

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK  
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

1 / 2017

ISSN: 2036 - 4873

## **PARTE PRIMA**

### **ARTICOLI**

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *L'Europa e le banche. Le 'incertezze' del sistema italiano*  
(Europe and banks. The 'uncertainties' of the Italian system).....1

SANDRO AMOROSINO – *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche dell'era telematica*  
(Public settings of the economic activities carried out with electronic tools).....21

FRANCESCO DI CIOMMO – *La consulenza finanziaria alla luce della Mifid 2: profili giuridici*  
(Investment advisory under MIFID 2: legal issues).....39

ALBERTO LUPOI – *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento* ("Financial products" within the scope of law: rising of the financial risk as core component of any financial transaction)..... 69

## **PARTE SECONDA**

### **NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA**

DIEGO ROSSANO – *Di tutta l'erba un fascio: il caso CARIFE e delle altre tre banche* (Don't lump everything together: the CARIFE and other three banks cases) nota a sentenza del Tar Lazio, n. 166 del 7 gennaio 2017.....1

## LA CONSULENZA FINANZIARIA ALLA LUCE DELLA MIFID 2: PROFILI GIURIDICI\*

*(Investment advisory under  
MIFID 2: legal issues)*

**ABSTRACT:** *This paper analyzes the new role of financial advisers under MiFID 2. It distinguishes advice on 'independent basis' from that without such a qualification, focusing on the prohibition, provided by the mentioned regulation, for the same financial advisor to exercise both the consulting activities.*

*Then some critical remarks regarding the prohibition set forth by article 53 of the E.U. Delegated Regulation April 25, 2016, follow, highlighting the inevitable limitations in the performance of the financial advisor who comes from this rule. It makes difficult to perform the professional activity in a manner consistent with the reserved nature of the same.*

*Finally, this paper examines certain issues regarding remuneration and incentives.*

SOMMARIO: 1. Mercati finanziari e complessità. - 2. De-cartolarizzazione e asimmetria informativa nel mercato finanziario. - 3. I consulenti finanziari. - 4. Il nuovo ruolo dei consulenti finanziari alla luce della MiFID 2. - 5. La consulenza su base indipendente o non indipendente. - 6. Il divieto per il medesimo consulente finanziario di svolgere entrambe le tipologie di consulenza. - 7. (segue) Note critiche circa il divieto di cui all'art. 53 del Regolamento delegato della C.E. del 25 aprile 2016. - 8. Le novità in materia di remunerazioni e incentivi.

1. Il mercato finanziario è da sempre un ambiente caratterizzato da particolare complessità, e questo sia dal punto di vista strettamente economico-finanziario, che dal punto di vista giuridico<sup>1</sup>.

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup>Secondo PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, p. 478, «Tra mercato e diritto non v'è un prima e un dopo, ma

Negli ultimi quattro lustri, però, la complessità è andata via via crescendo sempre di più in ragione di una serie di fattori tra loro combinati<sup>2</sup>:

- a) informatizzazione delle dinamiche negoziali e de-cartolarizzazione della ricchezza anche finanziaria;
- b) globalizzazione dei mercati;
- c) affermazione della c.d. ingegneria finanziaria con conseguente iper-sofisticazione dei prodotti offerti e, dunque, in definitiva scambiati;
- d) cambiamento epocale dei processi industriali determinato dalla telematica applicata ai fattori produttivi;
- e) inversione dei tradizionali rapporti di forza tra fattori finanziari e industriali nel settore degli investimenti<sup>3</sup>;

---

una inscindibilità logica e storica. Il mercato è, per definizione, un'istituzione economica e giuridica ad un tempo, rappresentata dal proprio statuto normativo, come tale caratterizzato da scelte politiche». Il mercato è invece definito da IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2003, quale *locus artificialis*, costruito e non trovato nell'originaria natura degli uomini. Se consentito sul punto si rinvia anche a DI CIOMMO, *Contratto e mercato*, cap. XV, in Macario - Amadio (a cura di), *Diritto civile*, parte I, Bologna, 2014, pagg. 562-584, in part. 562, dove può leggersi che «mentre il mercato è qualcosa che nasce spontaneamente in natura quando gli individui sono liberi di scambiare tra loro beni o promesse, il contratto è un istituto, o se si preferisce una istituzione [...]. In estrema sintesi, può dirsi che il contratto costituisce la istituzionalizzazione dello scambio (cioè il modo in cui l'ordinamento giuridico riconosce rilevanza al fenomeno), inteso come atto materiale posto in essere in natura tra consociati interessati a realizzare tra loro una operazione con risvolti economici avente particolari caratteristiche (che possono variare da ordinamento ad ordinamento visto che la nozione di contratto non è uguale ad ogni latitudine). L'istituzionalizzazione, nel senso in cui qui la si intende, è il risultato dell'intervento dell'ordinamento giuridico, e dipende sia nell'*an* che nel *quo modo* da decisioni di politica del diritto assunte in funzione di esigenze economiche, finanziarie, morali e quant'altro. Il mercato, invece, è il luogo, anche non fisico, in cui si realizzano tali scambi, e cioè dove si incontrano quanti sono disposti a cedere ad altri certi beni o, più in generale, una certa utilità, per assicurarsi una diversa utilità con cui soddisfare un proprio bisogno».

<sup>2</sup>Per una efficace ed argomentata sintesi delle circostanze che più hanno inciso sulla radicale trasformazione dei mercati bancari e finanziari negli ultimi lustri, v. CAPRIGLIONE, *Capitoli 1°, 2° e 3°*, in F. Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, pagg. 1-172.

<sup>3</sup>Negli ultimi anni gli investimenti in tutto il mondo, in ragione anche dell'oggettiva incertezza macroeconomica determinata dalla recente grande crisi, si sono dirottati sempre più su operazioni meramente finanziarie di breve o, nella migliore delle ipotesi, medio periodo, spesso trascurando le componenti industriali sottostanti. Ciò ha indotto anche i legislatori a considerare l'investimento principalmente quale operazione di *trading*, finendo, per molti versi, per trascurare il fatto che la remuneratività degli investimenti sui mercati finanziari non è, e non può essere, almeno se considerata nel medio-lungo periodo, indipendente rispetto alla capacità dell'investimento stesso di generare plusvalore nella c.d. economia reale. Il tema, per il vero cruciale, è molto complesso e, dunque, non si presta ad essere, neanche per sommi capi, trattato in questa sede.

e ancora

- f) definitiva consacrazione di alcune economie un tempo considerate emergenti e conseguente perdita di centralità di quello che un tempo era l'Occidente;
- g) alta mutabilità dei contesti geopolitici di riferimento (cfr. i rapidi cambiamenti che è possibile osservare nei rapporti diplomatici tra USA, Russia e Cina);
- h) aumento delle masse in circolazione (negli ultimi anni senz'altro condizionato anche dalla politica monetaria fortemente espansiva adottata dalle principali Banche Centrali per reagire alla crisi scoppiata nel 2008);
- i) liquidità dei processi sociali e dunque accelerazione dei cambiamenti, politici, industriali e monetari<sup>4</sup>.

Se mai ce ne fosse bisogno, prova di questa complessità è data dalle difficoltà con cui i legislatori, di qualsiasi latitudine, approcciano i fenomeni finanziari<sup>5</sup>.

A riguardo, giova evidenziare come nel nostro ordinamento le stesse nozioni giuridiche di "*prodotto finanziario*", "*strumento finanziario*" e "*valore mobiliare*" mostrano confini incerti, tanto che non risulta chiaro, dal tenore letterale delle norme sia interne sia europee di riferimento, in quale rapporto questi stessi *prodotti* si trovino tra loro<sup>6</sup>.

Ed infatti, mentre l'art. 18 *bis* aggiunto dalla legge n. 281 del 1985 alla legge n. 216 del 1974 (istitutiva della Consob) assumeva, come nozione di riferimento, il "*valore mobiliare*", il d. lgs. 58 del 1998, contenente il TUF, allarga il raggio e utilizza

---

<sup>4</sup>Non a caso la direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID 1) considera che «negli ultimi anni è cresciuto il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta è diventata ancora più complessa», ed in ragione di ciò prevede all'art. 19, al fine di garantire la protezione degli investitori, che «gli Stati prescrivono che le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento e/o, se del caso, servizi accessori ai clienti, agiscono in modo onesto, equo e professionale».

<sup>5</sup>Sulla attuali "crisi" del diritto di fronte alla complessità e alla mutevolezza degli scenari tecnologici e finanziari, ed inoltre sul ruolo svolto oggi nel mercato dall'insicurezza e dal rischio, sia dato rinviare a DI CIOMMO, *Civiltà tecnologica, mercato ed insicurezza: le responsabilità del diritto*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2010, 565.

<sup>6</sup>Cfr. sul punto diffusamente LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di "strumento finanziario"*, Torino, 2009, nonché, più di recente, sebbene in termini meno analitici, COSTI, *Il mercato mobiliare*, in V. Buonocore (ideato da), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2016, in particolare p. 751.

l'espressione "prodotto finanziario". Questo, viene definito come uno strumento finanziario e, tra gli strumenti finanziari viene, per l'appunto, ricompreso anche il valore mobiliare.

La direttiva 2004/39/CE, invece, prende a riferimento lo "strumento finanziario", in luogo del "prodotto" di cui al testo italiano, e pur tuttavia non ne fornisce alcuna definizione, a dispetto della stessa rubrica dell'art. 4, il cui num. 17 prescrive che per "strumento finanziario deve intendersi qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I". Nell'elenco di cui al citato allegato rientrano i valori mobiliari, definiti altresì dal medesimo art. 4, al num. 18, quali "categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziate nel mercato dei capitali".

Sembrerebbe, dunque, che mentre per la legge italiana il *genus* sia 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 MiFID il *genus* di riferimento debba considerarsi lo strumento finanziario nel quale compare, quale sua *species*, il valore mobiliare, ma non il prodotto finanziario<sup>7</sup>.

2. Come cennato, la circolazione della ricchezza negli ultimi decenni si è progressivamente decartolarizzata<sup>8</sup>, non essendo più legata alla *res* (materiale) né incorporata in un documento, con la conseguente e crescente difficoltà da parte del privato risparmiatore di comprendere e sapere individuare con certezza il contenuto dei nuovi strumenti di ricchezza e, quindi, di saper operare, tra questi, scelte consape-

---

<sup>7</sup>In questo senso CILENTO, *I doveri di informazione del consulente finanziario*, Napoli, 2017, opera in corso di pubblicazione che è stata possibile consultare per gentile concessione dell'Autore, e alla quale si rinvia anche per ulteriori considerazioni qui esposte nei paragrafi da 1 a 3.

<sup>8</sup>Per de-cartolarizzazione dovrebbe intendersi «il complesso delle tecniche preordinate ad eliminare gli inconvenienti che l'incorporazione del diritto nel titolo di credito determina nella circolazione di tali documenti e quindi a rendere ancora più agevole, attraverso modi più spediti per l'esercizio dei diritti, la circolazione della ricchezza», così BUONOCORE, in Bessone (a cura di), *Istituzioni di diritto privato*, Torino, 2015, p. 1151. Per una primissima riflessione in argomento a commento del d.lgs. 24 giugno 1999 n. 213, che introdusse la disciplina degli strumenti finanziari dematerializzati nel nostro ordinamento, v. VISENTINI - STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *La circolazione dei diritti negoziabili nei mercati regolamentati*, Roma, 2002.

voli<sup>9</sup>.

A ciò si aggiunge il rischio ulteriore, da parte del mercato, di non riuscire a garantire efficacemente l'incontro tra l'offerta e la domanda, perché quando una delle due parti soffre di scarse conoscenze e competenze, e dunque di scarse informazioni e, in definitiva, di scarsa consapevolezza rispetto all'accordo da perfezionare, è evidente che quest'ultimo sarà con tutta probabilità inefficiente dal punto di vista allocativo, e cioè non potrà realizzare la sua migliore, nel senso paretiano del termine, distribuzione delle utilità derivanti dall'accordo medesimo<sup>10</sup>. Il che in definitiva, alla lunga, penalizzerà il mercato stesso perché, banalmente, un investitore/ consumatore poco soddisfatto avrà meno propensione ad investire ancora<sup>11</sup>.

La cennata difficoltà di comprensione dei prodotti e delle dinamiche è alla base della inevitabile, ma negli ultimi lustri fortemente accresciuta, asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra intermediario e investitore, specie quando quest'ultimo non appartiene alla categoria degli investitori professionali<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup>Da due recenti ricerche pubblicate dalla Consob, il 3 luglio 2015 e il 13 settembre 2016 (intitolate entrambe "Report on financial investments of Italian households, Behavioural attitudes and approaches", ed entrambe consultabili on-line al link <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>) è emerso, tra l'altro, che l'investitore italiano: ritiene di avere capacità finanziarie superiori alla media; mostra limitate conoscenze finanziarie di base; è esposto a errori di valutazione che possono distorcere la percezione del rischio, anche nei casi di elevati livelli di istruzione e conoscenze finanziarie; cerca il consiglio di familiari e amici; ha una scarsa capacità di orientamento nel percorso di investimento. Da tale scenario si evince che la consulenza, abbinata all'educazione dei risparmiatori, rappresenta uno degli elementi portanti della strategia di protezione degli investitori ed è fondamentale per aumentare l'efficacia dell'azione di vigilanza. Una politica pubblica di educazione finanziaria contribuisce a rendere consapevoli i risparmiatori delle loro scelte d'investimento. In tale ottica, l'ABF ha sottoscritto una dichiarazione di intenti con il Ministero dell'Istruzione Università e Ricerca per favorire l'educazione finanziaria sin dall'età scolare.

<sup>10</sup>Sul punto ampiamente DI CIOMMO, *Efficienza allocativa e teoria giuridica del contratto. Contributo allo studio dell'autonomia privata*, Torino, 2012. Cfr. anche MAROTTA, *La responsabilità civile e penale degli intermediari finanziari*, Torino, 2010, p. 44.

<sup>11</sup>Cfr. IMBRUGLIA, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, p. 335 ss., secondo la quale, per l'appunto, l'asimmetria informativa sarebbe non solo di ostacolo al libero dispiegarsi della concorrenza e, quindi, al raggiungimento dell'equilibrio di mercato, ma minerebbe l'esistenza stessa del mercato dal suo interno.

<sup>12</sup>Sul punto, diffuse considerazioni particolarmente interessanti sono svolte da BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Quaderni di Banca, borsa e tit. cred., n. 31, Milano, 2009. Tra gli altri, sempre nella prospettiva della responsabilità degli intermediari nei confronti dei consumatori di servizi finanziari, v. anche IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011; BERSANI, *La*

3. Per ovviare a tale squilibrio contrattuale, in grado di pregiudicare, oltre al contraente debole, la stabilità dell'intero mercato<sup>13</sup>, la legge e le relative norme attuative emanate dagli organismi di settore pongono a carico dei soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento, specifici obblighi di comportamento, che in verità hanno caratterizzato sin dall'inizio la disciplina del mercato finanziario<sup>14</sup>, ma che negli ultimi anni sono stati raffinati e resi molto più efficaci e penetranti.

Tralasciando le vicende meno recenti, va qui ricordato che in Italia il diritto finanziario ha, come noto, trovato il suo statuto di riferimento nel testo unico in materia di intermediazione finanziaria, c.d. testo unico della finanza (TUF), approvato con d. lgs. n. 58 del 1998.

Tale corpo normativo è stato successivamente modificato, in particolare con la legge n. 262 del 2005 relativa alla tutela del risparmio e alla disciplina dei mercati finanziari e con il d. lgs. n. 164 del 2007, con il quale sono state recepite all'interno del TUF le direttive comunitarie c.d. MIFID di I e II livello, e, cioè, rispettivamente, la direttiva 2004/39/CE e la direttiva 2006/73/CE<sup>15</sup>.

Da ultimo, l'Unione europea è tornata a legiferare in materia adottando:

---

*responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2008; e, sebbene più risalente, LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999;

<sup>13</sup>L'intervento pubblico diretto a garantire al mercato un grado adeguato di trasparenza trova la propria ragion d'essere nella necessità di assicurare che il mercato mobiliare funzioni efficientemente e consenta così l'allocazione ottima delle risorse che vi affluiscono. «È l'interesse pubblico al buon funzionamento della intermediazione finanziaria che impone al legislatore di affrontare e risolvere un classico problema di asimmetria informativa e ad imporre la trasparenza che da solo il mercato non garantirebbe»: così COSTI, *op. cit.*, p. 758.

<sup>14</sup>Sul punto, anche per i riferimenti dottrinali e giurisprudenziali ivi indicati, sia dato rinviare a DI CIOMMO, *Clausole generali e responsabilità civile dell'intermediario mobiliare*, in *Foro it.* 2000, I, c. 1161 ss.

<sup>15</sup>In proposito, *ex multis*, v. ZITIELLO (a cura di), *La MiFID in Italia*, Torino, 2009; DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Milano, 2009; GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, Milano, 2009; ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485 e ss.; SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MiFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785 e ss.; ID., *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *Contratti*, 2008, 173 e ss.; nonché MARTORANO - DE LUCA, *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Milano, 2008.

- a) la direttiva 2014/65/UE (c.d. direttiva madre MiFID 2), che modifica le norme sull'autorizzazione e sui requisiti di organizzazione per i prestatori di servizi di investimento e sulla tutela degli investitori, e che introduce il c.d. sistema organizzato di negoziazione<sup>16</sup>; ed inoltre
- b) il Regolamento n. 600/2014 (c.d. MiFIR), volto a migliorare la trasparenza e la concorrenza delle attività di negoziazione limitando l'uso delle deroghe sugli obblighi di comunicazione, prevedendo l'accesso non discriminatorio di tutti gli strumenti finanziari alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali (CCP), e soprattutto imponendo che gli strumenti derivati siano negoziati nelle sedi organizzate.

Ogni Stato membro attualmente ha, dunque, termine sino al 3 luglio 2017 per adottare e pubblicare le leggi, i regolamenti e i provvedimenti amministrativi necessari per il pieno recepimento di tale ultima direttiva, e dal 3 gennaio 2018 dovrà applicare tutte le misure per il pieno adeguamento alla MiFID 2, che diventerà così pienamente operativa.

Nel termine inizialmente prescritto di luglio 2016<sup>17</sup>, con l'approvazione della legge n. 208 del 2015 (c.d. legge di stabilità 2016) il legislatore italiano ha provveduto a emanare disposizioni per l'adeguamento parziale ai predetti provvedimenti europei.

Quest'ultima, per quanto in questa sede interessa, come noto ha istituito l'Albo unico dei consulenti finanziari, e ridefinito le figure professionali del promotore finanziario e del consulente finanziario.

---

<sup>16</sup>Prime considerazioni circa la MiFID 2 possono leggersi, *ex ceteris*, in TROIANO - MOTRONI (a cura di), *La MiFID 2. Rapporti con la clientela. Regole di governance. Mercati*, Padova, 2016; e F. SCACCHI – G. ZAGHINI, *MiFID II. Le nuove regole dei mercati e degli strumenti finanziari. Verso la Capital Market Union*, Roma, 2015.

<sup>17</sup>Sia la MiFID 2 che la MiFIR dovevano diventare applicabili 30 mesi dopo la loro entrata in vigore, ossia a partire dal 3 gennaio 2017, e gli Stati membri avrebbero dovuto recepire la MiFID 2 entro il 3 luglio 2016. Tuttavia, tali date sono state prorogate in considerazione dell'esigenza avvertita dall'ESMA (Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati) di approntare, in collaborazione con le autorità nazionali competenti, una nuova infrastruttura informatica in grado di supportare l'entrata in vigore delle nuove norme e cioè capace di ricevere ed elaborare in modo efficace i dati di riferimento sugli strumenti finanziari, forniti dalle sedi di negoziazione e dagli internalizzatori sistematici, che descrivano in maniera uniforme le caratteristiche di ogni strumento finanziario rientrante nell'ambito di applicazione della MiFID 2.

Di conseguenza, la Consob ha apportato, con la delibera n. 19548 del 17 marzo 2016, modifiche sia al Regolamento intermediari (n. 16190 del 2007) sia al Regolamento consulenti (n. 17130 del 2010).

Con tali modifiche sono state introdotte nel nostro ordinamento le denominazioni di “consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede” (in sostituzione del “promotore finanziario”), “consulente finanziario autonomo” (in sostituzione di “consulente finanziario”) e “albo unico dei consulenti finanziari” (in sostituzione di “albo unico dei promotori finanziari”) sottoposto alla vigilanza e alla tenuta del relativo Organismo<sup>18</sup>.

L’attività di consulenza sui servizi finanziari, dunque, oggi può essere esercitata da varie e diverse figure professionali: il (già) promotore<sup>19</sup>, oggi consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede, il consulente finanziario autonomo e il dipendente di un intermediario autorizzato alla consulenza che non è iscritto all’albo unico dei consulenti finanziari.

Da quanto appena cennato risulta che le concrete modalità operative del medesimo servizio di consulenza e le relative norme di comportamento dei soggetti abilitati si ricavano, attualmente, oltre che dal TUF, dai due citati regolamenti Consob, e cioè quello relativo agli intermediari e quello relativo ai consulenti.

Ai sensi delle nuove norme, nonostante l’istituzione dell’Albo unico dei consulenti finanziari, la disciplina dell’attività di consulenza si presenta composita, variegata e mutevole, in ragione del diverso soggetto professionale che, volta per volta, presta il

---

<sup>18</sup>L’Organismo di vigilanza e tenuta dell’Albo unico (attualmente denominato) dei consulenti finanziari (OCF), come noto, nasce nel 2007 come associazione senza scopo di lucro, dotata di personalità giuridica, competente *ex lege* in via esclusiva ed autonoma alla funzione pubblica di tenuta dell’Albo unico dei consulenti finanziari articolato in Sezioni territoriali ed allo svolgimento dei compiti connessi e strumentali alla gestione dell’Albo stesso. L’Organismo, precedentemente denominato «Organismo per la tenuta dell’Albo dei promotori finanziari», ha assunto la nuova denominazione in osservanza delle disposizioni previste dalla legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di stabilità 2016).

<sup>19</sup>Sulla disciplina previgente cfr., *ex multis*, PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in Gabrielli - Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, cit., tomo II, pp. 1021-1059; nonché CAROZZI – SCHIAVELLI, *Il contratto di “collocamento” fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, id., pp. 1157-1212; e RENZULLI, *L’Offerta fuori sede: assetti istituzioni e di controllo*, id., pp. 1215-1258.

relativo servizio<sup>20</sup>. Ciò determina, in alcuni casi, una certa difficoltà di reperire e interpretare sistematicamente le norme di comportamento poste a carico dei predetti soggetti per la tutela degli interessi degli investitori, prima, e per la stabilità del mercato, poi<sup>21</sup>.

Ed infatti, come noto, l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato per legge, ex art. 18 TUF, alle imprese di investimento e alle banche, che possono altresì svolgerlo attraverso i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, operanti in qualità di dipendenti, agenti o mandatari (ex art. 31 TUF)<sup>22</sup>.

La riserva di attività, ai sensi del successivo art. 18 *bis*, non pregiudica però la possibilità per le persone fisiche di prestare in via autonoma l'attività di consulenza in materia di investimenti, purché in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali, secondo quanto stabilito anche in via regolamentare dalla Consob.

---

<sup>20</sup>Dovrebbero poi distinguersi almeno tre diversi tipi di consulenza: la consulenza principe, ovvero quella specifica che si caratterizza per la ricorrenza dei due elementi: soggettivo ed oggettivo (l'essere una raccomandazione personalizzata e l'aver ad oggetto uno strumento finanziario); la consulenza generica (destinata ad una singola persona ma non avente ad oggetto uno specifico strumento), e la raccomandazione generale (il servizio accessorio di ricerca e analisi o altre forme di raccomandazione rivolto ad un pubblico indistinto). A dette categorie deve poi aggiungersi la consulenza degli agenti collegati la quale è circoscritta ai prodotti e strumenti finanziari collocati. Cfr. TEDESCHI, *MiFID. La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, in *www.diritto bancario.it*, 2008, consultabile all'indirizzo Internet "<http://www.diritto bancario.it/rivista/promotori-finanziari/mifid-consulenza-finanziaria-e-ambito-di-applicazione-ai-promotori-finanziari-parere-proveritate>".

<sup>21</sup>In dottrina si è notato che la consulenza intesa quale prestazione di consigli e suggerimenti, è attività che si riscontra nella prestazione di qualsiasi servizio finanziario; occorrerebbe, dunque, distinguere la consulenza «strumentale» da quella «autonoma». Cfr. MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu, Messineo, Mengoni, continuato da Schlensinger, Milano, 2012, pp. 270 e ss.

<sup>22</sup>Per servizi e attività di investimento si intendono, ai sensi del comma 5 dell'art. 1 del TUF: la negoziazione per conto proprio; l'esecuzione di ordini per conto dei clienti; la sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, e la sottoscrizione e/o collocamento senza assunzione a fermo né con assunzione di garanzia; la gestione di portafogli; la ricezione e trasmissione di ordini; la consulenza in materia di investimenti, e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. Come si può notare, la consulenza finanziaria, prima relegata a servizio accessorio, viene – per effetto del recepimento delle direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE – inserita tra i servizi finanziari principali. Si legge nel considerando n. 3 della direttiva 2004/39/CE che: «per via della sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate, è opportuno includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione».

Dunque, come anticipato, accanto agli intermediari, che operano tramite i propri dipendenti (iscritti e non iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari<sup>23</sup>), e ai loro agenti o mandatari, i quali sono abilitati a svolgere tutte le attività e i servizi di investimento, la legge consente a privati professionisti – nonché alle società di consulenza – di svolgere in via autonoma i soli servizi di consulenza finanziaria.

Ne consegue che, tra i soggetti professionali del mercato, debbano ricomprendersi non solo gli intermediari, e dunque – giova ribadirlo – i loro dipendenti e i loro promotori, oggi consulenti abilitati all'offerta fuori sede, ma anche i “semplici” consulenti denominati, a partire dalla legge di stabilità del 2016, “consulenti finanziari autonomi”<sup>24</sup>.

L'utilizzo del solo termine “consulente” per definire le diverse categorie professionali a cui si è appena fatto riferimento può sembrare riduttivo, in particolare in quanto permangono in capo alle due figure di consulente, autonomo e abilitato all'offerta fuori sede, competenze diverse che, almeno per ciò che riguarda il secondo ‘tipo’ di consulente, non si esauriscono nell'attività di mera consulenza<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup>I dipendenti di un intermediario possono attualmente essere distinti, nella prospettiva che qui interessa, in due categorie: *a*) il tradizionale dipendente di banca che non è iscritto all'albo OCF e, dunque, opera solo in filiale e non può svolgere l'offerta fuori sede; nonché *b*) il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, come tale iscritto al predetto albo, legato al proprio intermediario da un rapporto di lavoro dipendente (fattispecie prevista dall'art. 31, TUF, a fianco alle diverse figure dell'agente e del mandatario).

<sup>24</sup>Sino al 2016 il citato OCF ha svolto la funzione di tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari limitatamente ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede di cui all'art. 31, comma 2, del TUF. La già richiamata legge di stabilità 2016 (n. 208 del 2015) ha, invece, previsto che d'ora innanzi l'Albo unico dei consulenti finanziari sia suddiviso in tre sezioni: 1) dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (per l'appunto, art. 31, comma 2, del TUF); 2) dei consulenti autonomi, ovvero «*consulenti fee only*» (art. 18-*bis* del TUF); e 3) delle società di consulenza (art. 18-*ter* del TUF).

<sup>25</sup>Per consulenza in materia di investimenti si intende, ai sensi dell'art. 1, comma 5-*septies* del TUF, la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta al 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 norma recepisce il dettato di cui all'art. 4 della direttiva MiFID di I livello, che indica quali elementi costitutivi del servizio di consulenza in materia di investimenti: la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente specifico, e il fatto che le raccomandazioni abbiano ad oggetto una o più operazioni relative a strumenti finanziari. Gli altri elementi (l'iniziativa del cliente o della società di investimento) sono irrilevanti ai fini della definizione», così TEDESCHI, *op. cit.* Cfr. anche, *ex multis*, GALASSI - RINALDI, *Le best practice del promotore finanziario*, Roma, 2014; e DI MASCIO, *La consulenza finanziaria*, Roma, 2011.

Infatti, mentre i consulenti abilitati all'offerta fuori sede possono esercitare tutti i servizi e le attività di investimento di cui all'art. 1, comma 5, TUF<sup>26</sup>, e possono procedere alla promozione e al collocamento degli strumenti finanziari, oltre che dei servizi<sup>27</sup>; i consulenti autonomi e le società di consulenza possono esercitare, tra i vari servizi, esclusi-vamente quello di consulenza e senza detenzione di somme di denaro o di strumenti finanziari di pertinenza del cliente. Tanto si ricava dal tenore letterale dell'art. 18 *bis* e dal combinato disposto degli artt. 31, comma 2, e 30, comma 1, del TUF.

Tuttavia, la riconduzione delle due diverse figure professionali nell'ambito del medesimo unico albo si spiega in ragione della piena valorizzazione – perseguita dal legislatore – della consulenza finanziaria come attività fondamentale nell'attuale assetto fattuale e normativo del mercato. Ed in questa prospettiva la scelta può sostanzialmente essere condivisa, se con essa si è voluto 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.

E' di tutta evidenza, infatti, che solo una consulenza finanziaria prestata sulla base di questi capisaldi può consentire al cliente di assumere scelte negoziali in piena libertà e consapevolezza, giacché – vista la cennata complessità del quadro generale e la continua mutevolezza del contesto normativo e fattuale di riferimento – non basta oggi al cliente, per sentirsi ed essere realmente tutelato dal rischio di cattivi investimenti inconsapevoli, avere una adeguata cultura finanziaria, né avere, al momento

---

<sup>26</sup>L'elenco di cui all'art. 1, comma 5, TUF, stante il tenore letterale della norma, deve ritenersi tassativo; tuttavia, ai sensi dell'art. 18, comma 5, il Ministro dell'economia e delle finanze, previo parere della Consob e della Banca d'Italia, può individuare con regolamento nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività, e nuovi servizi accessori, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie.

<sup>27</sup>Sulla differenza tra promozione e collocamento si veda MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, op. cit., p. 307 ss., ove si chiarisce che l'utilizzo della congiunzione "e" tra attività di promozione e attività di collocamento non implica che tali attività debbano necessariamente svolgersi insieme. Infatti, anche dal tenore letterale delle lettere a) e b) dell'art. 30, comma 1, TUF, si evince che l'offerta fuori sede può ben consistere in un'attività di promozione che non si traduca in un collocamento.

della singola scelta di investimento, informazioni corrette e complete, mentre è indispensabile che questi possa contare sulla assistenza costante del consulente di fiducia.

E ciò anche in ragione di un dato, oramai definitivamente emerso nella letteratura scientifica in materia, ma troppe volte trascurato nell'ambito dei discorsi che vengono divulgati dai *mass media* o che si svolgono nelle sedi istituzionali. E ciò quello per cui deve oramai essere abbandonata quella parte di teoria finanziaria classica la quale ipotizza che gli individui siano perfettamente razionali e siano pienamente in grado di utilizzare in modo vantaggioso i set informativi con cui vengono in contatto. La ricerca empirica, infatti, ha dimostrato che gli investitori, in particolare ovviamente i consumatori *retail*, anche quando ricevono informazioni complete, omogenee, comprensibili e corrette, commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte. Gli studi più moderni di psicologia cognitiva in materia hanno, quindi, evidenziato come sia fondamentale che il consumatore di servizi finanziari possa contare su una consulenza altamente professionale che, tra l'altro, lo renda costantemente edotto della sua esposizione al rischio rappresentato dalla sua inevitabile componente di irrazionalità e quindi dalle c.d. trappole comportamentali<sup>28</sup>.

4. Sulla scorta delle considerazioni sin qui accennate e della evoluzione di settore della normativa europea può senz'altro affermarsi che, con la piena applicazione

---

<sup>28</sup>Per un interessante, se pure non recentissimo, studio in materia, v. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza CONSOB*, Studi e Ricerche, n. 66, 2010, disponibile on-line al link "file:///C:/Users/Client%205/Downloads/qdf66%20(1).pdf". Cfr. Anche, tra gli altri, GENTILE - SICILIANO, *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziari*, in *Quaderni di Finanza CONSOB*, Studi e Ricerche, n. 64, 2009; RICCIARDI, *Risk: Traditional Finance Versus Behavioral Finance*, in *Handbook of Finance: Volume 3: Valuation, Financial Modeling, And Quantitative Tools*, Franck J. Fabozzi (a cura di), John Wiley & Sons, 2008; WILLIS, *Against Consumer Financial Literacy Education*, in *Iowa Law Review*, 2008, 94 (1); VELD - MERKOULOVA, *The Risk Perception of individual Investors*, in *Journal of Economic Psychology*, 2008, 29, pp. 226-252; e RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2006.

della MiFID 2, l'attività di consulenza è chiamata a rivestire un ruolo sempre più centrale per la funzionalità del mercato e per la tutela dell'investitore, dovendo essa oramai, a ben vedere, essere considerata non soltanto prodromica ma anche essenzialmente connaturata a ciascun tipo di servizio di investimento<sup>29</sup>.

Tra gli osservatori, alcuni, ragionando in questi termini, hanno salutato l'approvazione della MiFID 2 parlando di vera e propria rivoluzione copernicana nel settore della distribuzione dei servizi e dei prodotti finanziari<sup>30</sup>.

Altri hanno denunciato l'avvio di un "processo di frantumazione" del servizio di consulenza in materia di investimenti visto che questa si articolerebbe, nell'ambito della MiFID 2, secondo un nuovo assetto a "geometria variabile", volto, nell'ottica del legislatore europeo, ad accrescere la tutela per gli investitori e, al tempo stesso, ad accrescere gli spazi di autonomia e differenziazione degli intermediari che prestano il servizio di consulenza<sup>31</sup>.

Sembra, tuttavia, più plausibile che, soprattutto in Italia, la piena applicazione della MiFID 2 sia destinata a determinare significative novità, ma non anche a sconvolgere gli assetti del mercato di riferimento, e ciò in quanto il legislatore europeo sembra essersi mosso, in qualche modo, in linea con la prassi del mercato italiano, valorizzando il più possibile, nell'interesse del cliente, la trasparenza e l'indipendenza, oltre che il ruolo del consulente, senza, però, imporre cambiamenti radicali nei rapporti tra questi ultimi e gli intermediari o tra intermediari e clienti<sup>32</sup>.

---

<sup>29</sup>Cfr. MAROTTA, *La responsabilità civile e penale degli intermediari finanziari*, Torino, 2010, p. 45.

<sup>30</sup>Cfr. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015,1, I, 23.

<sup>31</sup>Così CIVALE, *Consulenza e MiFID 2: il nuovo assetto a geometria variabile*, in *Dirittobancario.it*, consultabile on-line al link [www.dirittobancario.it/approfondimenti/servizi-bancari-e-finanziari/consulenza-e-mifid-2-il-nuovo-assetto-geometria-variabile](http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/servizi-bancari-e-finanziari/consulenza-e-mifid-2-il-nuovo-assetto-geometria-variabile).

<sup>32</sup> Particolarmente ampia è la letteratura in argomento. Cfr., *ex ceteris*, tra i primi lavori in materia, P. GAGGERO, *Trasparenza delle condizioni contrattuali*, in F. Capriglione (a cura di), *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 1995, 365; nonché, più di recente, CARRIERE - BASCELLI, *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari: le nuove regole di Banca d'Italia*, in *Contratti*, 2009, 237. Circa le conseguenze che sugli assetti organizzativi degli intermediari ha avuto in Italia la normativa in materia di trasparenza già prima della MiFID 2, v. tra gli altri DELL'ATTI - SYLOS LABINI (a cura di), *La trasparenza informativa. L'impatto delle nuove regole su banche, mercato e clienti*, Milano, 2014.

Più nel dettaglio, la MiFID 2, per quanto qui interessa, in particolare e tra l'altro:

- 1) impone più vasti e penetranti obblighi informativi in capo all'intermediario;
- 2) distingue nettamente tra servizi di investimento a valore aggiunto (consulenza e gestione individuale del portafoglio) e servizi "esecutivi" (collocamento, ricezione e trasmissione di ordini) svolti dagli intermediari;
- 3) prevede (art. 29 MiFID 2) che questi ultimi possano nominare agenti collegati che, oltre a promuovere i servizi tradizionali, prestano il servizio di consulenza (che già dalla MiFID 1 era stato elevato a servizio di investimento riservato e soggetto ad autorizzazione<sup>33</sup>);  
ed inoltre
- 4) introduce il nuovo concetto di consulenza su base indipendente, che si differenzia dalla consulenza su base non indipendente (art. 24 MiFID 2).

Per tanto, il (già) promotore finanziario vede rafforzato adesso, con la MiFID 2, il suo ruolo di consulente a pieno titolo in qualità di soggetto che svolge attività di consulenza riservata e soggetta ad autorizzazione.

Le imprese di investimento, dal canto loro, sono chiamate a specificare ai clienti, tra l'altro, se la consulenza è prestata su base indipendente o non indipendente, se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta circa le varie tipologie di strumenti finanziari, e se l'impresa fornirà ai clienti la valutazione

---

<sup>33</sup>A seguito del recepimento della MiFID 1 nel TUF la consulenza in materia di investimenti è stata per la prima volta definita da una norma di rango primario (art. 1, comma 5-*septies*, del d.lgs. 58/1998) ed è stata fatta rientrare a tutti gli effetti tra i servizi finanziari che costituiscono attività riservata (ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. f) e dell'art. 18, comma 1, del medesimo decreto legislativo). In ragione di ciò, la dottrina più attenta ha parlato di «doppio salto rispetto alla situazione normativa (nazionale e comunitaria) immediatamente previgente, ove la consulenza – figurando solo tra i servizi accessori (art. 1, comma 6, lett. f, TUF versione previgente) – era, invece, un'attività "libera", per altro priva di una puntuale definizione legislativa» ed ha sottolineato come «la ragione di tale salto è nel milieu comunitario, individuata nella necessità di innalzare la tutela degli investitori: data la loro "sempre maggiore dipendenza (...) dalle raccomandazioni personalizzate" e dato che negli ultimi anni è assai cresciuto il numero dei soggetti "che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta è diventata ancora più complessa (così rispettivamente il 2° e 3° considerando della direttiva MiFID di "livello I")» (così SCIARRONE ALIBRANDI, *La "consulenza in materia di investimenti": profili di novità della fattispecie*, in L. Frediani - V. Santoro, *L'attuazione della direttiva MiFID*, Milano, 2009, pp. 73-97, in part. p. 74.

periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

Dal 2018, dunque, opereranno sul mercato europeo, con tutta probabilità, intermediari che si presenteranno alla clientela come consulenti indipendenti accanto ad intermediari che non formuleranno tale precisazione in quanto opereranno in regime di non indipendenza. Va da sé che gli uni e gli altri dovranno rispettare tutte le norme in materia di erogazione del servizio di consulenza, sopra richiamate, ed in particolare quelle relative alla trasparenza, alla correttezza e alla professionalità del servizio reso al cliente.

Inoltre, ci saranno intermediari – e saranno presumibilmente la grande maggioranza – che si presenteranno come consulenti ibridi, in quanto organizzati per prestare sia consulenza su base indipendente che consulenza su base non indipendente. Su questi ultimi graveranno specifici obblighi informativi ed inoltre rispetto ad essi opereranno specifici requisiti organizzativi e di controllo perché non vi siano rischi di confusione in capo al cliente circa il tipo di servizio di consulenza che, di volta in volta, gli verrà offerto o al quale decide di accedere<sup>34</sup>.

Al di là di queste nuove qualificazioni, va comunque notato che alla base del servizio di consulenza resta quel fondamentale presidio di tutela dell'investitore che è rappresentato dalle valutazioni di appropriatezza e di adeguatezza<sup>35</sup>. Ed anzi il cuore

---

<sup>34</sup>A questo riguardo, val la pena evidenziare che l'art. 53, comma 3, del Regolamento delegato della Commissione Europea del 25 aprile 2016, che integra la MiFID 2 “*per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluti termini ai fini della direttiva*”, stabilisce che l'impresa di investimento che offre consulenza in materia di investimenti sia su base indipendente che su base non indipendente deve ottemperare a tre obblighi: a) in tempo utile prima della prestazione dei servizi comunica ai clienti, su supporto durevole, se la consulenza è su base indipendente o non indipendente e le relative misure di esecuzione; b) si presenta come indipendente solo in relazione ai servizi per i quali fornisce consulenza in materia di investimenti su base indipendente; c) predispone adeguati requisiti organizzativi e controlli per assicurare che i due tipi di servizi di consulenza e di consulenti siano chiaramente distinti l'uno dall'altro, di modo che i clienti non rischino di incorrere in confusione [...ed inoltre] non consente ad una persona fisica di fornire consulenza sia indipendente che non indipendente. Su quest'ultimo punto, v. i paragrafi 6 e 7 che seguono.

<sup>35</sup>In proposito, *ex multis*, cfr. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in Gabrielli - Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, II ed., Milanofiori Assago, 2011, pp. 281-311, in *Trattato dei Contratti*, diretto da P. Rescigno e Enrico Gabrielli; SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'informazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257 e ss.; ID., *Operazioni inadeguate e doveri*

della MiFID 2 – come dimostra anche la nuova disciplina delle remunerazioni e degli incentivi (su cui v. *infra*) – sembra proprio consistere nella esigenza di elevare ulteriormente la qualità del servizio di consulenza offerto e reso a favore del cliente, tra l'altro assicurando la migliore valutazione possibile dell'esperienza, della conoscenza e, in definitiva, della consapevolezza di quest'ultimo (c.d. verifica di appropriatezza), oltre che la migliore valutazione circa la corrispondenza degli obiettivi di investimento del cliente all'operazione proposta e alla capacità di questo di sopportare il rischio insito in tale operazione (c.d. verifica di adeguatezza<sup>36</sup>).

Tali valutazioni si basano, anzitutto, sulla raccolta di una serie di informazioni che riguardano il cliente: le sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo di specifico di prodotto o servizio; la sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di sostenere eventuali perdite; i suoi obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio.

L'obiettivo della valutazione di adeguatezza è raccomandare all'investitore servizi e strumenti finanziari corrispondenti al suo profilo. A tal riguardo, rispetto alla MiFID I, la MiFID II richiede di porre un'attenzione specifica agli elementi legati alla tolleranza al rischio e alla capacità dell'investitore di sostenere eventuali perdite. Circonstanze queste che il consulente è chiamato ad indagare in ragione del rapporto di particolare reciproca fiducia e di professionale confidenza che egli instaura con il cliente.

---

*informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 e ss.; GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi di adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 e ss.; F. Sartori, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 e ss.; e SANGIOVANNI, *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569 e ss.

<sup>36</sup>Per gli opportuni approfondimenti, considerata la complessità delle questioni, cfr. le "Linee Guida ABI per l'applicazione degli Orientamenti ESAM concernenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID" pubblicate il 5 marzo 2014 e disponibili on-line all'indirizzo "[https://www.abi.it/DOC\\_Mercati/Finanza/Servizi-diinvestimento/Linee\\_Guida\\_ABI\\_Orientamenti\\_ESMA\\_adequatezza\\_5marzo2014.pdf](https://www.abi.it/DOC_Mercati/Finanza/Servizi-diinvestimento/Linee_Guida_ABI_Orientamenti_ESMA_adequatezza_5marzo2014.pdf)", nonché le Linee Guida Assogestioni circa "Gli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle SGR", pubblicate e disponibili on-line all'indirizzo "[file:///C:/Users/Client%205/Downloads/intermediarilivello\\_3\\_assogestioni\\_osservazioni\\_allegato2%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Client%205/Downloads/intermediarilivello_3_assogestioni_osservazioni_allegato2%20(2).pdf)".

5. Come si è appena accennato, la MiFID 2 non impone all'intermediario di scegliere di svolgere un solo tipo di consulenza, né gli impone di svolgere comunque la consulenza su base indipendente.

Come è stato opportunamente notato, infatti, la MiFID 2 non introduce distinti servizi di consulenza in materia di investimenti, quanto piuttosto disciplina diverse modalità o livelli di servizio in tema di consulenza. "Non si tratta, dunque, di comparti a tenuta stagna, bensì di caratteristiche del servizio di consulenza che potranno essere modulate e combinate a seconda delle scelte dell'intermediario e delle richieste del cliente"<sup>37</sup>.

A conferma di ciò giova notare che la MiFID 2 non fornisce una definizione di consulenza indipendente, limitandosi a dare indicazioni su come, sotto il profilo relazionale, la consulenza debba svolgersi per potersi considerare su base indipendente. Ciò rafforza l'idea che l'attività di consulenza rimane unica e unitaria, sebbene essa possa essere svolta, dagli intermediari ed anche (come visto) dal medesimo intermediario, in modo diverso a seconda del *target* di cliente con cui ci si relaziona o con le esigenze di quel momento del cliente stesso.

E dunque, perché la consulenza possa dirsi svolta "su base indipendente" necessitano, secondo la più recente citata normativa europea, due condizioni, come detto, di carattere relazionale:

- a) l'intermediario (e dunque il consulente) deve *"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 investimenti stretti legami o rapporti legalo o economici [...] da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata"* (art. 24, pa-

---

<sup>37</sup>Così CIVALE, *op. cit.*

ragrafo 7, lettera a), MiFID 2)<sup>38</sup>;

b) non devono essere previsti, né ovviamente, corrisposti o trattenuti, incentivi, salvi i c.d. *minor non monetary benefits* (art. 24, paragrafo 7, lettera b), MiFID 2)<sup>39</sup>.

A proposito della condizione *sub a)*, riferita alla valutazione di “*congrua gamma di strumenti finanziari*”, è in questa sede appena il caso di precisare che, secondo l’ESMA, vi sarebbe consulenza su base indipendente solo se l’intermediario ha definito un adeguato processo di selezione che consenta di valutare e comparare un *range* idoneo di strumenti finanziari, nell’ambito del quale processo dovranno essere rispettati una serie di quesiti puntualmente individuati dall’ente medesimo<sup>40</sup>.

6. Chiarito che l’impresa di investimento può svolgere consulenza sia solo su base indipendente che solo su base non indipendente, ovvero su base sia indipendente che non indipendente, occorre adesso comprendere se il singolo consulente che operi come dipendente di una certa impresa, che offre entrambe le tipologie del servizio di consulenza (c.d. soluzione ibrida), ovvero come agente o mandatario della stessa, sia, o meno, tenuto a svolgere solo una delle due tipologie di consulenza.

Ebbene, a riguardo deve subito osservarsi che l’art. 53 del Regolamento delegato della Commissione Europea del 25 aprile 2016 – che integra la MiFID 2 “*per*

---

<sup>38</sup>Gli “*stretti legami*” a cui si riferisce l’art. 24, paragrafo 7, della Direttiva in parola, sono definiti dall’art. 4, paragrafo 1, numero 35 della medesima.

<sup>39</sup>All’Art. 24, paragrafo 7, della Direttiva MiFID 2 (sul quale v. l’ultimo paragrafo di questo scritto), tra l’altro si legge che: “Quando l’impresa di investimento informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita su base indipendente, essa: [...] 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”.

<sup>40</sup>Così ESMA, *Final Report, Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* – ESMA/2014/1569, pag. 147. Sul processo di valutazione, da parte degli intermediari, della “*congrua gamma di strumenti finanziari*” e sulla conseguente selezione tra i medesimi di quelli da offrire ai clienti, cfr. anche l’art. 53 del Regolamento delegato della Commissione Europea del 25 aprile 2016, che integra la MiFID 2 “*per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell’attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini della direttiva*”.

*quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini della direttiva* – stabilisce che l'impresa che offre consulenza sia su base indipendente che non indipendente, tra l'altro, *“non consente a una persona fisica di fornire consulenza sia indipendente che non indipendente”*.

La previsione normativa in parola non riproduce un'analogia previsione contenuta in altre disposizioni, ed in particolare un principio espresso dalla direttiva MiFID 2 (madre).

Si tratta, dunque, di una vera e propria novità.

Che per altro mal si concilia con il considerando 72 del medesimo Regolamento, il quale avverte che *“consentire allo stesso consulente di fornire consulenze sia indipendenti sia non indipendenti potrebbe generare confusione nel cliente”* ed al riguardo afferma condivisibilmente che *“al fine di assicurare che i clienti comprendano la natura e la base della consulenza in materia di investimenti fornita, è opportuno stabilire determinati requisiti organizzativi”*. La qual cosa sembra significare che l'erogazione del servizio di consulenza sia su base indipendente che non indipendente dovrebbe essere consentita, se svolta nel rispetto di alcuni requisiti organizzativi.

Il condizionale è d'obbligo visto che l'interpretazione della norma risulta, per l'appunto, condizionata dal fatto che il testo ufficiale del Regolamento, in riferimento allo “stesso consulente” che può svolgere entrambe le tipologie di consulenza, utilizza in lingua inglese la parola *“advisor”*, che però il legislatore non definisce, sicché non si comprende con certezza se il considerando si riferisca alle *“investment firm”* o ai *“single advisors”*, o ad entrambe le figure.

In ogni caso ed a prescindere da ogni pur legittima perplessità derivante dal contrasto (almeno apparente) tra i richiamati considerando 72 e art. 53, va qui sottolineato che la Commissione Europea, con il Regolamento integrativo in questione ha introdotto – per l'appunto nel citato art. 53 – un principio di rilevante impatto sul mercato.

Esso, infatti, conviene precisarlo: impedisce espressamente allo stesso consulente, e cioè alla stessa persona fisica che svolge attività di consulenza, di operare sia su base indipendente che su base non indipendente, così obbligando i consulenti finanziari a scegliere (laddove siano in condizioni di farlo, o altrimenti a subire l'altrui scelta) la tipologia di consulenza da svolgere.

7. L'importante novità appena segnalata appare contraddittoria non solo già rispetto al citato considerando n. 72 del Regolamento, (laddove, come visto, questo prevede espressamente la possibilità che il consulente possa svolgere entrambe le tipologie di consulenza, se pure in stretta osservanza di determinati requisiti organizzativi) bensì anche rispetto al complessivo assetto disciplinare risultante dalla lettura della direttiva (madre) MiFID 2 e dai relativi provvedimenti integrativi.

Ed infatti, la piena valorizzazione, a favore dei clienti, degli obblighi informativi e delle verifiche di adeguatezza in capo alle imprese di investimento e ai consulenti finanziari, nonché più in generale l'implementazione dei livelli qualitativi del servizio di consulenza, e la stessa previsione della possibilità per un'unica impresa di investimento di svolgere entrambe le tipologie di consulenza (c.d. sistema ibrido) solo rispettando pregnanti requisiti organizzativi, dovrebbero risultare, se intesi come presidi seri a tutela della consapevolezza del cliente, già sufficienti a tutelare quest'ultimo dal rischio di confondere la consulenza prestata su base indipendente da quella prestata su base non indipendente.

In definitiva, dunque, impedire alla stessa persona fisica di svolgere entrambe le tipologie di consulenza sembra costituire un elemento aggiuntivo, rispetto all'assetto definito dalla direttiva (madre) MiFID 2, che non si giustifica nell'ottica della maggior tutela del cliente.

Salvo volere, al contrario, pensare che quest'ultimo non sia effettivamente tutelato dall'articolato impianto normativo che sarà in vigore dal 2018, e dunque, perché egli non cada in confusione circa la tipologia di consulenza che gli viene offerta o

resa, ha bisogno che muti il volto (o comunque l'identità anagrafica) del consulente con cui si relaziona.

Se davvero quest'ultima è la preoccupazione alla quale ha voluto far fronte la Commissione europea quando ha previsto, al citato art. 53 del Regolamento, il divieto per la stessa persona fisica di svolgere le due tipologie di consulenza, allora vien fatto di credere che ci sia effettivamente da preoccuparsi (e non poco) per l'(in)efficacia dell'intero impianto normativo in parola.

In altri termini, se il cliente è talmente poco informato e consapevole, malgrado le MiFID 1 e 2, da aver bisogno che cambi il consulente con cui si relaziona, per percepire che sta usufruendo di consulenza su base indipendente piuttosto che non indipendente, allora bisogna chiedersi quale consapevolezza possa mai avere il cliente circa i contenuti della consulenza, e dunque i prodotti, le condizioni negoziali, le finalità dell'investimento ecc.

Senza considerare che la inevitabile limitazione nello svolgimento dell'attività del consulente finanziario che deriva da questa impostazione riduce *in nuce* per questi la possibilità di svolgere la sua professione per come autorizzata e riservata.

Il che appare anche potenzialmente in contrasto con il principio di libera prestazione dell'attività professionale o imprenditoriale e rischia, altresì, di determinare una competizione non virtuosa tra consulenti che operano esclusivamente su base indipendente e consulenti che operano esclusivamente su base non indipendente. Circostanza quest'ultima che risulta di particolare importanza se solo si osserva che la stessa direttiva (madre) MiFID 2, al paragrafo 12 dell'art. 24, stabilisce che "requisiti aggiuntivi rispetto a quanto disposto" nel medesimo articolo, a carico delle imprese di investimento, possono essere introdotti dagli Stati membri solo "in casi eccezionali" e solo se "obiettivamente giustificati e proporzionati vista la necessità di far fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura di mercato dello Stato membro interessato".

Vero è che tale limitazione all'inserimento di "requisiti aggiuntivi" risulta espressamente rivolta solo agli Stati membri e non anche alle Istituzioni europee (né, del resto, sarebbe stato possibile il contrario); la qual cosa si spiega con l'esigenza di assicurare un recepimento della Direttiva il più possibile armonico da parte dei diversi Paesi della U.E. Tuttavia, dalla formulazione della disposizione in parola sembra ricavarsi la consapevolezza del legislatore della Direttiva madre circa le potenziali criticità derivanti in ogni caso dall'imposizione di "requisiti aggiuntivi" in capo alle imprese di investimento, e dunque a prescindere dal fatto che tale imposizione derivi da una fonte nazionale o europea, e ciò perché, come accennato, tali requisiti rischiano di tradursi in una sostanziale restrizione della libertà di esercizio dell'attività economica in capo agli operatori del settore nonché in un restringimento della concorrenza sui mercati.

Dunque, anche sotto tal ultimo profilo la legittimità della limitazione organizzativa in esame, imposta alle imprese di investimento dal Regolamento integrativo, appare dubbia.

Per altro, se realmente il legislatore europeo avesse voluto, tramite la previsione dell'art. 53 del Regolamento, tutelare il cliente dal rischio di confusione, avrebbe potuto più semplicemente prevedere il divieto per lo stesso consulente di prestare le due tipologie di consulenza nei confronti del medesimo cliente, e non prevedere, come invece è avvenuto, che quest'ultimo possa ricevere dalla stessa impresa di investimento le due tipologie di consulenza, ma solo se si interfaccia con due diversi consulenti, e cioè due persone fisiche, ognuna delle quali eroga non solo a quel cliente, ma a tutti i clienti con cui lavora, una sola tipologia di consulenza.

In definitiva, dunque, il divieto in parola (anche a prescindere dalle pur assai rilevanti conseguenze di carattere industriale, e cioè organizzativo-aziendale, che potrebbe avere, e dunque) ragionando in termini squisitamente giuridici, appare, sotto molteplici profili, illogico, esorbitante rispetto alla delega di cui alla direttiva madre MiFID 2, e in pieno contrasto con lo spirito della normativa in esame, che invece,

come sopra cennato, risulta tutta incentrata sulla massima valorizzazione del consulente finanziario quale professionista che deve conoscere il cliente, entrare in rapporto di reciproca fiducia con lo stesso e seguirlo costantemente, in modo competente, trasparente e, più in generale, pienamente corretto<sup>41</sup>.

Sul piano metagiuridico va, inoltre, sottolineato il rischio che si crei nella clientela *retail* la errata convinzione che i consulenti che prestano consulenza su base indipendente offrano competenze e conoscenze maggiori rispetto agli altri, ovvero che la consulenza svolta su base non indipendente assicuri minore qualità e in sostanza abbia minore valore aggiunto.

Ciò potrebbe, in definitiva, anche comportare l'emersione di un'ingiustificata disponibilità, da parte dei clienti che scelgono la consulenza su base indipendente, a sostenere costi del servizio più alti in ragione della falsa idea di essere meno esposti a rischi.

Il che appare in netto contrasto con lo spirito delle recenti norme europee che, invece, come già segnalato, pretendono da qualsiasi consulente il livello più alto pos-

---

<sup>41</sup>E' appena il caso qui di ricordare che in Italia la disciplina relativa ai doveri di comportamento dei consulenti finanziari si ricava principalmente dal regolamento Consob (di attuazione degli articoli 18 *bis* e *ter* del TUF) adottato con la delibera n. 17130 del 12 gennaio 2010 (e successivamente aggiornato, da ultimo con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016) per quanto riguarda i consulenti autonomi e le società di consulenza, e dal regolamento Consob (intitolato "Regolamento Intermediari") adottato con la delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 (e successivamente aggiornato, da ultimo, con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016), in particolare agli artt. 107-109, per quanto riguarda i consulenti abilitati all'offerta fuori sede.

Più in generale, sugli obblighi di comportamento, nei confronti dei clienti-consumatori, che gravano sui professionisti del mercato bancario e finanziario, cfr., *ex multis*, DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013; PAGLIANTINI, voce *Trasparenza contrattuale*, in *Enc. dir., Annali*, V, Milano, 2012, p. 1280 ss.; DE POLI, *La contrattazione bancaria tra tutela della liquidità e obblighi di trasparenza*, Padova, 2012; MINERVINI, *La trasparenza contrattuale*, in *Contratti*, 2011, XI, p. 977 ss.; CAPOBIANCO - LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contr. impr.*, 2011, p. 1142 ss.; V. PICCINI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contr. impr.*, 2010, 499 e ss.; ID., *Le regole generali di comportamento degli intermediari autorizzati. I principi di lealtà, buona fede e correttezza nella gestione del risparmio*, in Ambrosini e P.G. Demarchi (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio. Servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari*, Milano, 2009, pp. 97-123; e LUPOI, *Trasparenza e correttezza delle operazioni bancarie e di investimento (note alle Nuove istituzioni di Banca d'Italia)* in *Contr. impr.*, 2009, p. 1244 c ss.

sibile di professionalità, competenza e correttezza<sup>42</sup>, ed obbligano le imprese di investimento, da un lato, a “garantire e dimostrare” che le persone fisiche dalle stesse demandate a fornire consulenza siano in possesso delle “conoscenze e competenze necessarie” (Art. 25, comma 1, MiFID 2), dall’altro ad anticipare la tutela del consumatore al momento della c.d. *product governance*<sup>43</sup>.

Con l’ulteriore conseguenza che potrebbe determinarsi nella prassi la scelta, in particolare da parte delle imprese di investimento che erogheranno entrambe le tipologie di consulenza, di applicare prezzi più alti alla consulenza su base indipendente. Il che, chiaramente, si tradurrebbe nella cristallizzazione di un servizio di consulenza di “serie A”, per l’appunto quello erogato su base indipendente, accessibile solo per i consumatori più abbienti, o comunque più disposti a spendere somme più elevate per la consulenza finanziaria, e di un servizio di consulenza di “serie B” accessibile a tutti gli altri.

Senza considerare che, con tutta probabilità, i consulenti finanziari più esperti e più “forti” (in ragione dell’importanza del portafoglio clienti al quale prestano i propri servizi) , vuoi per ragioni di immagine, vuoi per ragioni economiche, potendolo fare opteranno per la consulenza su base indipendente, lasciando i consulenti meno esperti, o comunque meno forti nel senso suddetto, ad operare nella consulenza su base non indipendente.

---

<sup>42</sup>Non a caso, l’art. 24 della MiFID 2, al paragrafo 2, torna a prescrivere l’obbligo generale per gli intermediari di “agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interesse dei loro clienti”, e al paragrafo 3 enuncia i principi cardine delle informazioni da dare al cliente, che devono essere “corrette, chiare e non fuorvianti” e il cui contenuto viene specificato nei paragrafi successivi. Sempre in questa direzione, del resto, si è mossa anche l’ESMA, tra l’altro, con le “*Guidelines on cross-selling practices*”, del dicembre 2015, e con lo *Statement* del giugno 2016 recante “*MiFID practices for firms selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime*” (ESMA/2016/902).

<sup>43</sup>La nuova disciplina in tema di c.d. *product governance* anticipa la tutela del cliente dalla fase pre-contrattuale (in cui operano le informazioni) alla fase della creazione del prodotto e della sua politica di distribuzione. Essa, infatti, prevede che le imprese di investimento non siano chiamate solo a comprendere le caratteristiche dei prodotti che offrono o raccomandano, al fine di poter servire al meglio gli interessi del cliente, ma anche a “strutturare” i prodotti concepandoli specificatamente per determinate categorie di clienti e per i relativi mercato di riferimento, nei quali dovranno, poi, essere distribuiti. Esattamente a questi termini si esprime il Documento tecnico di Audizione Consob, 22 novembre 2016, relativo alla “*Indagine conoscitiva sulla semplificazione e sulla trasparenza nei rapporti con gli utenti nei comparti finanziario, bancario e assicurativo*”, in particolare a pag. 10.

Ed inoltre senza considerare che le piccole imprese di investimento avranno non pochi problemi ad organizzare una doppia rete di consulenti per erogare con alcuni la consulenza indipendente e con altri la consulenza su base non indipendente. Con ogni conseguente effetto in termini di restringimento della concorrenza sul mercato.

E' appena il caso di aggiungere a riguardo che l'ANASF nel giugno del 2016 ha inviato alla "Commissione per i problemi economici e monetari (ECON) del Parlamento europeo" una propria memoria in cui ha evidenziato perplessità in linea con quelle appena qui esposte circa il divieto per lo stesso consulente, persona fisica, di prestare l'una e l'altra tipologia di consulenza finanziaria. Anche la *Financial Conduct Authority* inglese sembra aver manifestato velate perplessità a riguardo nel settembre scorso<sup>44</sup>.

8. Un ultimo aspetto dell'attività del consulente finanziario su cui incide in modo innovativo la MIFID 2, e sul quale ai nostri fini val la pena soffermarsi, è quello concernente le novità normative in materia di remunerazioni e incentivi per imprese di investimento e consulenti finanziari<sup>45</sup>.

Ai sensi della nuova normativa – ed in particolare dell'art. 24, paragrafo 9 della direttiva MIFID 2 – le imprese di investimento, per evitare conflitti di interesse, non devono pagare o percepire onorari o commissioni, o anche fornire o ricevere benefici non monetari, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o di un servizio accessorio a/o da parte di qualsiasi soggetto diverso dal cliente o da una persona operante per suo conto, a meno che i pagamenti o i benefici:

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

---

<sup>44</sup>Cfr. il Consultation Paper III, CP 16/29, intitolato *Markets in Financial Instruments Directive II Implementation*, pag. 61.

<sup>45</sup>Sul punto, per una primissima lettura, cfr. SCOLARI, *Verso la MiFID 2: la legittimità degli incentivi nei servizi di investimento*, in *Bancaria*, 6, 2015, 54.

Inoltre, l'esistenza, la natura e l'importo dei pagamenti o dei benefici appena citati – o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo – devono essere comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio.

Per le imprese che forniscono il servizio di consulenza su base indipendente (art. 24, paragrafo 7, lettera b, della MiFID 2), così come per quelle che forniscono il servizio di gestione del portafoglio (art. 24, paragrafo 8, della MiFID 2), è altresì previsto che queste non possano accettare e trattenere onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti.

Tuttavia, per la consulenza su base indipendente e per la gestione di portafogli i paragrafi 7 e 8 dell'art. 24 della MiFID 2 fanno salvi 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". L'eventuale esistenza di tali benefici deve essere comunicata chiaramente ai clienti.

Infine, lo stesso art. 24 in parola, al paragrafo 10, stabilisce che l'impresa di investimento che fornisce servizi di investimento ai clienti deve evitare di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il suo dovere di agire nel migliore interesse dei clienti, e in particolare non deve adottare "disposizioni in materia di remunerazione, target di vendita o d'altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, se l'impresa di investimento può offrire uno strumento differente, più adatto alle esigenze del cliente".

I principi introdotti dalla direttiva (madre) MiFID 2 sono stati ulteriormente disciplinati dal Capo IV della direttiva delegata della Commissione del 7 aprile 2016 "che

integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari”.

In particolare, l’art. 11 della direttiva del 2016 riguarda in generale gli incentivi e spiega che “onorari, commissioni o benefici non monetari sono concepiti per migliorare la qualità del servizio prestato al cliente” e, dunque, sono ammissibili ai sensi del citato paragrafo 9 dell’art. 24 della direttiva madre, in presenza delle seguenti tre condizioni:

- a) sono giustificati dalla prestazione di un servizio aggiuntivo o di livello superiore per il relativo cliente, proporzionale al livello di incentivi ricevuti [...]
- b) non offrono vantaggi diretti all’impresa beneficiaria, ai suoi azionisti o dipendenti senza beneficio tangibile per il cliente interessato;
- c) sono giustificati dalla garanzia di un beneficio continuativo per il cliente interessato in relazione a un incentivo continuativo.

Dunque, fondamentalmente il legislatore europeo consente l’erogazione, a favore delle imprese ed eventualmente da queste ai consulenti, di onorari, commissioni o benefici non monetari, ma solo in presenza di una consulenza arricchita da servizi aggiuntivi o di livello superiore per il cliente.

Per altro, il successivo art. 12, della stessa Direttiva delegata del 2016, nel disciplinare gli “incentivi per consulenza in materia di investimenti su base indipendente o di servizi di gestione del portafoglio”, stabilisce, al suo paragrafo 1, che le imprese che forniscono consulenza su base indipendente o servizi di gestione del portafoglio devono restituire *in toto* al cliente eventuali onorari, commissioni o benefici monetari pagati o forniti da terzi o da un soggetto che agisce per conto di terzi, in relazione ai servizi prestati a tale cliente, non appena sia ragionevolmente possibile subito dopo il ricevimento degli stessi da parte dell’impresa medesima.

Lo stesso paragrafo 1 prevede, inoltre, che il trasferimento in restituzione av-

venga a favore di ogni singolo cliente e che le imprese di investimento informino i clienti su tutto quanto ad essi trasferito attraverso relazioni informative periodiche.

Infine, i paragrafi 2 e 3 chiariscono quali benefici non monetari minori le imprese in questione possono accettare, sempre che siano “ragionevoli e proporzionati e di portata tale da non essere in grado di incidere sul comportamento dell’impresa di investimento in alcun modo che sia pregiudizievole per gli interessi del cliente interessato”.

Da quanto sin qui rapidamente evidenziato può ricavarsi, in estrema sintesi che, con la piena entrata in vigore della MiFID 2, dal 2018, vi sarà un’evoluzione dei meccanismi di remunerazione nel mercato per cui il consulente finanziario – a meno che, svolgendo consulenza su base non indipendente, non fornisca un “servizio aggiuntivo o di livello superiore” per il cliente – non potrà più accedere ad un sistema di pagamenti basato sulla logica delle retrocessioni erogate dalle società prodotte per il tramite dell’intermediario (giacché tali erogazioni, ai sensi dell’art. 24, paragrafo 9, della Direttiva madre, non sono più possibili salvo che, per l’appunto, esse abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio offerto al cliente), e sarà dunque remunerato esclusivamente sulla logica della “parcella” pagata direttamente dal cliente e con totale trasparenza dei costi del servizio.

La novità, come evidente, conferma una volta ancora l’importanza che il legislatore europeo attribuisce all’innalzamento del livello di qualità della consulenza finanziaria erogata a favore del cliente. Innalzamento che, per l’appunto, viene incentivato anche attraverso la nuova disciplina del sistema dei pagamenti dei consulenti.

A tenore di tale nuova disciplina, infatti, giova ribadirlo, soltanto l’impresa che eroga il servizio di consulenza su base non indipendente potrà continuare a ricevere, trattenere e trasferire ai propri consulenti, onorari, commissioni o benefici non monetari, e ciò solo se essa fornisce ai clienti, con la consulenza, un “servizio aggiuntivo o di livello superiore”. Questo, ovviamente, significa, per conseguenza, che solo in tal caso i consulenti finanziari potranno continuare a beneficiare del sistema di remunerazione

basato sulle retrocessioni erogate dalle società prodotto per il tramite dell'intermediario.

E' appena il caso, a riguardo, di aggiungere che per "servizio aggiuntivo o di livello superiore", ai sensi del citato art. 11 della Direttiva delegata, si intende<sup>46</sup>:

a) la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti e accesso ad una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati [...];

ovvero

b) la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti in combinazione o con l'offerta al cliente, almeno su base annuale, di valutare il persistere dell'adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito, o con un altro servizio continuativo in grado di costituire un valore per il cliente [...];

o ancora (ma questo concerne gli altri servizi di investimento, non riguardanti la consulenza, quali, ad esempio, la ricezione e trasmissione di ordini<sup>47</sup>)

c) l'accesso, a un prezzo competitivo, a una vasta gamma di strumenti finanziari che possano soddisfare le esigenze dei clienti [...] insieme o alla fornitura di strumenti a valore aggiunto [...] che assistono il cliente interessato

---

<sup>46</sup>Che le tre condizioni qui elencate siano tra loro in rapporto di alternative, e non di necessario cumulo, si evince dalla congiunzione avversativa "o" che si trova nel testo dell'art. 11 a chiusura della seconda (ii) delle tre condizioni riportate nel testo e prima della terza, ma anche dall'interpretazione sistematica delle diverse norme in tema di onorari, commissioni o benefici non monetari, sia della Direttiva delegata che della Direttiva madre. In questo senso, inoltre, dispone la lettura del considerando 22 della Direttiva delegata, a tenore del quale "Onorari, commissioni o benefici non monetari dovrebbero essere corrisposti o ricevuti solo laddove siano giustificati dalla prestazione di un servizio aggiuntivo o di livello superiore per il cliente pertinente. Quanto precede può includere la prestazione di consulenza in materia di investimenti e l'accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un congruo numero di strumenti di fornitori terzi di prodotti, o la fornitura di consulenza non indipendente associata a un'offerta al cliente, almeno su base annua, per valutare il persistere dell'idoneità degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito o a un altro servizio in corso che possa costituire un valore per il cliente".

<sup>47</sup>Che questa terza condizione riguardi servizi diversi dalla consulenza lo si ricava dal già citato considerando 22 della Direttiva delegata del 2016. Tale considerando, infatti, riporta espressamente le tre condizioni che consentono di ritenere sussistente il "servizio aggiuntivo o di livello superiore per il cliente" e che, dunque, consentono all'impresa di ricevere, e versare ai propri consulenti, onorari, commissioni o benefici non monetari anche diversi da quelli versati dai clienti. Ebbene, la terza condizione è introdotta dalle parole: "Ciò può anche accadere nel settore dei servizi non riguardanti la consulenza, in cui le imprese di investimento forniscono l'accesso, a un prezzo competitivo, a una vasta gamma di strumenti finanziari [ecc.]".

nell'adozione delle decisioni di investimento o consentono al cliente interessato di monitorare, modellare o regolare la gamma di strumenti finanziari in cui ha investito, o alla futura fornitura di relazioni periodiche sulla *performance* i costi e oneri collegati agli strumenti finanziari.

Tutto ciò, sia chiaro, sempre che tali commissioni, onorari o benefici non economici: i) non offrano vantaggi all'impresa senza beneficio tangibile per il cliente interessato; ii) siano giustificati dalla garanzia di un beneficio continuativo per quest'ultimo; e iii) non falsino o distorcano la prestazione dei servizi pertinenti al cliente.

In definitiva, dunque, anche le nuove norme in materia di remunerazione e incentivi sono, con tutta evidenza, finalizzate a valorizzare, nella prospettiva della maggior tutela dei clienti, i contenuti dell'attività di consulenza, e dunque sostanzialmente a spostare sempre più verso l'alto l'asticella della qualità della consulenza erogata nel mercato.

**Francesco Di Ciommo**

*Ordinario di Diritto privato*

*nell'Università Luiss G. Carli di Roma*