 del Regolamento Intermediari, ai sensi del quale è sancito che: «*Al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento*».

⁵² Ai sensi dell'art. 21 del T.U.F., infatti, è sancito che «*nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività*».

⁵³ D'altro canto, le criticità dei questionari di adeguatezza erogati dagli stessi intermediari, in realtà, evidenziano come molto spesso la principale preoccupazione non sia quella di «*proteggere il cliente, bensì quello di proteggersi dal cliente nel caso di un eventuale, successivo contenzioso*» (A. SCIARRONE ALIBRANDI, *cit.*, p. 78). Sul punto, inevitabile appare la segnalazione che i questionari in esame si caratterizzano per una modalità di indagine della conoscenza e dell'esperienza dell'investitore che tende a sovrastimare il livello di cultura ed esperienza del cliente, affidandosi gli stessi a domande che implicano un'autovalutazione. L'ESMA ha stigmatizzato tale modalità e, già nelle sue Linee Guida pubblicate nel 2012, ha sottolineato l'opportunità di accertare sulla base di criteri oggettivi e non derivanti dall'autovalutazione del cliente, la conoscenza e la comprensione di nozioni fondamentali, quali la relazione tra rischio e rendimento nonché il principio della diversificazione del rischio. Ciò, allora, implicherà che, alla luce di Mi-FID II, gli intermediari dovranno

dell'attività ispettiva condotta dall'intermediario *ex ante*, la quale appare sicuramente funzionale ad una conoscenza effettiva del risparmiatore, interessato ad instaurare un rapporto «*profondo*»,⁵⁴ quale è quello di consulenza.

La questione, beninteso, è ancora oggi di difficile soluzione.

Pur suggerendo la Consob di «*coniugare – in via generale – la prestazione dei servizi di investimento diversi dalla gestione, alla prestazione del servizio di consulenza, anche al fine di limitare il possibile contenzioso con la clientela*»,⁵⁵ ebbene ciò espone ad una criticità inevitabile, quale è quella di «*applicare le pregnanti regole in materia di adeguatezza a servizi che, in base alla MiFID, dovrebbero invece risultare sottoposti al regime di appropriatezza, snaturando così una delle più importanti differenze, nella modalità di prestazione dei servizi, discendenti dalla disciplina comunitaria*». ⁵⁶

Con l'entrata in vigore di MiFID II, in realtà, la prestazione del servizio di consulenza si salda a tal punto con la valutazione di adeguatezza da riconoscere all'intermediario la possibilità di fornire periodicamente tale valutazione in ordine a strumenti finanziari già raccomandati e, dunque, già valutati. Occorrerà, però, che siano prontamente comunicate all'investitore: «*la frequenza e la portata della valutazione periodica dell'adeguatezza e, laddove pertinente, le condizioni che la determinano; la misura in cui le informazioni precedentemente raccolte sono sottoposte a rivalutazione; il modo in cui una raccomandazione aggiornata è comunicata al cliente*». ⁵⁷

Ma vi è di più. Gli intermediari che decidano di optare per una valutazione periodica di adeguatezza sono tenuti anche a riesaminare almeno una volta all'anno le informazioni già rese e la *ratio* di ciò è intuitiva: migliorare qualitativamente il servizio offerto e garantire la reale parametrizzazione del prodotto al profilo di rischio del cliente. Del resto, occorre anche che, prima ancora che la

dotarsi di presidi operativi nuovi e funzionali a garantire un controllo nella comparazione dei prodotti, nella revisione della modulistica e nei *report* forniti dal cliente.

⁵⁴ A. SCIARRONE ALIBRANDI, *cit.*, p. 73 e ss..

⁵⁵ F. ANNUNZIATA, *cit.*, p. 190.

⁵⁶ *Ibidem*.

⁵⁷ Art. 24 e art. 52 del Regolamento delegato (UE) 2017/565.

transazione sia effettuata, gli intermediari giustificano razionalmente la ragione per la quale il prodotto prescelto risulta perfettamente corrispondente agli obiettivi e alle caratteristiche del cliente.

Sicuramente, però, ciò implicherà inevitabili ricadute in termini di costi, perché l'intermediario, per poter concretamente conseguire gli obiettivi preposti dal legislatore comunitario, dovrà inevitabilmente dotarsi di appropriate procedure endogene che gli consentano di modulare in modo opportuno i servizi di investimento e gli strumenti finanziari al cliente cui sono destinati.

Il legislatore, dunque, è ambizioso nell'auspicare un notevole interessamento all'investimento finanziario di soggetti che tradizionalmente sono restii al rischio, ma al contempo è costretto a soggiacere alla propria ambizione, rendendo inevitabilmente ostica per l'investitore la conoscenza del prodotto offerto e per l'intermediario la possibilità di agire in economia.

5. La nuova consulenza su base indipendente

Nel 2014 il legislatore europeo, con la Direttiva 2014/65/UE,⁵⁸ ridisegna il quadro normativo di riferimento in materia di intermediazione finanziaria e rende l'attività di consulenza tanto centrale da introdurre perfino una nuova modulazione applicativa.

Come già osservato, infatti, *«la consulenza diviene lo strumento "principe" da utilizzare con il cliente da parte dell'intermediario, mentre il collocamento di strumenti finanziari diventa recessivo, subalterno rispetto alla consulenza»*.⁵⁹

Interessata a garantire una maggiore trasparenza, MiFID II, allora, non solo anticipa la valutazione di adeguatezza dalla fase distributiva al momento della *product governance*, non solo riconosce all'ESMA la possibilità di impedire o limitare la vendita di taluni prodotti finanziari ove mai gli stessi generino *«gravi*

⁵⁸ Il legislatore italiano ha recepito la Direttiva MiFID II modificando il T.U.F., mentre la Consob, dal canto suo, ha novellato, con delibera n.19548 del 17 marzo 2016, il Regolamento Intermediari (n.16190 del 2007), il Regolamento Emittenti (n.11971 del 1999) e, infine, il Regolamento Consulenti (n.17130 del 2010).

⁵⁹ P. Rossi, *cit.*, p. 10.

timori in merito alla protezione degli investitori»,⁶⁰ ma introduce anche la consulenza su base indipendente.

Con MiFID I, infatti, non era previsto, tra le caratteristiche oggettive del servizio di consulenza, il requisito dell'indipendenza, preoccupandosi la Direttiva piuttosto di garantire la neutralità del consulente, rispetto agli investimenti, con il richiamo alla disciplina del conflitto di interesse.⁶¹

Una precisazione, però, appare necessaria.

Lungi dal potersi ritenere che con MiFID II si sia inaugurato un «*processo di frantumazione*»⁶² del servizio di consulenza, l'introduzione della consulenza su base indipendente garantisce una vera e propria pragmatica modulazione del servizio già regolarmente prestato dall'intermediario, senza che si assista, così, alla creazione di «*comparti a tenuta stagna*». ⁶³

Non a caso il legislatore comunitario non offre nessuna definizione della consulenza indipendente e ciò indiscutibilmente è dimostrativo del fatto che il servizio di investimento in esame rimane ed è unico, venendosi lo stesso solo a parametrare al *target* del cliente.

Ai sensi dell'art. 24, par. 4, lett. a) della Direttiva MiFID II, il legislatore impone agli intermediari di comunicare ai propri clienti, prima ancora che sia concluso il contratto quadro di intermediazione finanziaria: *i)* se la consulenza sarà o meno prestata su base indipendente; *ii)* se la consulenza avrà ad oggetto un'analisi ampia delle tipologie di strumenti presenti sul mercato; *iii)* se l'intermediario fornirà al proprio cliente una periodica valutazione di adeguatezza.

Nel concreto, le caratteristiche di una consulenza svolta su base indipendente sono due: *i)* l'intermediario deve valutare «*una congrua gamma di strumenti*

⁶⁰ Cfr. considerando n.29 MiFIR.

⁶¹ Con MiFID II si rafforzano i presidi in materia di conflitto di interessi, specie avuto riguardo alle ipotesi in cui il servizio si accompagna a quello di distribuzione e collocamento di strumenti finanziari emessi dall'impresa, ai sensi dell'art. 41 del Regolamento n.565 del 2017.

⁶² In questo senso, invece, U. RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Giappichelli Editore, Torino, 2016, p. 164 e ss..

⁶³ F. CIVALE, *Consulenza e MiFid 2: il nuovo assetto a geometria variabile*, in *dirittobancario.it*.

finanziari disponibili sul mercato»,⁶⁴ selezionando quelli che, in quanto «sufficientemente diversificati», ben rappresentano ciò che è generalmente disponibile⁶⁵; ii) nessun incentivo può essere riscosso dall'impresa che presta un servizio di consulenza su base indipendente, salvo che non si tratti dei c.d. *minor non monetary benefits*, idonei soltanto cioè a migliorare qualitativamente il servizio prestato.

Con riferimento al primo requisito, proprio l'ESMA⁶⁶ ha chiarito che i prodotti

⁶⁴ Art. 24, comma 7, ai sensi del quale si prescrive che «quando l'impresa di investimento informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita su base indipendente, essa: a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti 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; b) 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».

⁶⁵ Come opportunamente evidenziato sul punto «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 obiettive» (P. Rossi, cit., p. 12).

⁶⁶ L'ESMA, infatti, chiaramente afferma che perché una consulenza possa definirsi su base indipendente occorre che l'intermediario individui un ampio perimetro di riferimento al fine di valutare la "globalità" degli strumenti finanziari. Ritiene, infatti, che «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

oggetto di interesse per un intermediario che opti per la prestazione di un servizio di consulenza su base indipendente sono individuati, in primo luogo, nella selezione di strumenti finanziari che siano tra loro diversificati per tipo, emittente o fornitore, non dovendosi l'intermediario limitare a quanto dallo stesso emesso o fornito ovvero a quanto offerto sul mercato da soggetti che siano allo stesso strettamente legati, in termini legali o economici. Inoltre, è richiesto all'intermediario di valutare il numero e il "tipo" di strumenti finanziari alla luce di un principio di proporzionalità rispetto ai servizi di consulenza prestati i quali, a loro volta, occorre che siano adeguatamente rappresentativi di quanto disponibile sul mercato. Da ultimo, occorre poi che nell'effettuare l'analisi comparativa volta all'individuazione del prodotto meglio confacente alle esigenze dell'investitore, l'intermediario consideri anche, complessivamente, i rischi, i costi e le criticità allo stesso connesse.

Per quanto inerisce, invece, alla seconda condizione necessaria perché la consulenza si qualifichi su base indipendente, al considerando n.74 MiFID II chiarisce che *«tutti gli onorari, le commissioni e gli altri benefici monetari pagati o forniti da un terzo debbano essere restituiti integralmente al cliente quanto prima dopo il ricevimento dei pagamenti stessi da parte dell'impresa e che quest'ultima non debba essere autorizzata a detrarre i pagamenti di terzi dalle commissioni che il cliente deve all'impresa. È opportuno che il cliente sia informato in modo adeguato e, se del caso, regolare circa gli onorari, le commissioni e gli altri benefici che l'impresa ha ricevuto in relazione ai servizi di investimento prestatogli e che gli ha trasferito. Le imprese che forniscono una consulenza indipendente o prestano un servizio di gestione del portafoglio dovrebbero anche elaborare una politica rientrante nei requisiti organizzativi volta a garantire che i pagamenti ricevuti da terzi siano assegnati e trasferiti ai clienti. Dovrebbero essere consentiti*

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» (Cfr. ESMA, *Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* - ESMA/2014/1569, p. 147 e ss.).

solo benefici non monetari di entità minima, a condizione che il cliente ne sia chiaramente informato, che possano migliorare la qualità del servizio offerto e che non possano essere considerati arrecare pregiudizio alla capacità delle imprese di investimento di agire nel migliore interesse dei loro clienti». ⁶⁷

È questo il tema della c.d. retrocessioni, tradizionale metodo remunerativo tramite il quale le imprese emittenti inoltrano a quelle che distribuiscono e collocano gli strumenti finanziari, una somma fissa ovvero variabile ricevuta dal cliente al momento della transazione.

Tali *inducement*, invero, sono a tal punto vietati da MiFID II, in quanto vulnerativi per il cliente, che la Direttiva impone anche un obbligo a restituire *in toto* quanto già conseguito dalle imprese. Del resto, anche i *minor non monetary benefits* ⁶⁸ sono ritenuti accettabili soltanto se ragionevoli e proporzionati, ma soprattutto «*di portata tale da non essere in grado di incidere sul comportamento dell'impresa di investimento in alcun modo che sia pregiudizievole per gli interessi del cliente interessato*». ⁶⁹

Il legislatore nazionale, dal canto suo, recepisce la nozione di consulenza indipendente ai sensi dell'art. 24-bis del T.U.F. che, al comma 1, precisa che il consulente dovrà non solo informare l'investitore se la consulenza sarà o meno

⁶⁷ Considerando n.74 della Direttiva 2014/65/UE.

⁶⁸ L'art. 12, par. 3, della Direttiva delegata 2017/593/UE, che integra la Direttiva 2014/65/UE, chiarisce quali sono i *minor non monetary benefits*, individuando gli stessi in: «a) informazioni o documentazione relativa a uno strumento finanziario o a un servizio di investimento, di natura generica o personalizzata in funzione della situazione di un singolo cliente; b) materiale scritto da terzi commissionato e pagato da un emittente societario o da un emittente potenziale per promuovere una nuova emissione da parte della società, o quando l'impresa terza è contrattualmente impegnata e pagata dall'emittente per produrre tale materiale a titolo permanente, purché il rapporto sia chiaramente documentato nel materiale e al contempo il materiale sia messo a disposizione di qualsiasi impresa di investimento che desideri riceverlo o del pubblico in generale; c) partecipazione a convegni, seminari e altri eventi formativi sui vantaggi e le caratteristiche di un determinato strumento finanziario o di un servizio di investimento; d) ospitalità di un valore de minimis ragionevole, come cibi e bevande a margine di un incontro di lavoro o di una conferenza, seminario o altri eventi di formazione di cui alla lettera c); e e) altri benefici non monetari minori che uno Stato membro consideri atti a migliorare la qualità del servizio prestato a un cliente e, tenuto conto del livello totale dei benefici forniti da una singola entità o gruppo di entità, che siano di una portata e natura tale per cui sia improbabile che pregiudichino l'osservanza del dovere dell'impresa di investimento di agire nel migliore interesse del cliente».

⁶⁹ Art. 12, par. 4, della Direttiva delegata 2017/593/UE, che integra la Direttiva 2014/65/UE.

prestata su base indipendente, ma dovrà anche specificare se sarà dallo stesso periodicamente fornita una valutazione di adeguatezza inerente agli strumenti finanziari raccomandati.

La modulazione del servizio implica, invero, che lo stesso potrà essere prestato dall'intermediario, a sua scelta, tanto su base indipendente che su base non indipendente, fermo restando, però, che il cliente dovrà essere specificamente edotto della variante di consulenza prescelta perché non si generi in lui alcuna confusione a riguardo. Pertanto, non basta – né potrebbe bastare – la mera comunicazione inerente alle prescelte modalità di prestazione del servizio di investimento, ma occorrerà anche che sia all'investitore riferito il parametro cui ancorare l'attività di consulenza, perché sia consapevole non solo del mercato cui ineriscono i prodotti propostigli, ma anche della gamma di strumenti finanziari eventualmente interessati.

Quanto detto induce ad una inevitabile constatazione. La preminenza e centralità ormai riconosciuta al servizio di consulenza in materia di investimenti impone di valorizzare anche il supporto "logistico" attraverso il quale i «*consigli e le raccomandazioni che l'intermediario rende*»⁷⁰ possono, di fatto e in concreto, tradursi in un investimento lucrativo oltremodo soddisfacente per il cliente.

6. Conclusioni

Il legislatore nazionale, adeguandosi con la legge di delegazione europea del 2014 e la legge di stabilità per il 2016 a quanto sancito dalle prescrizioni europee, si dimostra attento ad una revisione dell'impalcatura architettonica dell'intero settore della consulenza finanziaria.

Ciò, del resto, è ulteriormente confermato anche dall'istituzione dell'Albo unico dei consulenti finanziari!⁷¹ Invero, la novità non appare di certo dirompevole, dal momento che, nel concreto, altro non si è fatto se non attribuire una nuova

⁷⁰ F. ANNUNZIATA, *cit.*, p. 189.

⁷¹ Le figure professionali tenute ad iscriversi all'albo unico dei consulenti finanziari sono tre: i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede; i consulenti finanziari autonomi; le società di consulenza finanziaria.

nomenclatura all'ex Albo unico dei promotori finanziari.

Comunque, al legislatore italiano si impone il dovere di prevedere una strumentazione volta a garantire il cliente, consentendogli di poter operare in un settore oltremodo complesso quale è quello del mercato mobiliare, interfacciandosi con coloro che detengono una comprovata conoscenza della materia, nonché un'elevata competenza nel settore.

L'art. 25 della Direttiva 2014/65/UE, invero, esplicitamente sancisce che spetta proprio agli Stati membri il compito di assicurare che le imprese di investimento garantiscano e dimostrino che *«le persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi d'investimento o servizi accessori per conto dell'impresa d'investimento sono in possesso delle conoscenze e competenze necessarie ad adempiere ai loro obblighi»*.

Ma vi è di più. Già con l'entrata in vigore del d.lgs. n.164 del 17 settembre 2007 viene inserito nel T.U.F. l'art. 18-bis che consente alle persone fisiche dotate di professionalità, onorabilità, indipendenza ma anche stabilità patrimoniale, di svolgere in via autonoma il servizio di consulenza. Tali requisiti, sanciti dal Ministero dell'economia e delle finanze, sentiti la Banca d'Italia e la Consob, si comprendono e giustificano in ragione dei potenziali risvolti che l'investimento in prodotti finanziari potrebbe determinare, primo tra tutti il depauperamento patrimoniale del cliente.

Non a caso, infatti, pur determinando l'art. 18-bis, un ampliamento del novero dei soggetti abilitati a prestare attività di consulenza,⁷² comunque chiaramente si preclude agli stessi di detenere le disponibilità dei risparmiatori, al fine di rifuggire – in via anche solo eventuale – dalla possibilità che il cliente divenga titolare di un diritto di credito nei confronti del suo intermediario.⁷³

⁷² Non è più necessario, infatti, che a ciò provveda, ex art. 1, comma 5, lett. f) una S.p.A. ovvero una società per azioni bancaria a responsabilità limitata.

⁷³ Non a caso è richiesta, per procedere ad iscrizione nell'albo, un'elevata copertura assicurativa a tutela della responsabilità civile del professionista ed è in ciò, indubbiamente, che si sostanzia l'idoneità patrimoniale richiesta al consulente dall'art. 18-bis del T.U.F. La quota richiesta, invero, è

Il fatto, poi, che qualunque soggetto abilitato alla prestazione di un servizio di consulenza sia tenuto ad iscriversi nel medesimo albo indubbiamente garantisce appieno anche l'auspicata *«piena valorizzazione... della consulenza finanziaria come attività fondamentale nell'attuale assetto fattuale e normativo del mercato... Si è voluto [così] realmente assicurare al cliente che il servizio di consulenza, da chiunque prestato, sia caratterizzato dalla competenza, dalla trasparenza, dalla correttezza e dalla piena responsabilizzazione dei soggetti erogatori»*.⁷⁴

Ma quanto detto può maggiormente comprendersi anche considerando un profilo di ulteriore di novità.

Il legislatore, recependo la Direttiva MiFID II⁷⁵ prima, e il Decreto Fisco⁷⁶ poi, si è spinto oltre, prevedendo anche un sistema binario di vigilanza, strutturato in due livelli, al chiaro fine di garantire l'investitore nel concreto relazionarsi con il proprio consulente.

Il primo livello è individuato nell'istituzione di un ente, l'Organismo per la vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF), cui affidare una funzione non solo di gestione dell'albo, ma anche di controllo indiretto sulla prestazione del servizio di consulenza – intervenendo in via immediata sugli operatori – mentre il secondo livello di tutela si sostanzia nel riconoscimento di un potere di vigilanza in capo alla Consob nei confronti del neonato ente.

Pertanto, alla Consob si richiederà di enucleare quei parametri di riferimento alla luce dei quali l'attività di vigilanza che l'OCF sarà chiamato a svolgere nei confronti dei consulenti potrà essere monitorata. È innegabile, infatti, che il legislatore abbia optato per un *«importante investimento istituzionale nel campo della vigilanza sulla consulenza finanziaria»*.⁷⁷

Ciò posto, invero, l'incertezza sembra essere ormai pronta a svanire, dal

pari a € 1.000.000 per ogni richiesta indennitaria e pari a € 1.500.000 all'anno per la totalità delle richieste di indennizzo.

⁷⁴ F. DI CIOMMO, *cit.*, p. 49.

⁷⁵ D. lgs. del 3 agosto 2017, n.129.

⁷⁶ D. l. del 16 ottobre 2017, n.148.

⁷⁷ P. CIOCCA, *Relazione per l'anno 2017 dell'Organismo per la vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari – OCF*, Roma, 2018, su consob.it

momento che la Consob e l'OCF hanno stipulato, il 28 giugno 2018, il Protocollo d'intesa strumentale a garantire il concreto agire del nuovo ente e, soprattutto, a definirne le competenze.

Le tre categorie di operatori legittimati ad operare in regime di consulenza,⁷⁸ allora, sono esposte finalmente ad una concreta attività di vigilanza da parte di un organismo specificamente a ciò preposto e, in seconda battuta, destinatarie di un'attività di controllo della stessa Consob che sull'OCF, nell'immediato presente, vigilerà.

Si assiste, dunque, alla «*messa in atto di un'architettura di controllo su due livelli, all'allargamento del perimetro di azione anche a soggetti attualmente non vigilati e alla responsabilizzazione delle stesse componenti di rappresentanza degli operatori [che andranno a comporre gli organi endogeni dell'OCF]*».⁷⁹

Quanto detto induce ad una finale riflessione.

Se è ben vero che il rapporto tra l'intermediario e il suo cliente si sostanzia sull'assoluta fiducia che il risparmiatore ripone nei confronti del proprio consulente, cui affida le proprie liquidità e di cui accetta l'agire discrezionale – a differenza di quanto accade, ad esempio, in un servizio di investimento come l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, nel quale l'investitore è *dominus* incontrastato – un intervento legislativo volto a regolamentare nel dettaglio e minuziosamente la consulenza finanziaria si propone come necessario, non già solo per tutelare il cliente, ma anche e soprattutto per garantire il buon andamento dei mercati finanziari.

⁷⁸ V. *infra* nota 71.

⁷⁹ *Ibidem*.