

## **DIRETTIVA MIFID 2**

La Direttiva 2004/39/CE, in materia di **mercati degli strumenti finanziari** (definita comunemente con l'acronimo MIFID – Market in Financial Instruments Directive), è stata in parte modificata dalla **Direttiva 2014/65/UE**, definita **MIFID II**, e in parte sostituita dal **Regolamento n. 600/2014** del Parlamento Europeo e del Consiglio, noto come **MIFIR** (Market in Financial Instruments Regulation).

Le nuove norme europee si prefiggono di aumentare la **trasparenza** delle negoziazioni e la **tutela degli investitori** attraverso una maggiore responsabilizzazione degli intermediari, una più approfondita consapevolezza degli investitori e un rafforzamento dei poteri delle Autorità di Vigilanza. Per la prima volta, sono state introdotte misure specifiche in tema di prodotti finanziari finalizzate a ridurre il rischio che alcuni di questi prodotti non siano adeguati al cliente.

**L'articolo 93/1 della Direttiva (UE) 2016/1034** ha posticipato la data di applicazione della MIFID II al **3 Gennaio 2018** e ha inoltre prorogato al **3 Luglio 2017** il termine entro cui gli Stati membri adottino e pubblichino le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla Direttiva.

MIFIDII introduce importanti modifiche nel mercato finanziario europeo, soprattutto per quanto attiene alla competenza professionale dei soggetti operanti, alla trasparenza delle diverse attività e all'esigenza di operare senza **conflitti di interessi** per la necessaria **tutela del cliente risparmiatore**.

MIFID II estende l'ambito di applicazione agli strumenti finanziari non regolamentati e inoltre si collega con altre normative in fase di revisione quali:

OTC, regolamentazione degli strumenti derivati;

OTC, regolamentazione delle infrastrutture di post-trading;

MAD, aggiornamento della Direttiva Market Abuse;

SDA, regolamentazione dei Sistemi di Deposito Accentrato;

SLD (Securities Law Directive), regolamentazione delle differenze in termini di trattamento legale dei titoli.

MIFID II apporterà importanti cambiamenti lungo l'intera filiera delle istituzioni finanziarie, andando a incidere sulla "Struttura del mercato", sulla "Trasparenza prima e dopo la vendita", sul "Consolidamento dei dati", sui "Maggiori poteri di controllo per i derivati sulle materie prime", sulle "Segnalazioni delle transazioni", sulla "Massima protezione per i clienti investitori".

Condividendo e rafforzando gli scopi originari della direttiva del 2004, la MIFID II si pone l'obiettivo di sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori. I risparmiatori hanno pertanto la possibilità di investire e le imprese d'investimento la facoltà di prestare servizi di investimento a livello transfrontaliero (cosiddetto "passaporto unico"), in modo più semplice e a condizioni identiche in tutti gli Stati dell'Unione. Come già nella direttiva del 2004, sono previste varie disposizioni che, in quanto ispirate al dovere di agire nel miglior interesse del cliente, garantiscono una corretta informazione per gli investitori, operano per il definitivo superamento dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedono un'adeguata profilatura del risparmiatore.

Un altro aspetto importante è rappresentato dall'innalzamento del livello d'informazione da fornire al cliente sui prodotti finanziari e sulla consulenza. A questo proposito giova ricordare che a livello di **Educazione Finanziaria** l'Italia è al 16° posto in Europa ed è in 63° posizione nei primi 126 Paesi nel mondo.

La tipologia di Consulenza introdotta dalla MIFID II è quella "INDIPENDENTE". L'intermediario deve spiegare al cliente in maniera chiara e trasparente non solo la tipologia di consulenza che intende effettuare, ma definire il grado di autonomia e indipendenza che riesce a garantire fissando il compenso che il cliente dovrà e vorrà riconoscere.

MIFID II, inoltre, nell'ambito di una più ampia e puntuale azione di vigilanza, controllo e sanzionatoria, ha rivisitato le procedure di *compliance* che in questa nota non saranno affrontate, rimandandone la lettura al testo della direttiva e delle leggi che saranno emanate per il suo recepimento. Parimenti, non saranno sviluppate le dettagliate norme sulle attività di negoziazione sui mercati regolamentati (comma 22).

## LA CONSULENZA INDIPENDENTE

La scelta del legislatore europeo è chiara e netta. Gli intermediari finanziari e tutti i soggetti che operano nel mercato finanziario effettuando consulenza ai clienti/risparmiatori dovranno optare per la Consulenza Indipendente.

Tale fattispecie è presente in Italia dal 1° Luglio 1998, con l'entrata in vigore del **D.Lgs. n.58 del 24 Febbraio 1998 (TUF)** che istituisce e regola l'attività del **Consulente Finanziario Indipendente** che, nonostante fosse inteso come una figura marginale nel mondo del Risparmio Gestito, era l'unico in grado di garantire ai clienti/investitori una corretta e ampia informativa, una trasparenza sia formale sia sostanziale e l'assoluta assenza di conflitti d'interesse.

Ora il legislatore ha preso spunto da tale figura professionale e ha normato non solo tutta una serie di incombenze a carico degli Intermediari, ma ha rivisitato la materia della Consulenza Finanziaria creando un unico albo per tutte le figure che operano nel comparto.

La MIFID II, commi 11/52 dell'Art. 2, modifica il Titolo II del TUF dedicato ai servizi e alle attività d'investimento. Più precisamente:

- il **comma 11** sostituisce l'Art 18/TUF inserendo modifiche di coordinamento per i Soggetti (Sim, Imprese d'Investimento UE, Banche italiane, banche UE e Imprese di Paesi terzi) ai quali è riservato l'esercizio professionale nei confronti del pubblico
- i **commi 12 e 13** modificano gli articoli 18 bis e 18 ter del TUF, che disciplinano i Consulenti Finanziari Autonomi e le Società di Consulenza Finanziaria.

Ai fini del sistema di vigilanza sui Promotori Finanziari e sui Consulenti Finanziari è stato di recente riformato dalla **legge di stabilità 2016 (commi 36 e 48 dell'articolo 1 della Legge n.208 del 2015)**, con l'**istituzione dell'Albo unico** gestito da un Organismo con personalità giuridica di diritto privato, ordinato in forma di associazione. È nato così l'**OCF** (Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari) e all'interno dell'Albo unico sono previste tre distinte sezioni:

- Consulenti Finanziari abilitati all'offerta fuori sede (ex Promotori finanziari, art. 31/TUF)
- Consulenti finanziari autonomi persone fisiche (ex Consulenti Finanziari, art. 18 bis/TUF)
- Società di Consulenza Finanziaria (art. 18 ter/TUF).

All'OCF sono state trasferite le funzioni di vigilanza e sanzionatorie esercitate da Consob sui Promotori Finanziari ed è prevista una disciplina regolamentare per definire le modalità operative. Con le modifiche all'articolo 18 bis sono abrogati i commi 6 e seguenti che

disciplinavano l'organismo di vigilanza sui Consulenti Finanziari Autonomi, mai costituito. Peraltro, gli ambiti di attività e i requisiti dei Consulenti Finanziari Autonomi sono già stati normati nella MIFID II con le seguenti modifiche al primo comma dell'art. 118 bis/TUF:

- Requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali dei Consulenti Finanziari Autonomi fissati per decreto ministeriale, sentita la Consob
- La consulenza in materia di investimenti da parte dei Consulenti Autonomi è circoscritta ai valori mobiliari e alle quote di organismi di investimento collettivo (OICR e Fondi), come previsto dall'Art.3, §1, lettera B della MIFID II.

Analoghe modifiche sono previste all'Art. 18 ter con riferimento alle Società di Consulenza Finanziaria, e si prevede che tali Società rispondano in solido dei danni arrecati a terzi dai Consulenti Finanziari Autonomi di cui esse si avvalgono nell'esercizio dell'attività.

Il modello della Consulenza Autonoma quale tendenziale unico modello di gestione del risparmio è ulteriormente rafforzato dal **comma 17** che integra l'art. 21 del TUF in tema di gestione di conflitti di interessi, cui dovranno conformarsi i Soggetti destinatari degli obblighi (Banche italiane, Sim, Sgr, GEFIA - Gestori Fondi Investimento Alternativi -, Intermediari iscritti negli elenchi ex art. 106/TUB). Tali Soggetti devono adottare ogni misura idonea a identificare e prevenire o gestire i conflitti di interessi che potrebbero insorgere. Se le misure adottate non fossero sufficienti allo scopo e quindi permangano i rischi di nuocere agli interessi dei clienti, tali Soggetti hanno l'obbligo di informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto. La MIFID II, in realtà, prevede che l'Intermediario possa decidere autonomamente il tipo di consulenza purché la comunichi ai propri clienti, ma è di tutta evidenza che l'impianto delle norme di riferimento spingerà tutti gli interpreti a optare per la consulenza indipendente in quanto è il modello più evoluto e largamente adottato su tutto il territorio europeo e negli altri Paesi più industrializzati.

Sulla Consulenza Autonoma che da gennaio del prossimo anno effettueranno i diversi Intermediari, impatta in misura significativa anche il **comma 20** che, oltre a modifiche di coordinamento, in attuazione dell'art. 24, 1 bis/MIFID II, prevede che nella prestazione del servizio di gestione di portafogli non devono essere accettati e trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari e non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi. Evidentemente, tale disposizione esclude definitivamente qualunque retrocessione a favore delle Banche e delle Sim, anche da parte di Società del medesimo Gruppo, e quindi sancisce la fine del "conflitto d'interessi" oltre a ridurre i margini economici dell'attività di consulenza. Infatti, l'unica ricaduta economica prevista per la gestione del risparmio è la commissione di consulenza che il cliente è disponibile a pagare.

Inoltre, il **comma 21**, in attuazione dell'articolo 24 della MIFID II sulla consulenza in materia di investimenti, fissa l'attenzione sugli aspetti qualitativi dell'attività di consulenza. Prevedendo, innanzi tutto, obblighi di informazione al cliente che deve essere informato in tempi utili prima della prestazione del servizio. In particolare, è fatto obbligo agli intermediari di comunicare al cliente:

- a. se la consulenza è fornita su base indipendente o meno
- b. se la consulenza è basata sull'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, se la gamma di tali strumenti è limitata a quelli emessi o forniti da entità che hanno col prestatore del servizio stretti legami o altro rapporto legale o economico, talché tali rapporti possano comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata
- c. se verrà fornita ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

In caso di consulenza indipendente, deve essere valutata una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti.

Sulle specifiche attività dei consulenti, i **commi 27, 28, 29 e 30** modificano la disciplina dell'offerta fuori sede e della vigilanza sui Consulenti Finanziari, mediante la riscrittura degli **articoli 30 e 31/TUF** e l'inserimento del **nuovo art. 30 bis/TUF** sulle modalità di prestazione della consulenza in materia di investimenti da parte di Consulenti Autonomi e Società di Consulenza Finanziaria. Il nuovo articolo dispone che i Consulenti Finanziari Autonomi e le Società di Consulenza Finanziaria possono promuovere e prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti anche in un luogo diverso dal domicilio o dalla sede legale. Infatti, si prevede che l'efficacia del contratto di consulenza così concluso è sospesa per sette giorni durante i quali il cliente può recedervi, analogamente a quanto previsto per i Consulenti Finanziari abilitati all'offerta fuori sede. L'omessa indicazione della facoltà di recesso nel contratto comporta la nullità, peraltro rilevabile solo dal cliente.

Per quanto attiene ai Consulenti abilitati all'offerta fuori sede (gli ex Promotori) il nuovo art. 31/TUF ribadisce che la loro attività è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto abilitato. Il cliente deve essere informato del fatto che il Consulente opera in rappresentanza del soggetto abilitato. La verifica delle competenze dei Consulenti abilitati all'offerta fuori sede è rimessa ai soggetti che se ne avvalgono.

Infine, nel nuovo art. 31 bis/TUF è sancita la vigilanza della Consob sull'OCF.

Infine, per quanto concerne l'attività dei Consulenti, dovranno essere definiti con regolamento ministeriale, sentita la Consob, i requisiti di onorabilità e di professionalità dei Consulenti Finanziari abilitati all'offerta fuori sede (**comma 5**), mentre saranno definiti con regolamento della Consob (**comma 6**) gli altri requisiti che verteranno su:

- requisiti di rappresentatività delle Associazioni Professionali dei Consulenti Finanziari Autonomi, dei Consulenti Finanziari abilitati all'offerta fuori sede, delle Società di Consulenza Finanziaria e degli altri Soggetti abilitati;
- l'attività di vigilanza svolta da OCF;
- regole di presentazione e di comportamento nei rapporti con la clientela;
- modalità di tenuta della documentazione;
- modalità di aggiornamento professionale.

## SINTESI E COMMENTO FINALE

La crisi finanziaria dell'ultimo decennio ha fatto emergere in modo sempre più evidente le debolezze nella trasparenza dei mercati finanziari. Ciò potrebbe comportare conseguenze economiche e patrimoniali negative sui risparmiatori che spesso devono anche dialogare con organizzazioni che operano in palese conflitto d'interessi.

Pertanto, una maggiore trasparenza è uno dei principi condivisi per rafforzare il sistema finanziario europeo, ed è stata la molla che ha spinto sull'emanazione delle norme MIFID II e MiFIR.

È stato un gruppo di esperti sulla vigilanza finanziaria nell'Unione Europea, presieduto da Jaques de Larosière, che ha invitato l'Unione a definire regolamenti finanziari d'insieme più armonizzati.

Le nuove norme, quindi, hanno rivisitato e ridisciplinato il complesso delle materie, dalla definizione di un codice unico europeo applicabile a tutti i mercati interni alle procedure di negoziazione, dal complesso delle informative obbligatorie alla natura qualitativa della consulenza finanziaria, dall'articolata attività di vigilanza alla ridefinizione dei ruoli dei vari attori che intervengono nei processi.

Ne è derivato un quadro di norme armonico e coerente, ancorché complesso, che afferma i principi cardine legati alla trasparenza, all'informazione, alla tutela dell'investitore e alla corretta gestione fino all'eliminazione dei conflitti d'interesse.

Per quanto concerne la Consulenza, il modello auspicato dal legislatore europeo e definito nella MIFID II è quello della Consulenza Finanziaria Autonoma erogabile da tutti i Soggetti qualificati, iscritti in un Albo Unico.

Al riguardo, sono stati fissati quattro capisaldi:

1. **TIPOLOGIA DI CONSULENZA:** che, comunque, deve prevedere
  - Un'ampia gamma di prodotti e servizi offerti al cliente (esclusi quelli prodotti dallo stesso Intermediario)
  - Unica remunerazione da parte del cliente (senza possibilità di ricevere commissioni dalle case produttrici)
  - Una struttura organizzativa dedicata (non è possibile gestire due reti separate facenti capo alla stessa organizzazione);
  
2. **PRODUCT GOVERNANCE:** una serie di disposizioni che saranno articolate meglio nei decreti di attuazione della norma comunitaria, volte a rafforzare la tutela del cliente investitore che impongono all'intermediario, lungo tutta la catena del valore del prodotto finanziario (dalla sua creazione alla sua distribuzione) di considerare prioritaria la centralità dell'interesse del potenziale cliente-investitore. In pratica,:
  - L'intermediario distributore deve comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati al cliente e deve istituire politiche specifiche per identificare la categoria di clienti cui fornire i diversi prodotti e servizi
  - l'intermediario che realizza strumenti finanziari deve garantire che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali e deve adottare tutte le misure necessarie per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti proprio nel mercato di riferimento individuato
  - l'intermediario che offre o raccomanda prodotti finanziari che non ha provveduto a realizzare, deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto stesso.

Pertanto, il Governo dei Prodotti prevede uno specifico processo di approvazione per ogni strumento finanziario che sarà offerto sul mercato e la definizione di una strategia di distribuzione. Il legislatore stabilisce, altresì, una chiara connessione tra la disciplina del Governo dei Prodotti e la disciplina del Conflitto di Interessi. Peraltro, gli obblighi derivanti dalla disciplina del Governo dei Prodotti non sostituisce gli obblighi dell'intermediario relativi all'informativa ai clienti, all'adeguatezza e appropriatezza, all'identificazione e gestione dei conflitti di interesse e agli incentivi. Infine, la MIFID II introduce due distinte discipline per gli

intermediari che realizzano prodotti e gli intermediari che distribuiscono prodotti che l'ESMA definisce rispettivamente "Manufacturer" e "Distributor".

3. **TRASPARENZA DEI COSTI:** Si apre la strada per un nuovo sistema di remunerazione fondato su parcella/compenso direttamente pagati dal cliente investitore all'intermediario, con l'**abolizione di onorari o commissioni aggiuntive** per la consulenza e la gestione. Il consulente indipendente, quindi, deve essere pagato esclusivamente dal cliente e non può ricevere remunerazioni dalle case prodotto o da terzi. Proprio l'assenza di un rapporto economico con gli emittenti e con le case prodotto, secondo la direttiva ESMA MIFID II, è a garanzia dell'assenza di conflitti di interessi e di effettiva autonomia ed indipendenza. Peraltro, tale modello è già utilizzato dal 1998 dai Consulenti Finanziari Autonomi. Evidentemente, il nuovo modello di consulenza determinerà una ovvia riduzione dei margini per l'intermediario con positiva ricaduta economica per i clienti.
4. **PRESIDIO COMPETENZE DEL PERSONALE:** è un tema molto importante e che sarà sviscerato nei decreti attuativi. Al riguardo la Consob, basandosi sulle "Guidelines for the assessment of knowledge and competence" dell'ESMA (Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati), in occasione della consultazione risalente allo scorso dicembre 2016, si è concentrata sui seguenti punti:
  - l'elenco delle qualifiche che soddisfano i criteri stabiliti dall'ESMA;
  - il periodo di tempo ritenuto necessario per l'acquisizione di un'esperienza adeguata a comprovare il possesso delle competenze e conoscenze necessarie per l'espletamento dei compiti assegnati;
  - il periodo di lavoro "sotto supervisione" da parte del personale privo di qualifiche idonee e/o dell'esperienza adeguata.

La norma ha dato anche indicazioni di metodo e di responsabilità, ma è certo che il numero degli addetti da formare sarà molto elevato. Da più parti si considera che tutti i Consulenti iscritti all'albo abbiano già la competenza per operare (circa 28.000 tra Consulenti Finanziari e Private Banker) senza la necessità di ulteriori esami di qualifica e certificazione, anche se dovranno mantenere un costante livello di aggiornamento. Viceversa, i nuovi Consulenti dovranno compiere il percorso che le nuove norme imporranno. Ma il problema potrebbe riguardare anche gli oltre 200.000 impiegati agli sportelli bancari, a contatto con la clientela anche dando consigli e promuovendo la vendita di prodotti finanziari, per i quali non è immaginabile una formazione dedicata che, tra l'altro, avrebbe costi decisamente significativi.

In conclusione, possiamo dire che la sfida è partita e sarà molto impegnativa.

Le grandi Reti dovranno rivedere i loro modelli organizzativi interni e i profili di consulenza offerta alla clientela lasciando per strada una bella fetta di ricavi.

I Consulenti Finanziari abilitati all'offerta fuori sede (gli ex Promotori Finanziari) dovranno anche loro modificare i contenuti della loro attività di consulenza passando da una mera offerta di prodotti, prevalentemente della "casa", a un'analisi approfondita del profilo cliente andando a cercare i prodotti finanziari che meglio soddisfano le sue esigenze, perseguendo, sempre e comunque, un'ampia diversificazione. Insomma, una consulenza a tutto tondo alla quale non sono abituati e forse neppure preparati.

I Consulenti Autonomi, da parte loro, continueranno a lavorare come fanno da quasi vent'anni, perseguendo continuamente l'interesse del cliente dal quale vengono retribuiti,

senza nessun conflitto d'interessi. Anche loro, ovviamente, così come i colleghi con mandato bancario, dovranno seguire corsi di formazione e aggiornamento affinché le loro competenze siano sempre adeguate alle norme di riferimento e, soprattutto, alle esigenze dei clienti.

Tuttavia questa rivoluzione copernicana, orientata verso il cliente/risparmiatore/investitore, pare non riscontri la frenetica attesa del mercato retail.

Una recentissima indagine Prometeia/Ipsos su un campione di 1.400 famiglie ha dimostrato a grande maggioranza che la domanda di un servizio di consulenza molto evoluto è piuttosto modesta. Gli intervistati hanno dimostrato di non percepire il valore del servizio attribuendo prezzi molto differenti tra loro e hanno manifestato la disponibilità a pagare commissione anche elevate (fino al 4-5%) a fronte di servizi adeguati. È emerso, altresì, che fa premio il brand più ancora dei risultati economici ottenuti dalla gestione patrimoniale.

Insomma, pare che in Italia la curva della domanda di consulenza indipendente dedicata sia piuttosto bassa e poco reattiva, anche a fronte di una certa delusione per i risultati conseguiti dai loro risparmi e nonostante i recenti gravi episodi di rilevanti perdite di capitali investiti presso alcune banche.

Evidentemente, decenni di “pensiero unico” in ambito finanziario hanno determinato una sorta di accettazione e assuefazione, quindi ci vorrà un po' più di tempo prima che le persone percepiscano i vantaggi di una vera competitività e decidano di operare scelte di campo sulla base dei loro effettivi interessi.

È proprio in questa direzione che, in ultima analisi, si è mossa la MIFID II.