

DOTT. COMM. RICCARDO ACERNESE  
PROF. AVV. ANTONIO ANDREANI  
ORD. DIR. COSTITUZIONALE UNIV. DI FIRENZE  
AVV. SANDRO BARTOLOMUCCI  
DOTT. COMM. FABIO BERNARDI  
AVV. FRANCESCA CAPODIFERRO  
AVV. LUCA CASAGNI LIPPI  
AVV. GAETANO CASTELLANETA  
AVV. PROF. MASSIMO CERNIGLIA  
DOCENTE DIR. DEI CONSUMATORI UNIV. DI CASSINO  
AVV. FRANCESCO D'ADDARIO  
AVV. DOMENICO FAZIO  
AVV. LORENZO FERRARO  
AVV. UMBERTO FERRARO  
AVV. MARIO FRANCA  
AVV. SILVIA FRATTESI  
DOTT. COMM. GIUSEPPE GARGIULO  
AVV. ANTONIO GULLO  
AVV. GIUSEPPE GULLO  
DOTT. COMM. PASQUALE IAMELE  
AVV. ACHILLE LOMBARDO PIJOLA  
AVV. FABRIZIO LOMBARDO PIJOLA  
AVV. PROF. STEFANO MARANELLA  
AVV. PASQUALE MEDINA  
AVV. ANTONELLA MICELE  
DOTT. COMM. ROBERTO MONTESI  
AVV. CARLO MOSCA  
AVV. OSCAR PISTOLESI  
AVV. ANNA RITA RONCUZZI  
AVV. FRANCESCO MARIA SAMPERI  
AVV. GIANLUCA SANTILLI  
AVV. GIANLUIGI SERAFINI  
AVV. LUCIO SOLAZZI  
AVV. MICHELE TAVAZZI  
PROF. AVV. GIUSEPPE TUCCI  
ORD. DIR. PRIVATO UNIV. DI BARI  
PROF. AVV. FRANCESCO VELLA  
ORD. DIR. COMMERCIALE UNIV. DI BOLOGNA

DOTT. COMM. ALFREDO BRIATICO VANGOSA  
DOTT. COMM. VALERIA CARRATÙ  
DOTT. COMM. LUCA CIAVARELLA  
AVV. GERMANA DEL GRANDE  
DOTT. COMM. ANNARITA DE MAURO  
DOTT. COMM. MARIO GIOVANNINI  
AVV. ANNA SOFIA MAURO  
RAG. COMM. FABIO ORRU  
DOTT. COMM. ROBERTO TOMBOLESI  
AVV. MICHELE VENTURIELLO

AVV. ANDREA BELLETTI  
AVV. CARLO BRUNI  
DOTT. COMM. ENZA CAMPERCHIOLI  
DOTT. MARCO CARBONE  
AVV. EMILIANO CELLI  
AVV. LUCILLA COSSARI  
DOTT. COMM. LUCA FORTUNA  
DOTT. COMM. VALERIA GALARDI  
RAG. COMM. SONIA MASCARIN  
DOTT. COMM. ANTONGUIDO NARDONE  
DOTT. COMM. LINDA OTTAVIANO  
AVV. VANNA PIZZI  
DOTT. COMM. VALENTINA PROIETTI  
AVV. MICHELE RINALDI  
AVV. ANNA RODINÒ TOSCANO  
AVV. ALESSIA TUPINI

CONSULENTI  
PROF. GAETANO TROINA  
STRAORD. ECON. AZIEND. UNIV. ROMA TRE

VIALE LIEGI, 16 – 00198 ROMA  
T. +39 068841325 F. +39 0685304322  
E.MAIL: segreteria@studiolegalecerniglia.it

## La MiFID

### ( Market in financial instruments directive)

#### A. PREMESSA

Come è noto il Consiglio della Comunità Europea, ha deciso di estendere la cd. “Procedura Lamfalussy” per la regolamentazione finanziaria dal settore dei valori mobiliari al settore bancario, assicurativo, delle pensioni aziendali e professionali e dei fondi di investimento (OICVM). La procedura Lamfalussy è basata su un approccio articolato su quattro livelli.

Al primo livello gli atti legislativi sono adottati dal Parlamento Europeo e dal Consiglio mediante la procedura di codecisione. Tale legislazione contiene i principi quadro che riflettono le scelte politiche di base e definiscono la portata dei poteri di esecuzione della Commissione.

Il 2° livello riguarda la legislazione adottata dalla Commissione con il supporto dei c. d. «comitati di livello 2» composti dai rappresentanti degli Stati Membri. Tale livello di legislazione contiene le misure tecniche di esecuzione necessarie per rendere operativi i principi posti dalla legislazione di livello 1. Tali misure tecniche sono predisposte sulla base dei lavori dei cosiddetti «comitati di livello 3» composti da rappresentanti di alto livello delle autorità nazionali di vigilanza.

I comitati di livello 3 hanno anche il ruolo di promuovere la cooperazione tra le autorità nazionali competenti e di far convergere le prassi di vigilanza. Infine, al

livello 4, la Commissione e gli Stati membri si attivano affinché la legislazione comunitaria venga applicata.

A seguito dell'approvazione da parte del Consiglio Europeo di Stoccolma delle raccomandazioni contenute nella Relazione del Comitato dei Saggi sulla Regolamentazione dei Mercati Europei dei Valori Mobiliari, la Commissione ha adottato il 6 giugno 2001 due decisioni (DEC. 2001/527/ CE) che istituiscono il Comitato Europeo dei valori mobiliari (ESC) a livello 2 e il Comitato delle Autorità Europee di Regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) a livello 3. Un secondo Comitato di livello 2 nel settore Finanziario, il Comitato per i Conglomerati Finanziari (FCC), è stato istituito dalla direttiva 2002/87/CE.

La procedura Lamfalussy ha, senz'altro, contribuito positivamente a rendere la Regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari nella UE più rapida e flessibile e si presenta particolarmente adatta alla legislazione in ogni settore finanziario, rendendo il processo legislativo più efficiente e trasparente in tutti i settori finanziari.

La creazione di un sistema di Regole Europee armonizzate nel settore mobiliare, contribuisce in modo significativo ad un'ulteriore integrazione dei Mercati Finanziari, riducendo, notevolmente, i costi di Regolamentazione per le istituzioni finanziarie, accrescendo i diritti e le tutele per i consumatori dei servizi finanziari.

\* \* \* \*

Nel 2005 la Commissione Europea, facendo seguito al Piano D'Azione sui servizi finanziari adottato nel 1998, che, come è noto, già conteneva una forte spinta regolamentare per la realizzazione del Mercato Unico dei Servizi finanziari, con 42 nuove iniziative legislative, quasi tutte portate a compimento, ha presentato il Libro Verde sulla "Financial Services Policy 2005-2010".

Gli obiettivi generali indicati nel libro verde della politica della Commissione in materia di servizi finanziari nei prossimi 5 anni sono indicati nei seguenti punti:

Consolidare i progressi verso un mercato finanziario Europeo integrato, aperto, competitivo ed Economicamente efficiente, rimuovendo i residui ostacoli economicamente significativi;  
promuovere un mercato nel quale i servizi finanziari e i capitali possano circolare liberamente al costo più basso possibile in tutta l'UE, con adeguati livelli di vigilanza prudenziale e stabilità finanziaria e un elevato livello di protezione dei consumatori;

attuare, far rispettare e valutare in modo continuo il quadro legislativo vigente, mettendo in atto con rigore il programma per una migliore regolamentazione in qualsiasi iniziativa futura, promuovendo la convergenza della vigilanza e rafforzare l'influenza europea sui mercati finanziari globali.

Sempre per il libro verde poi l'opera già avviata egregiamente grazie al c.d. "Processo Lamfalussy", deve portare ad una nuova fase per il periodo 2005-2010, incentrata sulle seguenti priorità:

consolidamento della legislazione esistente, con poche iniziative;

assicurare l'effettivo recepimento delle norme europee nelle normative nazionali e la loro più rigorosa messa in applicazione da parte delle Autorità di vigilanza;

assicurare una valutazione permanente ex-post, nell'ambito della quale la Commissione seguirà attentamente l'applicazione pratica delle norme e il loro impatto sul settore finanziario in Europa.

La Commissione, inoltre, ha osservato che i dati Economici e di mercato dimostrano che il processo di integrazione finanziaria europea è effettivamente in corso in molti settori: nei mercati all'ingrosso; nelle borse; nelle infrastrutture dei mercati finanziari, come i sistemi di compensazione e Regolamentazione. Ne è derivato un miglioramento delle condizioni per tutti gli utenti dei servizi finanziari, pur osservandosi che attualmente il Mercato Europeo mobiliare è molto meno efficiente, per esempio, del mercato degli Stati Uniti, rendendosi così necessaria l'individuazione delle priorità delle ulteriori iniziative in questo campo.. La Commissione, inoltre, intende continuare, anche nella sua opera di legislazione in base alla procedura Lamfalussy, a cercare il più vasto consenso nella fase preparatoria, lavorando in stretta e trasparente collaborazione con gli Stati Membri e con il Parlamento Europeo, con i fori delle Autorità di Regolamentazione dell'UE (CEBS, CEIOPS e CESR), con la Banca Centrale Europea, con i partecipanti al mercato e in futuro e più intensamente, con le organizzazioni dei consumatori. La Commissione, infine, in linea con il processo di consultazione che è durato due anni, ha individuato due settori nei quali una iniziativa potrebbe chiaramente apportare dei benefici all'economia europea: la gestione patrimoniale e i servizi finanziari al dettaglio.

In particolare per quanto attiene i servizi finanziari al dettaglio, ossia dei servizi finanziari offerti ai consumatori, si è osservato come gli stessi rimangono profondamente frammentati.

La Commissione, quindi, si propone di facilitare la prestazione dei servizi finanziari al dettaglio in Europa, tenendo presente che nella prestazione transfrontaliera dei servizi si possono distinguere quattro modalità di distribuzione:

un consumatore acquista il servizio da un prestatore di un altro Stato membro, spostandosi in tale Stato membro;

un'impresa commercializza/vende i suoi servizi a consumatori di un altro Stato membro, senza costruirvi uno stabilimento;

un'impresa si stabilisce in uno Stato Membro adeguando la sua offerta ai mercati locali;

i servizi vengono concepiti su base paneuropea, anche se vengono gestiti localmente.

Su questi punti la Commissione si propone di costituire dei gruppi di studio per prodotti al dettaglio specifici, gruppi composti da esperti del settore in rappresentanza degli operatori e dei consumatori, al fine di individuare gli eventuali ostacoli ed esaminare le possibili soluzioni.

La Commissione, in particolare, intende verificare le migliori condizioni che permettono ai consumatori di orientarsi meglio tra i vari prodotti finanziari, tramite anche, se necessario, una migliore disponibilità di consulenza professionale e indipendente e un maggior livello di istruzione e di una formazione specifica ai fondamenti della finanza.

\* \* \* \*

## **B. LA DIRETTIVA**

Ed è nell'ambito del suddetto processo che il 30 aprile 2004 è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea la Direttiva comunitaria n. 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, anche conosciuta come MiFID("Market in Financial Instruments Directive"). Tale direttiva punta, a partire da novembre 2007, a cambiare le regole per le contrattazioni di strumenti finanziari sui mercati degli Stati UE, in parte integrando e in parte rimpiazzando l'attuale quadro normativo basato sulla ISD ("Investment Service Directive") dell'ormai "lontano" maggio del '93. Diverse e tutte valide sono le ragioni che stanno alla base del nuovo intervento legislativo:

- 1 l'incapacità della direttiva n. 93/22 di garantire un grado sufficiente di armonizzazione che consenta l'effettivo "mutuo riconoscimento" delle autorizzazioni concesse alle imprese di investimento;
- 2 la presenza di norme a tutela dell'investitore ormai obsolete e, talvolta, poco "protettive";
- 3 il fatto che la ISD non copra l'intera gamma di servizi e strumenti finanziari attualmente disponibili sui mercati;
- 4 la mancata risposta alle questioni regolamentari e di concorrenza sollevate dalla concorrenza tra le borse e dalla concorrenza delle borse con nuove piattaforme di esecuzione degli ordini;
- 5 la mancanza di riferimenti chiari e precisi in materia di designazione e cooperazione tra le autorità nazionali competenti;
- 6 la libertà che la ISD attribuisce nel seguire approcci diversi nella regolamentazione della struttura di mercato, con le inevitabili conseguenze connesse al fenomeno distorsivo.

In sintesi, la rigidità e l'obsolescenza di alcune delle disposizioni della direttiva tuttora vigente e la conseguente incapacità di assicurare un quadro normativo efficace per l'esercizio dei servizi di investimento a livello paneuropeo sono state le primarie motivazioni che hanno spinto le sedi competenti, sin dagli inizi del nuovo Millennio, a porre le basi per modificare il quadro delle regole sui servizi e sui mercati finanziari in Europa. Come precisato dalla Commissione nella Comunicazione al Parlamento e al Consiglio Europeo nel novembre del 2000, Comunicazione dal titolo "Aggiornare la direttiva sui servizi di investimento (93/22/CEE)", "Le forze di

mercato, amplificate dalla moneta unica, spingono verso un mercato finanziario integrato. La tecnologia dell'informazione sta rivoluzionando le prassi di mercato e preparando il terreno per l'emergere di una nuova generazione di prestatori di servizio. La spinta a migliorare l'efficienza, a ridurre i costi e ad essere presenti su scala paneuropea sta stimolando una profonda ristrutturazione dell'infrastruttura di negoziazioni titoli". In tale prospettiva, la Commissione ha preso atto della necessità di modificare la disciplina vigente, così da ispirarsi ai più generali principi dell'efficienza e della stabilità dei mercati e della protezione dell'investitore; diversamente, il raggiungimento degli obiettivi dichiarati potrebbe essere notevolmente pregiudicato. "Se non si interviene oggi, i responsabili delle politiche e gli operatori di mercato dell'UE potrebbero ritrovarsi con una soluzione subottimale se considerata in una prospettiva collettiva o a più lungo termine ". Facilitare i servizi di investimento transfrontalieri all'interno dell'Unione Europea, promuovendo una maggiore concorrenza tra le piazze finanziarie dei 25 Paesi membri. Far fronte ai cambiamenti strutturali che hanno subito i mercati europei negli ultimi anni. Consentire alle banche e alle altre imprese di investimento di competere con le borse.

Allargare l'accesso ai mercati a soggetti anche diversi dagli intermediari, investitori retail compresi. Elevare gli standard di protezione dei clienti contro i comportamenti scorretti degli operatori del sistema finanziario, anche attraverso l'innalzamento del livello di trasparenza e l'introduzione dell'obbligo di eseguire gli ordini di acquisto e vendita alle migliori condizioni possibili. Questi sono gli obiettivi che hanno guidato i promotori della nuova direttiva comunitaria, che rappresenta, tra l'altro, una pietra angolare del Piano d'azione sui Servizi finanziari dell'Esecutivo UE. La MiFID rientra nell'ambizioso piano del Commissario UE al Mercato interno, Charlie McCreevy, di creare un mercato europeo dei servizi finanziari. Obiettivo, questo, che il Commissario è deciso a raggiungere anche snellendo il più possibile l'attuale complessa normativa finanziaria europea. Secondo Bruxelles, la nuova direttiva aumenterà in modo esponenziale il commercio transnazionale e i servizi di investimento, darà una grande spinta alla concorrenza e questo si tradurrà in una riduzione dei prezzi. Ma nella logica di mercato finanziario unico ed integrato non può essere mai perso di vista l'obiettivo della tutela effettiva del risparmiatore a qualsiasi sistema di intermediazione mobiliare decida di rivolgersi o a cui si è affidato. L'intervento comunitario è articolato su due livelli. In estrema sintesi, il livello 1, approvato nel 2004, prevede l'abolizione dell'obbligo della concentrazione

degli scambi sui mercati regolamentati, l'eliminazione degli ostacoli all'utilizzo del "passaporto europeo" per le imprese di investimento che operano nell'UE, l'effettiva realizzazione del principio del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni e delle Autorità di Vigilanza nazionali, più una serie di previsioni volte ad aumentare da un lato le garanzie e la protezione degli investitori, e dall'altro la trasparenza degli operatori, attraverso norme volte a fissare i requisiti e le regole per imprese di investimento e mercati. Quanto al livello 2, che ha trovato attuazione con la Direttiva 2006/73 del 10 Agosto 2006 e con il Regolamento n.1287/2006, sempre del 10 Agosto 2006, volto a fornire le misure applicative delle linee guida contenute a livello 1 . Presentate al termine di due anni di ampie e intense consultazioni con tutte le parti interessate, le misure proposte puntano a proteggere i consumatori e gli investitori senza appesantire le aziende con inutili adempimenti burocratici. In questo modo, spiega Bruxelles, le società del settore avranno "regole chiare e prevedibili", mentre gli investitori e i consumatori che acquistano servizi da società estere avranno una "maggiore sicurezza". Le misure di esecuzione riguardano quattro aree principali:

- 1 i requisiti di condotta per le società;
- 2 i requisiti organizzativi per le società e per i mercati finanziari;
- 3 l'obbligo di comunicazione alle autorità delle operazioni di compravendita;
- 4 l'obbligo di comunicazione alle autorità dei requisiti di trasparenza nella compravendita di azioni.

Il Commissario McCreevy ha dichiarato: "Le misure di primo livello approvate dal Parlamento e dagli Stati membri ci vincolano ad un quadro di base. I progetti di misure di esecuzione presentati dalla Commissione sono molto importanti in quanto offriranno un elevato grado di protezione agli investitori, pur limitando al minimo gli adempimenti burocratici, e rafforzeranno la concorrenza transfrontaliera, a beneficio degli investitori e degli emittenti. Lo scopo è assicurare condizioni di concorrenza eque alle imprese e garantire chiarezza agli investitori, e contemporaneamente fare in modo che le nuove regole possano essere recepite negli ordinamenti giuridici nazionali così come richiesto dagli Stati membri. A mio parere, abbiamo raggiunto entrambi gli obiettivi. Nei prossimi mesi ci aspetta una stretta collaborazione con il Parlamento e gli Stati membri, per trovare il maggiore consenso possibile. Nel frattempo le imprese devono cominciare a prepararsi ad applicare la direttiva MiFID. Chi si muoverà per primo sarà avvantaggiato". Ed è proprio per dare alle imprese il tempo di avviare i necessari preparativi per



recepire le misure di secondo livello che ad aprile 2006 è stata adottata una direttiva “di proroga” che rinvia al novembre 2007 la data di attuazione della direttiva di livello 1.

\* \* \* \*

## **C. LE PRINCIPALI INNOVAZIONI STABILITE DALLA MIFID**

Come osservato, nelle intenzioni della Commissione le norme contenute nella MiFID costituiscono un passo importante verso la costruzione di un unico mercato europeo degli strumenti finanziari: le imprese di investimento godranno effettivamente di un “passaporto unico” e gli investitori beneficeranno del medesimo livello di protezione a qualsiasi livello di intermediazione mobiliare europeo decidano di rivolgersi. La direttiva cerca inoltre di stabilire per la prima volta un quadro regolamentare completo che regoli l’esecuzione delle transazioni degli investitori da parte dei mercati regolamentati (“exchanges”), dei sistemi di negoziazione alternativi (“Multilateral Trading Facilities”) e degli intermediari (imprese di investimento) che operano in qualità di internalizzatori. La revisione della direttiva n. 93/22/CEE si è resa necessaria a seguito dell’evoluzione del mercato finanziario europeo che ha visto un aumento del numero degli investitori, della gamma di servizi e strumenti offerti, dei canali di offerta, delle tipologie di intermediari e mercati. Ai sensi del II Considerando della MiFID, “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. Alla luce di questi sviluppi, occorre che il quadro giuridico comunitario disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine. In considerazione di quanto precede, è necessario che la Direttiva 93/22/CEE sia sostituita da una nuova direttiva”. Allo stesso tempo, i sistemi di negoziazione, grazie anche agli sviluppi della tecnologia, hanno registrato una radicale evoluzione e un deciso ampliamento che hanno reso insufficiente la definizione di mercato regolamentato a comprendere tutte le modalità (bilaterali e multilaterali) attraverso le quali avviene l’esecuzione. In tali termini si esprime il V Considerando: “E’ necessario stabilire un regime organico che disciplini l’esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati, in modo da garantire un’elevata qualità nell’esecuzione delle operazioni degli investitori nonché l’integrità e l’efficienza globale del sistema finanziario. Occorre creare un quadro coerente e sensibile al rischio che regolamenti i principali tipi di sistemi di esecuzione

degli ordini esistenti attualmente nel mercato finanziario europeo. E' necessario prendere atto dell'emergere, a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati, che dovrebbero essere sottoposti ad obblighi per preservare il funzionamento efficiente ed ordinato dei mercati finanziari. Per porre in essere un quadro normativo adeguato, occorre prevedere l'inclusione di un nuovo servizio di investimento che consiste nella gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione".

Nelle pagine che seguono si darà conto delle principali innovazioni proposte dalla MiFID, rinvenibili in tre principali aree: l'ambito di applicabilità della normativa, la disciplina dell'offerta di servizi di negoziazione e il regime di trasparenza delle condizioni di mercato.

\* \* \* \*

## **D. L'AMBITO DI APPLICABILITÀ**

Con riferimento al profilo del campo di applicazione della disciplina, la direttiva estende la portata della regolamentazione, espandendo sia l'elenco dei servizi di investimento, con l'inclusione dell'attività di consulenza agli investimenti (ma mantenendo alla ricerca e all'analisi finanziaria la qualifica di servizi accessori) e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, sia l'elenco degli strumenti finanziari oggetto della prestazione dei servizi di investimento, includendovi anche strumenti derivati su merci e su crediti liquidati per cassa. Le ragioni sottese alla scelta legislativa in esame sono spiegate nella stessa Direttiva 2004/39/CE. Ai sensi del III Considerando, "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". D'altro canto, per il IV Considerando "E' opportuno includere nell'elenco degli strumenti finanziari taluni strumenti finanziari derivati su merci e altri derivati costituiti e negoziati in modo tale da richiedere un approccio di regolamentazione comparabili a quello degli strumenti finanziari tradizionali".

L'Allegato I della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari fornisce il nuovo "elenco dei servizi, delle attività e degli strumenti finanziari". In particolare, la Sezione A individua i servizi e le attività di investimento:

- 1 "Ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari.
- 2 Esecuzione di ordini per conto dei clienti.
- 3 Negoziazione per conto proprio.
- 4 Gestione di portafogli.
- 5 Consulenza in materia di investimenti.
- 6 Assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile.
- 7 Collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile.
- 8 Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione".

La Sezione B si preoccupa, invece, di fornire l'elenco dei servizi accessori che, al contrario di quello riguardante i servizi di investimento, sembra differire poco rispetto allo stesso elenco contenuto nella ISD:

1 “Affitto di cassette di sicurezza e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, inclusi la custodia e i servizi connessi come la gestione di contante/garanzie collaterali.

2 Concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare un’operazione relativa a uno o più strumenti finanziari, nella quale interviene l’impresa che concede il credito o il prestito.

3 Consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale e di questioni connesse nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l’acquisto di imprese.

4 Servizio di cambio quando tale servizio è collegato alla prestazione di servizi di investimento.

5 Ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari. 6 Servizi connessi con l’assunzione a fermo.

7 Servizi e attività di investimento, nonché servizi accessori del tipo di cui alle sezioni A o B dell’allegato 1, collegati agli strumenti derivati di cui alla sezione C, punti (5), (6), (7) e (10), se legati alla prestazione di servizi di investimento o accessori”.

Più complesso, almeno apparentemente, sembra l’elenco fornito dalla Sezione C attinente gli strumenti finanziari:

1. “Valori mobiliari.
2. Strumenti del mercato monetario.
3. Quote di un organismo di investimento collettivo.
4. Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o di altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti.
5. Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l’esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti oppure possa avvenire in contanti a discrezione di una delle parti (invece che in caso di inadempimento o di altro evento che determini la risoluzione).

6. Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti purché negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione.
  7. Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possano essere eseguiti in modi diversi da quelli citati al punto C.6 e non abbiano scopi commerciali, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richieste di margini.
  8. Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito.
  9. Contratti finanziari differenziali.
- (10) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione debba avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o possa avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (invece che in caso di inadempimento o di altro evento che determini la risoluzione del contratto), nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti citati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richieste di margini”.

Con riferimento ai soggetti destinatari, il VII Considerando della MiFID precisa che “La presente direttiva è destinata a disciplinare le imprese la cui abituale attività consiste nel prestare servizi o effettuare attività di investimento a titolo professionale. Occorre pertanto escludere dal suo ambito d'applicazione chiunque eserciti altre attività professionali”. Nei Considerando successivi sono indicati gli altri casi di esclusione dal campo di applicazione della direttiva:

“Le persone che amministrano mezzi propri (patrimonio) e le imprese che non prestano servizi di investimento e/o non effettuano attività d'investimento diversi dalla negoziazione per conto proprio a meno che siano market-maker o negozino per conto proprio al di fuori di un mercato

regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione su base organizzata, frequente e sistematica fornendo un sistema accessibile ai terzi al fine di avviare negoziazioni con essi (...)" (VIII Considerando);

"(...) le imprese di assicurazioni le cui attività sono oggetto di appropriata sorveglianza da parte delle autorità competenti in materia di vigilanza prudenziale e che sono soggette alla direttiva 64/225/CEE del Consiglio, del 25 febbraio 1964, volta a sopprimere in materia di riassicurazione e di retrocessione le restrizioni alla libertà di stabilimento ed alla libera prestazione dei servizi, alla prima direttiva 73/239/CEE del Consiglio, del 24 luglio 1973, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di accesso e di esercizio dell'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita e alla direttiva 2000/83/CE del Consiglio e del Parlamento europeo, del 5 novembre 2002, relativa alla assicurazione sulla vita" (X Considerando);

"(...) le persone che non prestano servizi a terzi, ma la cui attività consiste nel prestare servizi di investimento esclusivamente alla loro impresa madre, alle loro imprese figlie o ad altre imprese figlie della loro impresa madre" (XI Considerando);

"(...) chiunque presti servizi di investimento unicamente a titolo accessorio nell'ambito della propria attività professionale, a condizione che detta attività sia disciplinata e che detta disciplina non escluda la prestazione, a titolo accessorio, di servizi di investimento" (XII Considerando);

"(...) le persone i cui servizi di investimento consistono esclusivamente nella gestione di sistemi di partecipazione dei lavoratori e che pertanto non prestano servizi di investimento a terzi" (XIII Considerando);

"(...) le banche centrali ed altri organismi che svolgano funzioni analoghe, nonché gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico o che intervengano nella medesima, dove per gestione si intende anche l'investimento del debito pubblico, ad eccezione degli organismi a capitale parzialmente o integralmente pubblico aventi scopi commerciali o scopi connessi con l'acquisizione di partecipazioni" (XIV Considerando);

"(...) gli organismi di investimento collettivo e i fondi pensione, siano essi coordinati o no a livello comunitario, nonché i depositari e i dirigenti di tali organismi, in quanto essi sono soggetti ad una normativa specifica adeguata alle loro attività" (XV Considerando).

\* \* \* \*



LEXJUS

AVVOCATI E DOTTORI COMMERCIALISTI ASSOCIATI

## **E. NORME DI COMPORTAMENTO DA RISPETTARE AL MOMENTO DELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO AI CLIENTI**

L'articolo 19 della Direttiva del 2004 rappresenta il quadro generale delle norme di comportamento che trova poi maggior dettaglio nella Direttiva di 2° livello dell'8 agosto 2006.

Il principio cardine che viene stabilito al primo paragrafo dell'articolo in commento è quello dell'agire onesto e professionale dell'impresa di investimento nella prestazione dei servizi di investimento e/o dei servizi accessori, il tutto al fine di servire meglio gli interessi dei clienti, nel rispetto, in particolare, dei principi di cui ai paragrafi da 2 a 8 dell'articolo 19.

Come si vede, nella Direttiva 2004, più che in precedenza, l'interesse del cliente è posto in posizione centrale rispetto a tutti gli altri interessi propri dell'intermediario finanziario e l'agire onesto equo e professionale dell'impresa di investimento non è più congiunto all'integrità dei mercati, ma ora viene individualizzato.

La prospettiva diversa è facilmente desumibile dal confronto con l'art. 26 del Regolamento CONSOB 11522/98, ove appunto si stabilisce che gli intermediari autorizzati agiscono sia nell'interesse degli investitori che dell'integrità del mercato mobiliare.

Il secondo paragrafo dell'articolo 19 poi stabilisce una norma di vera e propria trasparenza nell'ambito delle comunicazioni di marketing indirizzate dalle imprese di investimento ai clienti o potenziali clienti.

Correttezza non vuol dire altro che le predette informazioni devono essere veritiere e non ingannevoli, al pari della pubblicità, secondo le Direttive Comunitarie 84/450/CEE contenuta prima nei D.lgs. 74/92 e 67/2000 e ora agli articoli da 18 a 27 del nostro Codice dei Consumi (D.lgs. 206/05).

Le predette comunicazioni di marketing, poi, devono essere chiaramente identificabili come tali, così che viene bandita la comunicazione pubblicitaria e/o di marketing non chiara o occulta.

Il terzo paragrafo dell'articolo 19 è rapportabile, sia pure con una chiara evoluzione, alla lettera b del primo comma dell'articolo 28 del Regolamento CONSOB del 98 che stabilisce che prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'esecuzione della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori, gli

intermediari autorizzati devono: “..... consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all’Allegato n°3”.

Tale documento è composto da avvertenze generali, da una parte A relativa alla valutazione del rischio di un investimento in strumenti finanziari, da una parte B relativa la rischiosità degli investimenti in strumenti finanziari derivati, da una parte C inerente la rischiosità di una linea di gestione di patrimoni personalizzata.

Il paragrafo tre della nuova Direttiva, inoltre, reintroduce anche le informazioni sull’impresa di investimento e i relativi servizi, che erano le uniche informazioni contenute in un documento che doveva essere rilasciato in vigenza della legge n° 1 del 91, oltre ad altre informazioni sugli strumenti finanziari (e quindi simile a quello di cui all’allegato 3 del Regolamento CONSOB tuttora vigente) e sulle strategie di investimento proposte e cioè su quelle strategie che sono utili alla realizzazione, ai sensi dell’art. 21 della Direttiva del 2004, della cd. Best Execution, di cui parleremo in seguito. Il documento che ci occupa, inoltre, dovrebbe contenere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi agli strumenti finanziari o determinate strategie di investimento. Sempre l’impresa di investimento è tenuta a fornire informazioni aggiornate sulle sedi di esecuzione dei servizi e per evidenti ragioni di trasparenza, sui costi e sugli oneri accessori. Tale ultima indicazione ci richiama la cd. trasparenza bancaria, contenuta agli articoli 115 e seguenti del nostro TUB.

Le finalità del complesso suddetto di informazioni sono quelle di rendere cosciente l’investitore sulla natura del servizio di investimento e sul tipo specifico di strumenti finanziari proposti, nonché sui rischi connessi, il tutto affinché gli investitori possano prendere le loro decisioni con soddisfacente cognizione di causa.

Secondo la Direttiva le predette informazioni potranno essere fornite in formato standardizzato.

Ora siamo certi che non si possa evitare di applicare tale ulteriore disposizione, ma siamo altresì certi che il vero e proprio cd. “ abuso dello standard”, sia stato una delle maggiori cause della cattiva negoziazione passata di prodotti finanziari.

La prassi, infatti, di sottoporre agli investitori pile di documenti, senza dare loro la possibilità neppure di leggerli, non dico di studiarli e comprenderli, ha creato i disastri che sono sotto gli occhi di tutti (CIRIO, PARMALAT, ARGENTINA ecc).

Come è allora possibile conciliare la necessità di una reale operatività per le negoziazioni di massa con la necessaria conoscenza da parte degli investitori?

A mio avviso è necessario, innanzitutto, che l'investitore possa avere copia dei documenti da sottoscrivere con anticipo, rispetto alla negoziazione dei prodotti. Per esempio uno o due giorni prima, al fine di leggere quanto dovrà essere sottoscritto.

Gli intermediari, quindi, dovrebbero spingere gli investitori al dettaglio a utilizzare tale modalità, facendola divenire, con il tempo, come una normale prassi.

E' poi necessario che anche al di fuori di un rapporto di consulenza, gli intermediari siano pronti e disposti a realmente interagire con gli investitori e a spiegare loro i punti centrali dei documenti loro sottoposti.

Ma veniamo al paragrafo quattro e cioè quello che si occupa della consulenza.

La prima regolamentazione specifica della consulenza finanziaria è rinvenibile nella legge n. 1 del 1991 (cd. legge SIM).

Come è noto la predetta legge è stata un passaggio essenziale per la nuova disciplina del mercato finanziario italiano, in quanto il nostro legislatore ha, per la prima volta, regolamentato nel modo più completo possibile il settore della intermediazione finanziaria stabilendo, all'art. 1 della legge, le attività facenti parte del suddetto settore e riservando il loro esercizio a soggetti ben individuati quali, appunto, le SIM, le Banche, gli agenti di cambio e le società fiduciarie, e facendo divieto ai cd. promotori dei servizi finanziari di svolgere *“ogni forma di attività di consulenza porta a porta”* (art. 5, comma 3 legge n. 1/1991).

Tuttavia, la Consob, ha dato, con la Comunicazione Bor / Rm 9400 5134 del 23 maggio 1994, la sua interpretazione sul punto, ritenendo che l'attività di consulenza, pur essendo una attività cd. neutra rispetto ai valori consigliati, non esonerava i promotori dal *“consigliare circa i valori mobiliari ai quali si riferisce la sollecitazione, illustrandone caratteristiche e ragioni di convenienza”*.

In altre parole la norma sopra citata, per la Consob, non aveva stabilito un divieto assoluto di consulenza porta a porta ma, anzi, considerava la consulenza come un'attività in un certo qual modo auspicabile nell'ambito, però, dei soli prodotti distribuiti dall'intermediario mandante e con i limiti sopra riferiti.

Sempre sotto il vigore della legge n. 1/1991, la Consob, con la Comunicazione N. SGE / RM 91006781, ha affermato che l'attività di consulenza in materia di valori mobiliari *“consiste nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso,*

*in applicazione della regola della cd. suitability rule, conosciuta negli ordinamenti finanziari evoluti, che impone agli intermediari professionali di operare nella maniera più adeguata in relazione alle specifiche esigenze del cliente”.*

L'intento specifico della Consob era quello di chiarire come la consulenza fosse una attività distinta dalla generica diffusione di pubblicazioni e consigli relativi i valori mobiliari ad una platea indeterminata di investitori, in quanto la predetta ultima attività non si fonda su un rapporto personalizzato, caratteristica tipica della consulenza in campo finanziario.

Nel maggio del 1994, tuttavia, la Consob, come già in precedenza anticipato, con la Comunicazione BOR / RM / 94005134, ha precisato che la consulenza in ambito finanziario si caratterizza:

*“per l'essere tendenzialmente “onnicomprensiva” (ossia esente da limiti circa il tipo di valori mobiliari oggetto dei consigli per abbracciare, tendenzialmente, tutti i prodotti presenti sul mercato), nonché per la sostanziale “neutralità” dell'intermediario rispetto alla conclusione delle operazioni eventualmente conseguenti all'esercizio della consulenza, nella quale si esaurisce la prestazione dell'intermediario stesso”.*

La Consob, sempre con la predetta Comunicazione, ha chiarito, per la prima volta, la distinzione tra gestione di patrimoni e consulenza finanziaria, precisando che *“l'elemento che contraddistingue, in via principale, il contratto di gestione di patrimoni mobiliari va individuato non tanto nell'esistenza di poteri discrezionali rispetto alla movimentazione delle consistenze patrimoniali del cliente, quanto, piuttosto, nella finalità di valorizzazione di un determinato patrimonio, da realizzarsi mediante il compimento di una serie di attività unitariamente volte al conseguimento di un risultato utile all'attività di investimento e disinvestimento in valori mobiliari”.*

Successivamente, con l'ampia rivisitazione della normativa, da parte del legislatore comunitario (si veda, in particolare, la Direttiva n. 93/12/CE) e di quello Nazionale (Decreto Eurosim) il quadro è cambiato.

La consulenza, infatti, è uscita dal novero delle cd. attività riservate per far parte delle cd. attività libere, non sottoposte a riserva e, quindi, da chiunque esercitabili.

Negli allegati a) e c) della predetta Direttiva sono, così, elencati i *“servizi di investimento”* e i *“servizi accessori”* e la consulenza finanziaria è collocata tra i secondi.

Nell'ambito di tale vera e propria liberalizzazione dei servizi di consulenza è stato emanato il cd. Decreto Eurosim del 1996, cui poi ha fatto seguito l'attuale TUF del 1998.

Attualmente L'attività di "*consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari*" è definita dall'art. 1, comma 6, lett. F del TUF come un "*servizio accessorio*" distinto dai "*servizi di investimento*" di cui al comma 5 dello stesso articolo.

Come già detto, l'attività di consulenza in campo finanziario è stata liberalizzata e cioè può essere svolta da tutti ad eccezione dei promotori finanziari, in quanto come ritenuto dalla Consob nell'art. 94 della Delibera n. 11745 del 1998, modificato dal Regolamento Intermediari n. 11522/98, i promotori non possono svolgere l'attività di consulenza se non "*per conto del soggetto abilitato per il quale operano o di altro soggetto appartenente al medesimo gruppo*", con la conseguenza che i promotori finanziari pur potendo svolgere il servizio accessorio di consulenza, lo potranno fare in qualità di meri incaricati e sotto la direzione di un intermediario proponente, il quale rimane il vero titolare del servizio.

Resta ferma, chiaramente, la legittimazione del promotore a svolgere l'attività di consulenza illustrativa e/o strumentale, avente esclusivamente lo scopo di orientare il cliente verso il prodotto di investimento più adatto al suo profilo e ai suoi obiettivi.

In altri termini, come abbiamo già precisato, il promotore non è abilitato a svolgere consulenza "*in proprio*" ma può rendere tale servizio accessorio unicamente per conto dell'intermediario per il quale opera (o per il medesimo Gruppo).

E' bene, tuttavia, precisare come l'attività di consulenza del promotore finanziario, nonostante i limiti suddetti, sta assumendo aspetti fondamentali per gli intermediari finanziari a causa della evoluzione che sta interessando, ormai da alcuni anni, la distribuzione dei prodotti finanziari, con il passaggio delle reti dei promotori dalla mera funzione di vendita a quella anche consulenziale. Tale esigenza si è, ancor di più accentuata a seguito delle vicende del cd "*risparmio tradito*", che hanno visto coinvolti numerosissimi intermediari finanziari e centinaia di migliaia di risparmiatori ai quali spesso sono stati negoziati strumenti finanziari inadatti o inadeguati, per la carenza, appunto di una matura e diffusa attività consulenziale, per quanto possibile, obiettiva e indipendente.

Ed è proprio a seguito della sempre più sentita necessità per gli investitori di una più pregnante tutela, garantita anche da una maggiore assistenza nella negoziazione dei prodotti finanziari, che il terzo considerando della Direttiva del 2004 stabilisce 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.” In altre parole, la consulenza, passa dai servizi accessori a quelli principali, mentre il paragrafo 4 dell’articolo 4 (Definizioni) della Direttiva stabilisce che sia “consulenza in materia di investimenti”, la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente dietro sua richiesta o per iniziativa dell’impresa di investimento riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari.

In questo processo che vede la consulenza come uno dei servizi più importanti che una impresa può prestare, ancorché non obbligatorio, si pone la generale disposizione contenuta nel paragrafo 4 che stabilisce che quando l’impresa di investimento effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, deve ottenere dall’investitore le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento, per essere in grado, l’impresa, di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente.

Ora in relazione a quanto stabilito dalla Direttiva di secondo livello (Direttiva/2006/73/CE) è necessario esaminare quali siano le suddette informazioni. Bisogna considerare che la regolamentazione stabilita dall’articolo 35 della Direttiva di 2° livello, riguarda la gestione del portafoglio e stabilisce che le informazioni devono soddisfare i seguenti criteri:

- A. corrispondere agli obiettivi di investimento del cliente;
- B. essere di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all’investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
- C. essere di natura tale per cui il cliente possieda le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all’operazione o alla gestione del suo portafoglio.

In base al paragrafo 3 della Direttiva di 2° livello “Le informazioni riguardanti la situazione finanziaria di un cliente o potenziale cliente includono, laddove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del suo reddito regolare, sulle sue attività, comprese le sue attività liquide, su i suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari.”

Orbene le informazioni sulla situazione finanziaria non possono che riguardare la gestione del portafoglio in quanto le predette informazioni sono strumentali alle operazioni raccomandate ai sensi della lettera b. del paragrafo 1 della Direttiva del 2006, mentre per le negoziazioni in generale il quarto paragrafo della Direttiva del 2004 non richiede informazioni sulla situazione finanziaria, ma sulle conoscenze e esperienze in materia di investimenti riguardanti il tipo specifico di prodotto o servizio richiesto.

Di particolare importanza è quanto stabilito, poi, dal quinto paragrafo della Direttiva di 2° livello ove è detto:” Quando l’impresa di investimento che fornisce un servizio di investimento di consulenza in materia di investimenti o gestione del portafoglio non ottiene le informazioni di cui all’articolo 19, paragrafo 4, della direttiva 2004/39/CE, l’impresa non raccomanda i servizi di investimento o gli strumenti finanziari al cliente o potenziale cliente.”

Ciò vuol dire che l’impresa di investimento non può svolgere attività di consulenza senza una previa specifica e approfondita conoscenza del cliente : ciò è assolutamente logico e condivisibile in quanto l’impresa che cumula l’attività di negoziazione e di consulenza, deve altresì essere responsabilizzata nel momento in cui conosce il cliente, ma consiglia male.

Si apre, in altri termini, un percorso con le imprese di investimento che effettuano consulenza che potrà essere proficuo di soddisfazioni economiche e professionali ma anche di pericoli insiti, appunto, come detto, nella responsabilità professionale del professionista che svolge malamente il suo lavoro, con scarsa onestà equità e professionalità ( si veda primo paragrafo art. 19).

In altri termini l’impresa di investimento – consulente sarà come il medico, l’avvocato, il notaio che potrà rispondere, conoscendo come la legge gli impone il suo cliente, per la erroneità delle raccomandazioni rispetto a quanto stabilito dalle lettere a,b, e c dell’art. 35 della Direttiva di secondo livello.

L’impresa di investimento, quindi, là dove dovesse ritenere che il cliente non abbia dato in modo completo le informazioni e ancor di più non le abbia proprio date, dovrà, al fine di non essere responsabilizzata non dare corso al rapporto di consulenza.

Sino ad ora abbiamo trattato della valutazione di adeguatezza che è riservata, per la Direttiva di secondo livello alla consulenza finanziaria.

Per la negoziazione su base individuale, la Direttiva di secondo livello non parla più di adeguatezza (termine questo reso familiare in Italia dal Regolamento CONSOB del 98), ma di appropriatezza.

In base al primo comma dell'articolo 36 l'accertamento da parte dell'impresa di investimento in merito alla valutazione di appropriatezza per il cliente di un servizio di investimento è fatto tramite la verifica del livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che il prodotto o servizio di investimento offerto o richiesto comporta e cioè è più limitato tale accertamento rispetto alla valutazione di adeguatezza, che non richiede solamente la verifica del livello di esperienza e conoscenza, ma anche se il servizio corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente (lettera a art. 35) e se il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento (lettera b art. 35).

Solamente per i clienti professionali (ai sensi del 2° comma dell'articolo 36 della Direttiva di 2° livello), l'impresa di investimento ha il diritto di presumere che il cliente abbia il livello di conoscenza ed esperienza necessario per comprendere i rischi connessi a quei determinati servizi di investimento od operazioni o a quei tipi di operazioni o prodotti per i quali il cliente è classificato come professionale.

L'art. 37 della Direttiva di secondo livello, inoltre, contiene delle disposizioni comuni per la valutazione dell'adeguatezza. Si stabilisce, come di consueto, per lo Stato membro che deve operare il recepimento delle disposizioni comunitarie, un vero e proprio obbligo in base al quale gli Stati membri devono far sì che vengano inclusi (oltre agli altri già sopra enunciati e relativi al livello di esperienza e conoscenza e oltre agli altri che gli Stati membri riterranno di porre per la più pregnante tutela dell'investitore) i seguenti elementi, nella misura in cui siano appropriati vista la natura del cliente ( tale inciso sembrerebbe chiaramente voler escludere i clienti professionali), la natura e l'importanza del servizio da fornire e il tipo di prodotto od operazione previsti, nonché la complessità ed i rischi connessi:

- a. una specifica indicazione dei tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza. In altri termini se il cliente ha esperienza solamente con i titoli di Stato, dovrà dirlo e la predetta informazione non potrà che ancor meglio svelare il livello di esperienze e conoscenze del cliente;
- b. la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite. La natura delle operazioni, si collega alla lettera a. Assai importante è l'indicazione del volume al fine di poter valutare le potenzialità anche economiche del cliente, mentre la frequenza dimostra

se ci si trovi di fronte ad un utilizzatore sporadico o assiduo del mercato finanziario. Mentre il periodo può essere un indicatore nel senso che se il periodo è ravvicinato, si può formare un maggior livello di conoscenza, se è più remoto si deve desumere un più affievolito livello di conoscenza degli strumenti

- c. il livello di istruzione e la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente o del potenziale cliente.

Tali informazioni sono assai rilevanti e confermano quanto l'ampia giurisprudenza italiana ha più volte enunciato per il contenzioso inerente il cd. risparmio tradito. Si è rilevato, infatti, come gli obblighi informativi rispetto all'investitore e la valutazione di inadeguatezza debbano tener conto anche del grado di istruzione dell'investitore, nel senso che un grado di istruzione più basso richiede maggiore attenzione e avvedutezza in quella che è stata chiamata la cd. consulenza incidentale e/o strumentale. Di tale avviso, tra l'altro, è stata la CONSOB nella sua comunicazione del 1999.

Assai importante la disposizione del 2° paragrafo dell'art. 37, secondo la quale: "L'impresa di investimento non incoraggia un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste ai fini dell'applicazione dell'articolo 19, paragrafi 4 e 5, della direttiva 2004/39/CE." (i suddetti paragrafi si riferiscono all'obbligo di conoscenza dell'impresa di investimento che presta consulenza sulle conoscenze e esperienze del cliente, mentre il periodo 5 si riferisce alle informazioni che devono essere richieste sempre sull'esperienza e sulle conoscenze del cliente, al di fuori però di un rapporto di consulenza finanziaria).

Dicevamo che è importante tale disposizione in quanto, nel recente passato, le imprese di investimento hanno spinto attivamente gli investitori a non rilasciare le informazioni, sia per ragioni evidenti di operatività sia per sminuire le loro responsabilità nel caso di mancata segnalazione di inadeguatezza. Responsabilità che, tuttavia, la CONSOB ha ritenuto ugualmente sussistente anche in caso di mancanza di informazioni, in quanto, in tal caso, l'intermediario si sarebbe dovuto basare sull'operatività pregressa dell'investitore.

Il 3° paragrafo, poi stabilisce che l'impresa di investimento ha il diritto di fare affidamento sulle informazioni fornite dai suoi clienti o potenziali clienti, a meno che non sia al corrente, o in condizione di esserlo, che sono manifestamente sbagliate, inesatte o incomplete.

Quanto sopra presuppone che il diritto di fare affidamento sulle informazioni ricevute presuppone sia un obbligo per l'impresa di aggiornare periodicamente le informazioni stesse sia

di controllare attivamente la loro inesattezza o incompletezza. L'informazione è, per esempio, inesatta se l'investitore ha dichiarato di avere in precedenza investito con lo stesso intermediario in prodotti finanziari complessi, come derivati, mentre l'impresa, che ha sempre detenuto il rapporto con il cliente sa o ben può sapere che i precedenti investimenti sono stati esclusivamente in CCT o BOT.

Ma andiamo al secondo comma del paragrafo 5 della Direttiva 2004/39/CE.

Nella predetta disposizione abbiamo quella che oggi vigente il Regolamento CONSOB del 98 è chiamata la segnalazione di inadeguatezza.

L'art. 29 del Regolamento CONSOB, infatti, stabilisce che gli intermediari autorizzati si devono astenere dall'effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensioni e possono eseguire l'operazione solamente dopo aver avvertito l'investitore e aver ottenuto esplicita autorizzazione a operare ugualmente.

Il secondo comma del paragrafo 5 della Direttiva è simile alla disposizione sopra detta e stabilisce però solamente un vero e proprio obbligo di segnalazione senza però la procedura più complessa di convalida di cui all'art. 29 del Reg. CONSOB. La cosa che un po' inquieta è che la segnalazione può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

Inquieta in quanto l'abuso che si è fatto nel passato di tale procedura è sotto gli occhi di tutti ed è ben stigmatizzato in decine di sentenze emesse nel nostro Paese per il cd. Risparmio tradito.

E' certo che formato standardizzato non voglia dire che la segnalazione possa essere generica, in quanto la stessa va data in modo completo ed esaustivo, con le indicazioni fornite in modo trasparente e professionale dei motivi per i quali l'operazione non sia adatta. Per esempio se un'operazione indicata attiene a prodotti derivati e il cliente ha un grado di conoscenza ed un'esperienza modesta, sarà necessario prospettare che l'operazione non è adatta e, quindi, può essere rischiosa.

L'ultimo comma del paragrafo 5 della Direttiva del 2004, stabilisce che qualora il cliente o potenziale cliente scelga di non fornire le informazioni stabilite al primo comma del paragrafo 5 in ordine alle sue conoscenze ed esperienze o là dove le predette informazioni dovessero essere insufficienti, l'impresa di investimento avverte il cliente o potenziale cliente che tale decisione le impedirà di determinare se il servizio o il prodotto sia a lui adatto. La predetta avvertenza può essere fornita anche in formato standardizzato.

Come si vede, mentre nella procedura italiana alla segnalazione di inadeguatezza deve far seguito, per eseguire ugualmente l'operazione un ordine impartito per iscritto del cliente nella procedura Comunitaria la esecuzione dell'ordine è automatica a seguito del silenzio dell'investitore dopo la segnalazione.

In altri termini l'investitore nella procedura Comunitaria deve espressamente inibire l'operazione, mentre nella procedura italiana l'operazione è automaticamente inibita senza una ulteriore manifestazione di volontà.

Ci sembra che la procedura italiana sia senz'altro più garantista per l'investitore rispetto a quella Comunitaria e volta a preservare e tutelare il risparmio in quanto una cosa è prendere semplicemente atto di una comunicazione e altra cosa è prendere atto e disporre in merito all'operazione segnalata come non adatta.

Ai sensi del paragrafo 6 dell'articolo 19 è stabilito che gli Stati membri ove l'impresa di investimento si limita alla mera esecuzione e/o ricezione e trasmissione degli ordini del cliente (cd. Execution only), con o senza servizi accessori, autorizzano le imprese stesse a prestare detti servizi di investimento ai loro clienti senza che sia necessario ottenere le informazioni o procedere alla determinazione di cui al paragrafo 5 quando sono soddisfatte congiuntamente tutte le seguenti condizioni:

i servizi sono prestati a iniziativa del cliente o potenziale cliente e lo stesso è informato che l'impresa non è tenuta a valutare l'idoneità dello strumento, non beneficiando della protezione offerta dalle norme di comportamento delle imprese, riferendosi i servizi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un Paese terzo, a strumenti del mercato monetario, a obbligazioni o ad altri titoli di credito, con esclusione delle obbligazioni o titoli di credito che impongono uno strumento derivato o a OICVM e, infine se l'impresa di investimento ha rispettato gli obblighi inerenti i conflitti di interesse (art. 18 Direttiva 2004).

Il paragrafo 7 dell'articolo 19, utilizza dei termini un po' complicati per stabilire che tra l'impresa di investimento e il cliente vi debba essere un contratto scritto per la prestazione di servizi in cui sono precisati i diritti e gli obblighi delle parti e le altre condizioni alle quali l'impresa fornirà servizi al cliente, con la precisazione che ai predetti diritti e obblighi si possa fare riferimento tramite altri documenti o testi giuridici.

L'articolo 39 della Direttiva di secondo livello stabilisce l'obbligo per i nuovi clienti al dettaglio per i rapporti instaurati dopo l'entrata in vigore della Direttiva di concludere un accordo scritto su carta o altro supporto durevole con il cliente in cui vengano fissati i diritti e gli obblighi essenziali dell'impresa e del cliente.

Tale disposizione si è resa evidentemente necessaria in quanto non in tutti i Paesi dell'UE, come in Italia, era prevista la forma scritta del contratto, essendovi, quindi, per alcuni Paesi la libertà di forma, come lo era anche nel nostro in epoca antecedente la legge n°1/91.

L'ottavo comma della Direttiva in commento stabilisce l'obbligo da parte dell'impresa di investimento di rendere ai clienti adeguate informazioni sui servizi prestati con l'indicazione, se del caso, dei costi delle operazioni e dei servizi prestati per loro conto. In base alla dizione di tale disposizione appare evidente che la relazione sembra essere qualche cosa di più dell'invio periodico dell'estratto conto titoli, ma che debba essere una vera rendicontazione non solo contabile delle operazioni effettuate, con l'indicazione, come si è visto dei costi. Tale disposizione di carattere generale è dettagliata dagli articoli 42 e 43 della Direttiva di 2° livello.

L'articolo 42 si riferisce alla gestione di portafoglio o gestione conti di clienti al dettaglio che richiedono una posizione aperta scoperta su operazioni con passività potenziali, e stabilisce che, in tali casi le imprese di investimento devono comunicare ai clienti al dettaglio eventuali perdite che superino una soglia predeterminata convenuta tra le parti non più tardi della fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata o, qualora tale soglia venga superata in un giorno non lavorativo, dalla fine del giorno lavorativo successivo. La predetta disposizione è particolarmente utile per i clienti al dettaglio in quanto dà loro la possibilità di monitorare continuamente la situazione dei loro investimenti e poter disporre insieme all'impresa di investimento gli opportuni rimedi.

Ricordiamo che una norma simile, ma di minore portata, è contenuta al n° 3 dell'articolo 28 del Regolamento CONSOB n° 11522 del 98 ove è disposto che: “ Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei premi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni” e al n° 4 dello stesso articolo ove si dispone che:”Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore ove il patrimonio affidato nell'ambito di una gestione si sia ridotto per effetto di perdite, effettive o

potenziali, in misura pari o superiore al 30% del controvalore..” L’articolo 43 della Direttiva di 2° livello, sempre nel dettagliare il paragrafo 8 dell’articolo 19 della Direttiva del 2004, stabilisce l’obbligo degli Stati membri di prescrivere alle imprese di investimento che detengono strumenti finanziari o fondi di clienti di inviare, almeno una volta all’anno, ai clienti un rendiconto di tali strumenti finanziari o fondi, su un supporto durevole e quindi cartaceo e sempre che tale rendiconto non già stato fornito in altri rendiconti periodici.

Le informazioni che devono essere contenute nel rendiconto, sono, in sintesi quelle inerenti i dettagli di tutti gli strumenti o fondi, in che misura gli strumenti o fondi siano stati oggetto di operazioni di finanziamento tramite titoli, l’entità di eventuali benefici maturati dal cliente in virtù della partecipazione ad operazioni di finanziamento tramite titoli e la base sulla quale tali benefici sono stati maturati.

Il paragrafo 9 dell’articolo 19 della Direttiva in commento stabilisce la possibilità di essere esonerati dagli obblighi stabiliti dall’articolo 19 nel caso in cui venga proposto da una impresa di investimento un servizio di investimento che faccia parte di un prodotto finanziario già soggetto ad altre disposizioni di diritto comunitario o a norme comuni europee connesse con gli enti creditizi e i crediti al consumo in relazione alla valutazione del rischio dei clienti e/o dei requisiti in materia di informazione.

Tale disposizione è stata evidentemente introdotta al fine di evitare una duplicazione dei controlli e di normative da applicare.

In ultimo, esaminiamo quanto stabilito al paragrafo 10 dell’articolo 19. In tale paragrafo si dispone che al fine riassicurare la necessaria tutela degli investitori e l’applicazione uniforme dei paragrafi da 1 a 8 dell’articolo 19, la Commissione europea adatta con la procedura semplificata stabilita dalla decisione 1999/468/CE tutte quelle misure di esecuzione necessarie volte a garantire che le imprese di investimento rispettino i principi di cui ai predetti paragrafi nel momento in cui prestano i loro servizi.

Tali misure devono tenere in considerazione sia la natura dei servizi proposti o forniti al cliente, tenendo conto dell’oggetto, delle dimensioni e della frequenza delle operazioni che la natura degli strumenti, che infine, e la natura del cliente.

Con la predetta norma, in altri termini si è stabilito di inserire una procedura semplificata di adeguamento assai opportuna in ragione della particolare velocità con la quale sia il mercato finanziario che le esigenze degli investitori si muovono.



LEXJUS  
AVVOCATI E DOTTORI COMMERCIALISTI ASSOCIATI

\* \* \* \*

## **F. BEST EXECUTION**

Il 33° considerando della Direttiva 2004/39/CEE statuisce che è necessario che sia imposto, in modo concreto, alle imprese di investimento un obbligo generale di esame delle condizioni migliori, così da garantire che le stesse eseguano gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente. Il predetto obbligo dovrebbe applicarsi alle imprese di investimento che hanno obblighi di natura contrattuale o derivante da un rapporto di intermediazione nei confronti del cliente.

In passato la cd. BEST EXECUTION RULE, ancorché non codificata a livello legislativo era riconducibile a principi generali e soprattutto al principio di diligenza professionale e all'obbligo per l'intermediario di cui all'art. 5 del DLGS 58/98 e 21 di comportarsi nell'interesse del cliente e per l'integrità dei mercati.

Pur non avendo avuto in passato una regolamentazione specifica da parte del legislatore primario, la regola che ci occupa può considerarsi inclusa ex professo nel 3° comma dell'art. 32 del Regolamento CONSOB n° 11522/89 ove è così statuito "... gli intermediari autorizzati eseguono in conto proprio o in conto terzi le negoziazioni alle migliori condizioni possibili, con riferimento al mercato, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse." Nello individuare le migliori condizioni, poi, "si ha riguardo ai prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente dall'investitore."

Secondo l'Annunziata (in Regole di comportamento degli intermediari e imprese dei mercati mobiliari) vigente la legislazione antecedente il DLGS 58/98 l'operatività del principio della migliore esecuzione si estende a tutte le "migliori condizioni" di esecuzione delle operazioni, senza esaurirsi al solo elemento del prezzo o delle spese che il cliente sostiene.

In altri termini il principio in commento costituisce una vera e propria specificazione di un generale obbligo di diligenza e correttezza, voluto dal legislatore secondario, nella piena consapevolezza che l'intermediario con la propria attività entra in un campo di rilevanza anche costituzionale quale è quello della tutela del risparmio, per cui la migliore esecuzione va intesa nel modo più esteso possibile, e non va ristretta a condizioni limitate al solo prezzo delle transazioni o ad elementi di contorno.

Ma andiamo a quanto stabilito dalla Direttiva 2004/39/CE. Orbene, l'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente è posto dall'art. 21 della Direttiva. Si rileva, innanzitutto, la previsione di un obbligo per gli Stati membri affinché gli stessi prescrivano alle imprese di investimento tutte le misure ragionevoli, allorché eseguono ordini, per ottenere il miglior risultato favorevole per i loro clienti, non tenendo, tuttavia, solamente conto del prezzo ma anche dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni, della natura dell'ordine o di qualsiasi altra condizione pertinente ai fini della sua esecuzione.

La suddetta elencazione, in effetti, sembra tener conto di quanto la SEC negli Stati Uniti aveva chiarito al fine del principio della BEST EXECUTION, ove oltre al prezzo si sarebbe dovuto tener conto di altri fattori quali:

1.the size of the order; 2. the speed of the execution available on competing markets; 3. the trading characteristics of the security; the availability of accurate information comparing markets and technology to process such data; 5. the availability of access to competing markets; the cost of such access.

A livello Europeo il CESA aveva già prima della Direttiva in commento tenuto conto dei fattori diversi e ulteriori al prezzo al fine della BEST EXECUTION.

I fattori indicati nella direttiva devono essere obbligatoriamente osservati dall'impresa di investimento a meno che non vi siano istruzioni specifiche del cliente in merito alla esecuzione dell'ordine.

Il settantesimo considerando della Direttiva 2006/73/CE, ha precisato che l'obbligo di ottenere il miglior risultato possibile quando si eseguono gli ordini dei clienti si applica a tutti gli strumenti finanziari, pur tenendo conto delle diverse circostanze collegate all'esecuzione degli ordini relativi a particolari strumenti finanziari (nel considerando si fa riferimento a uno strumento come l'OTC).

Al settantesimo considerando, poi, si precisa che ai fini della determinazione della migliore esecuzione in corso di ordini di clienti al dettaglio, i costi relativi all'esecuzione devono includere le commissioni o competenze proprie dell'impresa applicate al cliente per scopi limitati, nei casi in cui più di una sede idonea nella strategia di esame dell'impresa sia in grado di eseguire un determinato ordine.

In base al 2° paragrafo dell'articolo 21 della Direttiva del 2004, inoltre, gli Stati membri devono prescrivere che le imprese di investimento istituiscano e attuino efficaci meccanismi per ottemperare al paragrafo 1 e cioè ai criteri di BEST EXECUTION, con l'attuazione di strategie per l'esecuzione degli ordini, strategie che devono specificare, per ciascuna categoria di strumenti le informazioni in ordine alle varie sedi nelle quali l'impresa di investimento esegue gli ordini e i fattori che influiscono sulla scelta della sede.

Le predette strategie devono essere portate a conoscenza dei clienti in modo appropriato, essendo necessario per l'introduzione della strategia degli ordini il consenso preliminare dei clienti.

La seconda parte del paragrafo 3, stabilisce che quando la strategia di esecuzione degli ordini venga specificamente approvata dal cliente e preveda che gli ordini dei clienti possano essere eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato, l'impresa di investimento informi il cliente, e ne ottiene il consenso preliminare esplicito prima di procedere all'esecuzione degli ordini.

Il terzo comma del paragrafo 3 riguarda gli ordini eseguiti fuori i mercati regolamentati e più precisamente le strategie di esecuzione che riguardano tali ordini. In tale ipotesi è prevista una previa comunicazione dell'impresa di investimento al cliente circa tale possibilità. Le imprese, inoltre, devono attendere prima di effettuare l'operazione il consenso preliminare esplicito dei loro clienti anche nel caso in cui si intende operare al di fuori di un sistema multilaterale di negoziazione. Tale consenso può essere formulato sotto forma di accordo generale o in relazione a singole operazioni.

Le predette autorizzazioni si rendono opportune in quanto la negoziazione nei mercati regolamentati dà la presunzione assoluta del rispetto delle principali regole della "best execution" (In tal senso cfr. R. Razzanti in *Contratti conclusi sul sistema telematico di Borsa*, in "I contratti del mercato finanziario" UTET, E. Gabrielli e R. Cener). Il paragrafo 4 dell'articolo 21 stabilisce un obbligo dell'impresa di investimento di controllo in ordine all'efficacia dei propri dispositivi di esecuzione degli ordini e delle strategie di esecuzione al fine di identificare e se del caso correggere eventuali carenze. In altri termini tali adeguamenti possono essere considerati veri e propri obblighi di compliance, cui gli intermediari sono obbligati in via generale. La valutazione, inoltre, va estesa anche alle sedi di esecuzione previste nella strategia di esecuzione degli ordini, il tutto sempre perché venga assicurato il miglior risultato possibile per il cliente. Qualsiasi modifica rilevante dei dispositivi di esecuzione degli ordini, deve essere notificata al cliente.

Per quanto attiene i paragrafi 3 e 4 dell'articolo 21 della Direttiva del 2004 è necessario considerare quanto stabilito dall'articolo 46 della Direttiva di 2° livello. Per tale ultima disposizione la strategia di esecuzione va riesaminata annualmente e tale riesame va fatto anche ogni volta che si verifica una modifica rilevante che influisce sulle capacità dell'impresa di continuare ad ottenere in modo duraturo il miglior risultato.

Circa la strategia di esecuzione, poi il n° 2 dell'articolo 46 stabilisce che le imprese di investimento devono fornire ai clienti al dettaglio prima della prestazione dei servizi, informazioni circa l'importanza relativa che l'impresa di investimento assegna conformemente ai criteri relativi alle caratteristiche del cliente, dell'ordine, degli strumenti finanziari e delle sedi di esecuzione (art. 44 n°1) e ai fattori citati al primo paragrafo dell'articolo 1 della Direttiva del 2004 (prezzo, costi, rapidità, ecc.), circa l'elenco delle sedi di esecuzione e un chiaro avviso circa il fatto che eventuali istruzioni specifiche del cliente possono impedire loro di adottare le misure che esse prevedono e applicano nella propria strategia di esecuzioni. Tutte le predette informazioni sono fornite in un supporto durevole o tramite un sito internet purché siano soddisfatte le condizioni di cui all'articolo 3, paragrafo 2 della Direttiva di 2° livello.

Il paragrafo 5 dell'articolo 21 pone un onere probatorio in ordine alla dimostrazione di aver eseguito gli ordini in conformità alle strategie dell'impresa in materia di esecuzione, mentre il paragrafo 6 stabilisce che per la necessaria tutela degli investitori e l'equo e ordinato funzionamento dei mercati ( da notare che è la prima volta che le due finalità sono congiunte), la Commissione adotta con la procedura esemplificata misure di esecuzione relative i criteri per la determinazione dell'importanza dei vari fattori che a norma possono essere presi in considerazione ( prezzo, costi, rapidità, ecc. ) per il miglior risultato, i fattori per il riesame dei dispositivi e per la modifica, la natura e la portata delle informazioni da fornire ai clienti in merito alle strategie di esecuzione.

Andiamo ora ad esaminare le disposizioni sull'articolo 21, paragrafo 1 e sull'articolo 19 paragrafo 1 contenute agli articoli 44 e 45 della Direttiva di secondo livello.

Ricordiamo che il primo paragrafo dell'articolo 21 della Direttiva del 2004 stabilisce il principio generale della Best Execution, nel senso che le imprese di investimento, quando eseguono gli ordini dei clienti, devono ottenere il miglior risultato possibile in termini di prezzo, costi, rapidità di esecuzione e la dove vi siano disposizioni specifiche del cliente, l'impresa è tenuta ad osservare tali disposizioni.

Il primo paragrafo dell'articolo 19 della Direttiva di primo livello stabilisce l'obbligo dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti. L'articolo 44 specifica quanto stabilito dalle norme suddette stabilendo che l'impresa di investimento deve tener conto delle caratteristiche del cliente, ivi compreso del fatto che si tratti di cliente al dettaglio o professionale, delle caratteristiche dell'ordine, delle caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine e delle caratteristiche delle sedi di esecuzione dell'ordine.

Là dove vi siano state delle istruzioni del cliente per l'esecuzione dell'ordine, l'impresa di investimento si presume che seguendo le istruzioni abbia soddisfatto l'obbligo di ottenere il miglior risultato. Quando l'impresa di investimento esegue un ordine di un cliente al dettaglio, il miglior risultato possibile è determinato tenendo conto del corrispettivo totale, che è costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione, che richiedono tutte le spese sostenute dal cliente, collegate direttamente all'esecuzione dell'ordine, ivi comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione e ogni altra competenza pagata a terzi.

In caso di pluralità di sedi concorrenti per l'esecuzione di un ordine, per poter valutare e comparare, ai fini della migliore esecuzione i risultati per il cliente che si sarebbero ottenuti eseguendo l'ordine in ciascuna sede, devono essere prese in considerazione le commissioni proprie e i costi della impresa per l'esecuzione dell'ordine in ciascuna delle sedi di esecuzione assimilabili.

La norma in commento, infine, impone alle imprese di investimento di evitare di costituire o applicare le proprie commissioni in un modo che comporti una discriminazione indebita tra una sede e l'altra. L'articolo 45 della Direttiva di 2° livello tratta dei doveri delle imprese di investimento che effettuano la gestione dei portafogli e la ricezione e trasmissione degli ordini, al fine di realizzare la cd. best execution.

In base al primo paragrafo l'obbligo di agire al meglio, sussiste anche nel caso in cui le imprese di investimento piazzino presso altre entità gli ordini nonché l'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti riguarda anche la trasmissione degli ordini ad altre entità.

I fattori che devono tenere presente le imprese di investimento per il rispetto della regola della best execution sono il prezzo, i costi, la rapidità e la probabilità di esecuzione, le dimensioni, la natura dell'ordine (art. 21 Direttiva 2004).

Come nella precedente norma anche qui, là dove l'impresa di investimento esegue le istruzioni specifiche del suo cliente in relazione ad un ordine, si presume che abbia agito al meglio.

In base al quinto paragrafo, inoltre, le imprese di investimento devono stabilire e applicare una politica che consenta loro di conformarsi all'obbligo di cui al paragrafo quattro (costi, rapidità, ecc.), identificando per ciascuna categoria di strumenti, le entità presso le quali gli ordini sono piazzati o alle quali l'impresa di investimento trasmette gli ordini. Le predetta entità devono avere dispositivi di esecuzione che consentono all'impresa di investimento di conformarsi ai propri obblighi. La politica suddetta viene comunicata ai clienti.

Periodicamente le imprese devono verificare l'efficacia della loro politica e in particolare la qualità dell'esecuzione, ponendo rimedio ad eventuali carenze. La norma in commento non si applica quando l'impresa di investimento che presta il servizio di gestione del portafoglio e/o ricezione e trasmissione degli ordini, esegue altresì ordini ricevuti o le decisioni di negoziare per conto del portafoglio dei suoi clienti. In tali casi, si applica solamente quanto stabilito poi in via generale dall'articolo 21 della Direttiva del 2004.

\* \* \* \*

## **G. CONFLITTO D'INTERESSI**

Prima di scendere alla disamina della normativa contenuta nella MIFID in merito al conflitto d'interessi, vogliamo premettere quanto segue.

L'interesse dell'investitore è quello di ottenere il massimo profitto con il minimo rischio, mentre l'interesse delle imprese di investimento è quello di guadagnare il più possibile in relazione ai servizi prestati.

Come è stato detto dal Sartori (in Le regole di comportamento ed. Giuffrè) “ Il concetto di conflitto d'interesse rileva, quindi, prima ancora che da un punto di vista giuridico da un punto di vista economico; ed è agevole comprendere come tali reciproci interessi siano in contraddizione l'uno con l'altro e come lo stesso rapporto tra cliente e intermediario sia caratterizzato da una tensione permanente fisiologica che diventerà patologica ogni qual volta lo stesso intermediario deciderà intenzionalmente di sacrificare l'interesse del risparmiatore per avvantaggiare sé o un terzo.

Di conseguenza tale categoria comprende sia la mera concorrenza di interessi che l'effettivo conflitto ( rilevante per l'attivazione delle sanzioni previste ex lege).”

E' allora chiaro che aumentando l'autonomia dell'intermediario nella gestione degli interessi economici del cliente, aumenta la possibilità di abuso da parte dell'intermediario stesso e che venga anteposto l'interesse dell'investitore rispetto all'interesse dell'intermediario.

Quello, quindi, che viene ragionevolmente leso nel conflitto d'interessi è l'elemento fiduciario che deve invece essere considerato come l'elemento primario di un rapporto che è preordinato come nel campo fiduciario, alla realizzazione degli interessi degli investitori nella integrità dei mercati.

L'ordinamento giuridico, quindi, intende reagire alla violazione della fiducia che un soggetto debole (l'investitore, il risparmiatore, il consumatore) subisce da un soggetto forte (l'intermediario, la banca) e, quindi, nell'abuso del potere del soggetto forte, abuso strumentale al conseguimento di una indebita utilità.

Nell'ambito dei rischi legati al predetto abuso, così il legislatore italiano (in recepimento di concetti e principi già espressi da tempo dal normatore comunitario) ha stabilito, con l'art. 21 del TUF del 98, l'obbligo dell'intermediario di “organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il

rischio di conflitti di interessi e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento”.

Il predetto principio è stato, sempre nel 98, dettagliato nell’art. 27 del Regolamento Consob.

Il risultato nel coordinamento delle predette due norme è che il legislatore impone agli intermediari di strutturarsi in modo tale da evitare una concorrenza di interessi con gli investitori e in presenza di situazioni conflittuali, informare i clienti della situazione, pur avendo l’obbligo di agire equamente, cioè nell’esclusivo interesse dell’investitore.

Come si può constatare, quindi, il legislatore non impone all’intermediario una astensione dalle operazioni in conflitto, ma una trasparente informativa all’investitore, per una cosciente e avveduta, da parte di quest’ultimo, gestione della situazione in conflitto e per una sua, quindi, decisione (cosciente) di accettare il rischio (esplicitato) e procedere ugualmente, alla negoziazione.

Ma andiamo all’esame delle disposizioni relative i conflitti d’interesse, contenuti nella Direttiva di 1° livello ( del 2004) e in quella di 2° livello ( del 2006).

La disposizione della Direttiva del 2004 che tratta dei conflitti d’interesse è l’articolo 18 che, al primo paragrafo, stabilisce che gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti d’interesse che potrebbero insorgere tra le imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti, al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di servizi.

Solamente quando l’impresa reputi che le disposizioni organizzative o amministrative adottate non sono sufficienti, la stessa è tenuta, prima di agire, ad informare i clienti della natura generale e/o delle fonti dei conflitti d’interessi.

La determinazione dei conflitti d’interessi potenzialmente pregiudizievoli per i clienti è demandata all’articolo 21 della Direttiva di 2° livello in basse alle seguenti ipotesi:

- a. la probabilità che l’impresa o gli altri soggetti sopra indicati possano realizzare un guadagno finanziario o possano evitare una perdita finanziaria, a spese del cliente;
- b. che l’impresa abbia nel risultato del servizio prestato al cliente o dell’operazione realizzata per conto di quest’ultimo un interesse distinto da quello del cliente;
- c. che l’impresa abbia un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o gruppo di clienti rispetto a quelli del cliente interessato;

- d. che l'impresa svolga la stessa attività del cliente;
- e. che l'impresa riceva o riceverà da una persona diversa dal cliente un incentivo, in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio.

L'articolo 22 della Direttiva di 2° livello tratta della “politica di gestione dei conflitti d'interesse”.

E' stabilito che venga predisposta dall'impresa una politica di gestione dei conflitti d'interesse che qualora l'impresa appartenga ad un gruppo tenga conto dell'eventuale conflitto risultante dalla struttura e dalla attività degli altri membri del gruppo.

Tale politica deve consentire di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto d'interesse che possa ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti e le procedure da seguire per gestire tali conflitti. Le predette procedure devono, tuttavia, garantire ai soggetti rilevanti impegnati in varie attività professionali che implicano un conflitto d'interessi un grado di indipendenza appropriato per le dimensioni e le attività dell'impresa di investimento. Le procedure da seguire e le misure da adottare, ai sensi della lettera b del paragrafo 1, lettera b sono le seguenti:

- a. procedure efficaci per impedire o per controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività che comportino un rischio di conflitto di interessi;
- b. la vigilanza separata di tali soggetti;
- c. l'eliminazione di ogni legame diretto tra la retribuzione dei soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente un'attività e la retribuzione di, i redditi generati da altri soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente un'altra attività, nel caso in cui possa sorgere un conflitto di interesse in relazione a dette attività;
- d. misure miranti a impedire o a controllare la partecipazione simultanea o consecutiva di un soggetto rilevante in servizi di investimento, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti d'interesse.

Se una o più di tali misure non assicura il grado di indipendenza richiesto per gli addetti, gli Stati membri prescrivono alle imprese misure o procedure alternative o aggiuntive.

Le informazioni da comunicare ai clienti in merito ai conflitti devono essere fornite su un supporto durevole e devono essere dettagliate così da consentire al cliente di prendere una

decisione informata sul servizio di investimento o accessorio tenuto conto del contesto in cui sorge il conflitto d'interessi.

In base all'articolo 23, inoltre le imprese di investimento devono tenere e aggiornare regolarmente un registro nel quale riportano i tipi di servizi di investimento che possono comportare un conflitto d'interesse che rischia di ledere l'interesse di uno o più clienti.

\* \* \* \*

## **H. IL NUOVO REGIME DI TRASPARENZA DELLE CONDIZIONI DI MERCATO**

Ai sensi del 44° Considerando, “Nel duplice intento di tutelare gli investitori e garantire il buon funzionamento dei mercati mobiliari, è necessario garantire la trasparenza delle operazioni e assicurare che le norme previste a tal fine si applichino alle imprese di investimento quando intervengono sul mercato. Per consentire agli investitori o ai partecipanti al mercato di valutare in qualunque momento le condizioni di un'operazione su azioni da loro presa in considerazione e di verificare a posteriori le condizioni alle quali è stata conclusa, occorre stabilire regole comuni per la pubblicazione di informazioni dettagliate sulle operazioni su azioni concluse e sulle possibilità di negoziazione esistenti. Queste regole sono necessarie per garantire l'effettiva integrazione dei mercati azionari degli Stati membri, per rafforzare l'efficacia del processo globale di formazione dei prezzi degli strumenti rappresentativi del capitale e per favorire il rispetto effettivo dell'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori. Per raggiungere questi obiettivi è indispensabile porre in atto un regime globale di trasparenza per tutte le operazioni su azioni, indipendentemente dal fatto che siano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale o tramite mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione. L'obbligo che la presente direttiva impone alle imprese di investimento di indicare i prezzi di acquisto/vendita e di eseguire un ordine al prezzo indicato non esime un'impresa di investimento dall'obbligo di indirizzare un ordine a un altro luogo di esecuzione quando questa internalizzazione potrebbe impedire che l'impresa soddisfi al meglio gli obblighi di esecuzione”. Per quanto riguarda i requisiti di trasparenza, essi sono trattati negli artt. 27-30 e 44-45 della Direttiva. Gli artt. 27 e 28 sono dedicati agli obblighi di trasparenza degli internalizzatori sistematici. In base al n° 7 dell'articolo 4 della Direttiva (Definizioni), si definisce tale un'impresa che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Questi, quando

negozano quantitativi inferiori alla dimensione standard del mercato sono tenuti a pubblicare quotazioni irrevocabili per le azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati per le quali esiste un mercato liquido. Le quotazioni devono essere pubblicate con regolarità e continuità durante il normale orario di contrattazione e possono essere ritirate solo in condizioni di mercato eccezionali. Le quotazioni devono essere accessibili da parte dei partecipanti al mercato a condizioni commerciali ragionevoli.

Nei confronti dei clienti professionali, gli internalizzatori sistematici possono praticare condizioni di prezzo migliori rispetto al prezzo quotato al momento in cui ricevono l'ordine, "in casi giustificati, a patto che il prezzo rientri in una forbice pubblicata prossima alle condizioni di mercato e che gli ordini siano di dimensioni maggiori di quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio". Infine, gli internalizzatori sistematici possono eseguire gli ordini che ricevono dagli investitori professionali a prezzi diversi da quelli delle loro quotazioni senza rispettare le condizioni precedenti, quando l'esecuzione in vari titoli fa parte di una sola transazione o riguardo ad ordini soggetti a condizioni diverse dal prezzo corrente di mercato. Per quanto riguarda la trasparenza post-negoziazione (art. 28), gli internalizzatori devono rendere pubblici il volume e il prezzo delle operazioni svolte e il momento nel quale sono state concluse. Tali informazioni sono pubblicate, per quanto possibile, in tempo reale, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo da essere facilmente accessibili agli altri partecipanti al mercato, tramite un mercato regolamentato dove lo strumento è quotato oppure tramite un MTF nel quale è trattato, oppure ancora tramite i servizi di un terzo o tramite dispositivi propri.

Gli artt. 29 e 30 disciplinano gli obblighi di trasparenza ex-ante e ex-post dei MTFs. Questi (o meglio le imprese di investimento e i gestori di mercato che li gestiscono) devono rendere pubblici i prezzi correnti di acquisto e di vendita e lo spessore del mercato a tali prezzi tramite i loro sistemi se relativi ad azioni quotate in un mercato regolamentato, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo continuo durante il normale orario di contrattazione. Essi possono essere esentati da tale obbligo se le operazioni riguardano volumi elevati rispetto alle dimensioni normali del mercato. Per quanto riguarda l'informativa ex-post, i MTFs devono rendere pubblici il prezzo, il volume e il momento di esecuzione delle operazioni concluse su azioni quotate in un mercato regolamentato, a condizioni commerciali ragionevoli e, per quanto possibile, in tempo reale. Questo requisito non si applica alle negoziazioni eseguite in un MTF le cui informazioni siano rese pubbliche nell'ambito dei sistemi di un mercato regolamentato. La pubblicazione può

essere differita in base al tipo o alle dimensioni delle operazioni, in particolare quando le operazioni riguardano volumi che sono elevati se raffrontati alle dimensioni normali del mercato. Gli artt. 44 e 45 disciplinano gli obblighi di trasparenza ex-ante e ex-post dei mercati regolamentati. Essi devono rendere pubblici i prezzi correnti di acquisto e di vendita e la profondità del mercato a tali prezzi, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo continuo durante il normale orario di contrattazione. Per quanto riguarda la trasparenza ex-post, i mercati regolamentati devono rendere pubblici il prezzo, il volume e la data di esecuzione delle operazioni concluse riguardanti le azioni ammesse alla negoziazione, a condizioni commerciali ragionevoli e, per quanto possibile, in tempo reale. I mercati regolamentati possono essere autorizzati a differire la pubblicazione dei dettagli delle operazioni in base al loro tipo o alle loro dimensioni. In particolare l'Autorità competente può autorizzare a differire la pubblicazione quando le operazioni sono di dimensioni elevate se raffrontate alle dimensioni delle operazioni normalmente negoziate sul mercato aventi ad oggetto le stesse azioni o categorie di azioni.

Roma, 02.02.07

Avv. Prof. Massimo Cerniglia