

L'impatto ed i risvolti della direttiva MiFID sul Testo Unico Finanza di Gaia Rubba

Sommario: Introduzione; 1) La direttiva MiFID ed il suo recepimento in Italia; 2) L'impatto della MiFID sul Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.); 3) Aspetti problematici: il difficile coordinamento tra la direttiva MiFID e la direttiva Prospetto, in particolare sotto il profilo della individuazione delle diverse tipologie di investitori; Conclusioni.

Introduzione

Il recente decreto legislativo che riforma il diritto dell'intermediazione finanziaria, dando attuazione in Italia alla Direttiva europea 2004/39/CE (cd. "Direttiva MiFID"), va ad incidere su di un ambito particolarmente esteso e complesso di attività, prodotti e servizi finanziari.

Risulta, pertanto, interessante evidenziare quali siano gli aspetti che risultano maggiormente modificati dalla Direttiva medesima, nonché le problematiche che l'attuazione di un *corpus* regolamentativo così articolato di norma comporta.

La direttiva MiFID ed il suo recepimento in Italia

La Direttiva n. 2004/39/CE sui Mercati di Strumenti Finanziari (di seguito Direttiva MiFID dall'acronimo inglese che sta per Markets in Financial Instruments Directive) rientra nel Piano d'azione degli strumenti finanziari (di seguito FSAP dall'inglese Financial Services Action Plan) adottato dalla Commissione Europea nel maggio 1999.

Il FSAP è un insieme di 42 Direttive finalizzate alla creazione di un mercato europeo dei capitali integrato, in grado di competere con quelli statunitensi per profondità, liquidità e flessibilità, e tra queste, la Direttiva MiFID è quella che può definirsi di maggiore impatto sull'ordinamento interno.

La MiFID è in vigore dal 1° novembre 2007 e sostituisce la precedente legislazione comunitaria in materia, basata sulla Direttiva n. 93/22/CEE riguardante i "Servizi di investimento nel settore degli strumenti finanziari" (Investment Services Directive- ISD), entrata in vigore il 10 maggio 1993. L'ISD è stata recepita nell'ordinamento italiano dal D.Lgs. 425/1996 poi confluito nel D.Lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della Finanza-T.U.F.), nonché dalla regolamentazione attuativa CONSOB (Delibere n. 11522/1998, n. 11768/1998, e n. 11971/1999).

Le ragioni che hanno portato alla decisione di sostituire la Direttiva ISD, così come indicato sia dalla Commissione Europea nelle motivazioni portate a supporto della proposta di adozione della MiFID, sia nei considerando iniziali del testo definitivo della MiFID stessa, sono legate all'evoluzione del mercato finanziario europeo, che ha visto aumentare il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e la complessità della gamma di servizi e strumenti(1) che viene loro offerta. Alla luce di tali sviluppi è stato, pertanto, ritenuto opportuno adeguare il quadro giuridico comunitario per disciplinare, per quanto possibile, tutte le attività destinate agli investitori.

Per quel che concerne il processo di revisione della direttiva MiFID, va rilevato che l'approccio legislativo adottato con la Risoluzione del Consiglio Europeo di Stoccolma nel marzo 2001, si rifà alla "procedura Lamfalussy" o "procedura di comitatologia". Quest'ultima, che trae il nome dal Barone Alexandre Lamfalussy che presiedeva il "Comitato dei Saggi", si articola in quattro livelli.

Al livello 1, la Commissione Europea definisce le regole chiave e i principi base della nuova normativa che vengono adottati mediante la "procedura di codecisione" che, come noto, coinvolge sia il Parlamento Europeo, sia il Consiglio Europeo.

La legislazione di livello 2 contiene le misure tecniche necessarie per rendere operativi i principi posti al livello 1. Tali misure tecniche vengono adottate dalla Commissione Europea attraverso specifici provvedimenti, con l'approvazione dei rappresentanti governativi dei singoli Stati Membri dell'Unione Europea (ESC- European Securities Committee).

Le misure tecniche di livello 2 sono predisposte dalla Commissione Europea, con il supporto dei lavori di un "Comitato di livello 3", composto dalle Autorità di Vigilanza degli Stati membri dell'Unione Europea(2) (CESR- Committee of European Securities Regulators), che a sua volta si deve consultare con gli operatori del mercato finanziario.

Il "Comitato di livello 3", inoltre, si deve adoperare per garantire la convergenza della supervisione da parte degli Stati membri e per definire la "best practice". Pertanto, il CESR può adottare sia linee guida non vincolanti al fine di facilitare l'applicazione coerente e uniforme del livello 1 e del livello 2, sia standard comuni su materie non coperte dalla direttiva, se compatibili con i livelli 1 e 2.

Infine, al livello 4, la Commissione Europea verifica l'effettiva conformità degli Stati Membri alla legislazione comunitaria e si attiva affinché questa venga effettivamente adottata.

In relazione, più in particolare, alla MiFID, si rileva che il processo di revisione della disciplina comunitaria ha portato attualmente alla definizione del livello 1 (Direttiva comunitaria n. 2004/39/CE, del 21 aprile 2004, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L. n. 145 del 30 aprile 2004) e del livello 2 (Direttiva attuativa n. 2006/73/CE e Regolamento attuativo n. 1287/2006/CE del 10 agosto 2006, pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L. n. 241 del 2 settembre 2006) della procedura Lamfalussy.

Sono, inoltre, tuttora in corso i lavori del CESR per il livello 3, che prevede l'emanazione di linee guida finalizzate alla convergenza della supervisione da parte degli Stati membri (cd. Regulatory Convergency). Nello stesso tempo, la MiFID si caratterizza per essere disciplina di armonizzazione massima, tale da lasciare poco spazio agli stati membri in sede di recepimento e, soprattutto, da limitare notevolmente la possibilità per gli Stati stessi di prevedere obblighi o misure aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla Direttiva (il cd. Divieto di "goldplating")(3).

Con il D.Lgs. n. 164 del 17 settembre 2007 è stata poi data attuazione alla Direttiva MiFID nell'ordinamento nazionale.

Il recepimento si è sostanzialmente, anche se non del tutto, completato, con la successiva approvazione, da parte della Consob, del nuovo testo del Regolamento intermediari (Regolamento approvato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007) e del Regolamento Mercati (Regolamento approvato con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007), nonché con l'emanazione del nuovo Regolamento congiunto, approvato in data 29 ottobre 2007 dalla Consob e dalla Banca d'Italia ai sensi del disposto dell'art. 6-bis del D.Lgs. n. 58/1998.

Inoltre, bisognerà tenere conto delle ulteriori modifiche (alle disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta pubblica o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato) che potranno intervenire a seguito dell'approvazione, e dell'inserimento nel T.U.F., di talune delle osservazioni svolte nel Documento di Consultazione Consob, del 28 Dicembre 2007(4).

Si anticipa fin da ora che con il recepimento della MiFID la disciplina del mercato mobiliare e finanziario in genere subisce un nuovo, profondo cambiamento, unitamente a quelli introdotti dal legislatore nazionale con la L. n. 262/2005, e quelli discendenti dal recepimento di altre importanti Direttive, tra le quali si ricordano la Direttiva sul prospetto e quella in materia di O.P.A..

Questo perché la Direttiva MiFID incide su di un ampio ventaglio di attività, prodotti e servizi finanziari, secondo un'impostazione che risulta più articolata di quanto riscontrato in altri sistemi comunitari.

L'impatto della MiFID sul Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.)

Si è già introdotta la riflessione sulla notevole influenza che la Direttiva MiFID esercita sulla disciplina posta dal T.U.F., e che risulta, dunque, di difficile sintesi.

Volendo, tuttavia, individuare il nucleo centrale delle innovazioni che discendono dalla medesima, esse si traducono, da un lato, nella revisione della disciplina dettata per la prestazione dei servizi di investimento e, dall'altro, nella modifica delle norme previste per i mercati regolamentati.

Si noti che la detta suddivisione è utile in senso meramente "descrittivo" poiché, proprio in virtù della MiFID, il "confine" tra la disciplina dei servizi di investimento e la disciplina dei mercati regolamentati si assottiglia sino quasi a scomparire, almeno in taluni ambiti.

In particolare, la stessa possibilità per gli intermediari di prestare direttamente servizi e attività che configurano, di fatto, veri e propri "mercati" di scambio degli strumenti finanziari (la cd. Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione e l'internalizzazione sistematica di ordini) rende artificioso distinguere ormai nettamente, nell'ambito della disciplina del mercato mobiliare, tra regole relative ai mercati e regole

relative ai servizi di investimento.

Considerando, in particolare, la disciplina dei servizi di investimento il recepimento della Direttiva si traduce, innanzitutto, nella revisione delle definizioni di cui all'art. 1 T.U.F.(5), che vengono ampliate e adattate al fine di far spazio alle nuove fattispecie di servizi di investimento e di strumenti finanziari regolate dalla MiFID.

Per tale via, l'elenco dei servizi di investimento si arricchisce di due nuove attività (il servizio di consulenza in materia di investimento e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione), e quello degli strumenti finanziari viene, da un lato, ristrutturato per adeguarsi al testo della Direttiva e, dall'altro, notevolmente arricchito al fine di includere le (nuove) categorie di strumenti finanziari disciplinati dalla Direttiva, con particolare riguardo alla categoria, particolarmente complessa, degli strumenti derivati.

Tra i profili da segnalarsi vi è, in primo luogo, quello relativo alla ricomprensione del servizio di consulenza tra le attività riservate, secondo un modello che richiama quello adottato in Italia con la L. 2 gennaio 1991, n. 1, poi abrogato con il recepimento della Direttiva sui servizi di investimento: si deve, tuttavia, osservare che la nuova definizione di servizio di consulenza si dissocia dalla nozione precedente, giacché attualmente si considera che vi sia la prestazione del servizio in presenza di "*raccomandazioni personalizzate a un cliente.....relative ad un determinato strumento finanziario*", secondo un'impostazione che non coincide con la tradizionale distinzione tra consulenza cd. "generica" e "strumentale" che in precedenza serviva da criterio per identificare il contenuto del vero e proprio servizio di consulenza.

Il servizio che consiste nella gestione di sistemi multilaterali di negoziazione è, invece, del tutto nuovo (art. 1, comma 5 e 5-octies T.U.F.), e la sua introduzione si pone in diretto rapporto con le nuove regole previste per quanto attiene ai mercati regolamentati.

In particolare, una delle innovazioni di maggior peso che la MiFID introduce consiste nella definitiva eliminazione (per gli Stati membri che ancora la prevedevano) della cd. Regola di "concentrazione" delle operazioni nei mercati regolamentati e nella contemporanea equiparazione di (quantomeno) tre diverse *trading venues* come possibili sedi di esecuzione degli ordini (anche e, soprattutto, al fine di verificare il rispetto degli obblighi di *best execution*).

In tale prospettiva, i sistemi multilaterali di negoziazione rappresentano, in uno con i mercati regolamentati e i cd. "internalizzatori sistematici", una delle tre sedi deputate all'esecuzione degli ordini nel nuovo sistema, accomunate da regole comuni in tema di trasparenza, meccanismi di funzionamento e tutela degli investitori.

La peculiarità, come detto, consiste in ciò che la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione (che altro non rappresenta che un mercato non regolamentato) è soggetta alla disciplina dei servizi di investimento, piuttosto che a quella dell'organizzazione e gestione dei mercati, con il che, per l'appunto, si ritrova conferma di quanto si è anticipato circa il tendenziale assottigliarsi delle differenze tra regole di mercato e regole proprie delle attività di intermediazione. A fianco delle due *venues* si pongono, altresì, gli internalizzatori sistematici (art. 1, comma 5-ter T.U.F.), che, nell'ambito di un'attività di negoziazione in conto proprio, offrono liquidità al mercato, ponendosi in diretta concorrenza con i mercati regolamentati e gli MTF.

Il recepimento della Direttiva ha, poi, rappresentato l'occasione per il legislatore italiano di intervenire anche sull'ambito della struttura e dei poteri delle Autorità di Vigilanza: intervento niente affatto necessitato o imposto dal recepimento della Direttiva ma che si colloca nella prospettiva dell'ampio dibattito che, ormai da tempo, caratterizza il sistema italiano sul tema delle competenze e dei poteri (nonché dei limiti) delle Autorità di regolazione, sia nel settore finanziario, sia in altri settori. Sotto tale ultimo profilo, con il D.Lgs. n. 164/2007 si realizza un ampio intervento di "riordino" degli artt. 5 e ss. Del T.U.F., con novità di notevole peso.

Ferma restando l'impostazione di fondo della disciplina, improntata ad un criterio di ripartizione "funzionale" delle competenze tra Consob e Banca d'Italia, si assiste ad una riformulazione delle finalità generali della vigilanza (art. 5), all'esplicitazione dei "principi fondamentali" ai quali si impronta l'attività di vigilanza regolamentare (art. 6), nonché all'individuazione di una serie di ambiti nei quali la Banca d'Italia e la Consob godono di poteri regolamentari da esercitarsi congiuntamente

(art. 6, comma 2-bis), secondo un'impostazione del tutto nuova che dovrebbe migliorare il coordinamento tra le due Autorità, soprattutto negli ambiti con riferimento ai quali la ripartizione delle competenze per "finalità" generava sovrapposizioni e duplicazioni di interventi.

Oltre ad intervenire sulle procedure e sui criteri per il rilascio delle autorizzazioni alla prestazione dei servizi, il D.Lgs. n. 164/2007 allinea, inoltre, la disciplina del T.U.F. alle disposizioni comunitarie per quanto attiene alla prestazione dei servizi di investimento: le maggiori impostazioni, in realtà, si attuano a livello delle norme regolamentari di attuazione delle nuove disposizioni del T.U.F. e, in particolare, del nuovo Regolamento intermediari e del nuovo Regolamento congiunto emanato ai sensi del già richiamato art. 6, comma 2-bis.

In una prospettiva più generale, si assiste, dunque, al tentativo di rafforzare profili che attengono alla trasparenza e all'informativa precontrattuale, mediante l'imposizione, in capo ai soggetti abilitati, di nuovi e più pregnanti obblighi di *disclosure*, con riferimento sia al soggetto abilitato, sia alle caratteristiche e ai rischi dei servizi e dei prodotti finanziari(6).

Secondo quanto richiesto dalla MiFID, viene rimodellata la disciplina in tema di "adeguatezza" delle operazioni, che ora viene a caratterizzare la prestazione dei "soli" servizi di gestione di portafogli e consulenza, laddove, di contro, la prestazione degli altri servizi è soggetta al meno rigoroso requisito di "appropriatezza". Inoltre, si prevede, per taluni servizi, la possibilità di prestazione in modalità "execution only", ovvero senza che trovino applicazione le più tipiche norme di protezione previste, in generale, per la prestazione dei servizi di investimento.

Ampi interventi caratterizzano, inoltre, la disciplina del conflitto di interessi(7): viene meno la tradizionale soluzione basata su di un meccanismo di "*disclose or abstain*", e l'accento viene posto sull'obbligo, posto in capo all'intermediario, di organizzarsi al fine di eliminare o ridurre il rischio di conflitti di interessi: la *disclosure* all'investitore rappresenta, in tale ambito unicamente l'estrema *ratio*, nell'ipotesi in cui i presidi organizzativi non siano ritenuti sufficienti a scongiurare il rischio che i conflitti possano nuocere agli interessi degli investitori (artt. 30 e ss. del Regolamento congiunto).

La nuova impostazione si presta, peraltro, a valutazioni divergenti, in quanto, pur puntando ad una gestione "più sostanziale" dei conflitti, rende meno trasparente la loro gestione nei riguardi dell'investitore che, in realtà, ne viene reso edotto in via del tutto secondaria.

Alla luce dell'eliminazione della regola di concentrazione, nuove e articolate disposizioni regolano il rispetto della regola di *best execution* in sede sia di esecuzione, sia di trasmissione degli ordini.

In tale ambito, alla luce della sostanziale "parificazione" tra le diverse trading venues, gli intermediari devono elaborare (e comunicare agli investitori) una strategia di esecuzione ordini che consenta ragionevolmente di ottenere, in modo stabile, le migliori condizioni per l'investitore: sotto tale profilo, il criterio principale per valutare le migliori condizioni possibili è rappresentato dal "corrispettivo totale" dell'operazione (ossia, il prezzo dello strumento finanziario, e tutti i costi connessi con l'operazione); per i rapporti con clienti diversi da clienti al dettaglio, a tale criterio se ne possono aggiungere altri, quali le dimensioni dell'ordine, la liquidità dell'operazione, o le caratteristiche del mercato di esecuzione.

Nelle attività di trasmissione degli ordini, i detti criteri devono servire per elaborare una strategia di "trasmissione" degli ordini che, nuovamente, consenta di ottenere "il miglior risultato possibile". Appare così evidente che, nel sistema recato dalla MiFID, la regola di "best execution" viene, in certa misura, relativizzata, e ciò in quanto la ricerca delle migliori condizioni non ha luogo in modo assoluto, ma con riferimento alle sedi di esecuzione preventivamente individuate (e verificate) dall'intermediario: con il che, peraltro, si pone l'accento sulla diligenza nell'elaborazione della strategia di trasmissione e/o esecuzione, e sui criteri con la quale la stessa viene identificata.

Sotto tale profilo, la disciplina si presta parimenti a valutazioni divergenti, in quanto si tratterà di verificare nel tempo se il nuovo assetto comporti un effettivo miglioramento delle condizioni di esecuzione degli ordini, a vantaggio degli investitori finali. Il "disegno" perseguito dal legislatore comunitario muove, dichiaratamente, in tal senso, in quanto mira a porre le diverse sedi di esecuzione in diretta concorrenza tra loro, e a migliorare così la liquidità e l'efficienza dei mercati, ma non è agevole concludere che, al di là delle declamazioni, tale obiettivo possa

dirsi effettivamente raggiunto.

In particolare, si consideri che le regole di trasparenza dettate per le diverse *trading venues*, e che dovrebbero rappresentare il punto focale della nuova disciplina dei mercati, non si applicano, in base alla Direttiva, allo stesso modo a tutti i mercati e/o a tutte le tipologie di strumenti finanziari: nello specifico, esse non trovano applicazione (se non marginalmente) agli strumenti finanziari diversi dalle azioni. In tal senso, peraltro, la Consob, nel nuovo Regolamento mercati, ha disposto un'estensione parziale di tali regole anche agli strumenti diversi dalle azioni, sopperendo così almeno parzialmente ad una vistosa lacuna della disciplina comunitaria.

Di notevole rilievo risultano, altresì, le nuove regole in tema di "incentivi" (art. 52 RI), con le quali si limita la possibilità per gli intermediari di ricevere, o pagare, retrocessioni commissionali, o altri incentivi non monetari: di fatto, la disciplina ora consente di pagare o ricevere incentivi soltanto qualora l'importo sia reso trasparente all'investitore, e qualora ciò si traduca in un effettivo accrescimento della qualità del servizio reso al cliente stesso. Si segnala, peraltro, che, nel documento che ha accompagnato l'approvazione del testo del nuovo Regolamento intermediari, la Consob ha assunto, sul punto, un'impostazione rigorosa, perfettamente aderente al dettato comunitario con il quale ha notevolmente limitato la possibilità per gli intermediari di trattenere le retrocessioni in parola.

Per effetto del recepimento della Direttiva, si assiste anche ad una nuova classificazione della clientela, rispetto a quanto recato dalla disciplina precedente.

Su tale punto, però, particolarmente delicato, ci si soffermerà nel paragrafo successivo.

Nell'ambito della materia dei servizi di investimento risultano, di contro, minori gli impatti del recepimento della Direttiva sulla disciplina dell'offerta fuori sede, e delle tecniche di comunicazione a distanza.

Nel primo caso, ciò si verifica in quanto il legislatore non ha inteso avvalersi di alcune opzioni pur consentite dalla Direttiva in tema di "agenti collegati" (ad esempio, la possibilità di consentire l'esercizio dell'attività di promotore finanziario in forma societaria); nel secondo, ciò è dovuto al fatto che la disciplina è, in realtà, incisa da altre, e più specifiche, Direttive in materia e, in tale ambito, dal D.Lgs. n. 190/2005. In riferimento alla materia dei mercati regolamentati, risultano ugualmente ampi gli interventi apportati dal D.Lgs. n. 164/2007: gli artt. 61 ss. T.U.F. vengono in più punti incisi dal recepimento della Direttiva (a breve distanza di tempo, peraltro, dagli interventi apportati dalla legge n. 22/2005), in primo luogo al fine di assicurare il recepimento delle disposizioni della MiFID in tema di requisiti di "organizzazione" delle società di gestione dei mercati (esponenti aziendali, partecipanti al capitale, etc...).

Viene confermato il principio di autoorganizzazione delle società di gestione del mercato, nel quadro, però, del regolamento della Consob che ne stabilisce i requisiti minimi di organizzazione come previsto dalla delega (Legge 18 aprile 2005 n. 62, art. 9-bis, comma 1, lett. m), n. 3). In base all'art. 64 T.U.F., la Consob deve richiedere la sospensione o l'esclusione di uno strumento finanziario dalle negoziazioni qualora questo sia stato oggetto di analogo provvedimento da parte di autorità competenti di altri Paesi membri; al fine di consentire alle Autorità degli altri Paesi membri l'esercizio dell'analogo potere, si prevede un obbligo informativo relativo alle ipotesi in cui l'Autorità stessa abbia richiesto alla società di gestione l'esclusione o la sospensione di uno strumento finanziario assunte dalla società di gestione del mercato.

Nel nuovo art. 66-bis del T.U.F. vengono regolate le competenze di vigilanza concomitanti della Consob e dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas per i mercati regolamentati per la negoziazione di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica e il gas, che, come già osservato, rientrano attualmente (stante l'ampia nozione di "strumenti derivati" recata dalla Direttiva), nell'ambito di applicazione della disciplina del Testo Unico.

Si rileva, infine, che viene abolita dal sistema la nozione (e la conseguente disciplina) dei cd. "sistemi di scambi organizzati" (ex art. 78 T.U.F.), in quanto ora riassorbita dalle regole in tema di "internalizzazione sistematica", da un lato, e di sistemi multilaterali di negoziazione, dall'altro lato.

Con riguardo all'estensione della disciplina al settore della gestione collettiva del risparmio, si ribadisce che la stessa è essenzialmente

frutto di una scelta interna, non imposta dalla Direttiva e che le Autorità di vigilanza hanno motivato alla luce dell'esigenza di evitare "disallineamenti" nella regolamentazione dei diversi servizi di gestione. Tale estensione comporta l'applicazione, non senza difficoltà di coordinamento, alla gestione collettiva, delle regole di condotta previste per i servizi di investimento, a cominciare da quelle in materia di trasparenza e informativa precontrattuale, sino a quelle che attengono all'organizzazione del soggetto (tra cui quelle in materie di conflitto di interessi), e agli obblighi di *best execution*. Anche in questo caso, il "corpo" principale delle norme di riferimento è rinvenibile nel nuovo Regolamento intermediari (art. 65 ss.).

Pertanto, si può concludere che la Direttiva Mifid ha innovato profondamente lo scenario legislativo, introducendo nuovi ed articolati meccanismi di relazione investitori - operatori del settore - mercato.

E, dunque, proprio perché si è tenuto conto della complessità delle regole così introdotte, è stato previsto un regime transitorio, in base al quale, ferma restando l'immediata applicazione delle nuove previsioni, l'adeguamento dei contratti in essere con la clientela potrà avvenire entro il 30 giugno 2008.

Aspetti problematici: il difficile coordinamento tra la direttiva MiFID e la direttiva Prospetto, in particolare sotto il profilo della individuazione delle diverse tipologie di investitori

Una volta esaminati, seppur riassumendoli, gli aspetti del recepimento della Direttiva in parola e delle conseguenze in termini di modifica al T.U.F., è opportuno soffermarsi su di un aspetto delicato (l'individuazione del soggetto cui il servizio si rivolge come cliente *retail* o cliente professionale), la cui problematicità deriva, più in generale, dallo stratificarsi di fonti di origine diversa, non sempre perfettamente allineate tra di loro.

Si premette intanto che la MiFID stabilisce tre principi fondamentali che si applicano alle imprese che svolgono attività d'investimento.

Essi sono: agire in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi degli investitori (ciò per riequilibrare, per quanto possibile, la situazione di svantaggio in cui l'investitore si viene a trovare nei confronti di un'impresa, che in quanto esperta del settore, si trova in una condizione informativa e di potere contrattuale maggiore); fornire informazioni appropriate e complete che siano corrette, chiare e non fuorvianti; offrire dei servizi che tengano conto del profilo⁽⁸⁾ del singolo investitore.

I detti principi vanno intesi in un ordine cronologico e rispecchiano le diverse fasi del processo d'investimento, nonché l'organizzazione e la conduzione delle attività dell'impresa d'investimento.

In primo luogo, prima di fornire un servizio d'investimento, l'impresa cui l'investitore si rivolge ha il dovere di classificare il medesimo alternativamente come Cliente al dettaglio (Retail) o Cliente Professionale.

La distinzione non è evidentemente priva di importanza, poiché dalla diversa classificazione discendono tutta una serie di differenze di trattamento tra le due tipologie di investitori.

In particolare, al Cliente Retail viene offerto il massimo grado di tutela nell'affrontare l'investimento, laddove al Cliente professionale si riconosce una protezione minore, in ragione delle sue conoscenze ed esperienze in materia.

Inoltre, la classificazione non è rigida, bensì può subire delle modificazioni nel senso che l'autonomia privata potrà esplicare i propri effetti rispetto alla qualificazione dello *status* dei risparmiatori.

Infatti, da una parte, i clienti che sono tali "di diritto"⁽⁹⁾, i quali (presuntivamente considerati, sulla base di una valutazione astratta, dotati, come detto, di conoscenze ed esperienze necessarie), se intenderanno ricevere "*un livello più elevato di protezione*", dovranno chiederlo espressamente, stipulando un accordo scritto volto a non essere considerati "professionali", previa attestazione di "*non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti*".

Dall'altra, i semplici investitori, ivi compresi singoli privati, laddove soddisfino taluni requisiti sostanziali (in punto di frequenza e dimensione delle operazioni svolte, di valore del portafoglio investito in strumenti finanziari e di lavoro prestato nel settore dei mercati mobiliari), possono richiedere di essere considerati "clienti professionali" mediante un'articolata procedura che consta di due diverse dichiarazioni scritte. In tal modo, essi potranno essere autorizzati, anche limitatamente a taluni

servizi o strumenti, a rinunciare ad alcune delle tutele insite nella previsione di obblighi di condotta in capo agli intermediari, ma questi ultimi non potranno ugualmente considerare tali investitori come dotati di conoscenza ed esperienze adeguate se non a seguito di un'ulteriore verifica(10).

D'altra parte, considerata, dunque, l'importanza operativa della distinzione(11) in parola, si auspica un coordinamento fra la definizione di investitori qualificati riportata nella bozza di Regolamento Emittenti (comma 1, lett.a-bis(12)), che recepisce il contenuto della Direttiva Prospetti(13) (ovvero la Direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari), e le definizioni, recate dalla normativa della Direttiva in parola, di controparti qualificate(14) e clienti professionali(15).

Tali definizioni, come a breve si spiegherà, coincidono solo parzialmente(16) e pungono punti di incertezza e di difficoltà operativa per gli intermediari.

Ad esempio, laddove una Banca si sia attrezzata per riservare alla categoria dei clienti professionali, sulla base della definizione contenuta nel Regolamento Intermediari n. 16190, norme comportamentali differenti rispetto alla clientela al dettaglio, la stessa classificazione e gli stessi criteri di gestione, anche a livello tecnico/informatico, potrebbero non valere ai fini della possibilità di individuare le categorie di investitori cui sia accessibile l'acquisto di euro-obbligazioni. Ciò, sempre a titolo esemplificativo, potrebbe valere per le piccole e medie imprese e per le persone fisiche residenti in Italia che chiedano alla Consob di essere iscritti – laddove in possesso dei requisiti richiesti(17) - nell'apposito registro degli investitori qualificati tenuto presso la Consob stessa. In altre parole, laddove la Consob confermasse la definizione di investitori qualificati allo stato proposta, l'accesso ad euro-obbligazioni caratterizzate da clausole di selling restriction, potrebbe essere consentito a soggetti investitori qualificati che una Banca abbia per altro verso – sulla base del proprio modello di servizio – classificato(18) quali clienti al dettaglio ai fini dell'applicazione delle norme di comportamento poste dalla Mifid.

A ciò si aggiungano le difficoltà che derivano dal fatto che il citato registro non è ancora operativo.

Invero, l'art. 33-bis(19), che disciplina, appunto, le condizioni per ottenere l'iscrizione nel registro (comma 1), i dati indicati nel registro relativi a ciascun iscritto (comma 2), l'iscrizione nel registro (comma 3), il periodo di validità dell'iscrizione (comma 4), la cancellazione dal registro su richiesta degli interessati (comma 5), la consultazione del registro (comma 6), le modalità di redazione delle richieste di iscrizione, cancellazione, permanenza nel registro e consultazione (comma 7) e l'uso delle informazioni a cui si è avuto accesso (comma 8), risulta ancora inattuato.

Si faccia allora il caso di un'offerta pubblica di vendita riservata ad investitori qualificati.

In tale situazione, le persone fisiche che hanno richiesto di essere trattate come clienti professionali ai sensi della MiFID, avendone i requisiti, allo stadio attuale della legislazione di settore, non possono essere tuttavia considerate investitori qualificati ai sensi della disciplina sui prospetti, pur essendo in possesso dei requisiti previsti per l'iscrizione nell'apposito registro, poiché, come si è detto, il registro stesso non è ancora operativo.

L'Intermediario dovrà allora applicare nei confronti di tali clienti la disciplina dell'offerta, consegnando ad essi il prospetto, pur essendo stati gli stessi clienti classificati come professionali su richiesta degli intermediari in quanto in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprenderne i rischi.

Tra l'altro, le incertezze sembrerebbero permanere anche una volta divenuto operativo il suddetto registro.

Potrebbe, ad esempio, verificarsi il caso di una persona fisica che, pur in possesso dei requisiti necessari per essere considerata cliente professionale ai sensi MiFID, non richieda di essere classificata come tale, ma intenda, invece, essere considerata investitore qualificato ai sensi della disciplina sui prospetti, previa iscrizione nel registro delle persone fisiche previsto appunto da tale disciplina.

L'intermediario dovrebbe allora effettuare le valutazioni di appropriatezza previste dalla MiFID nei confronti di clienti che, ai sensi della disciplina sui prospetti, hanno richiesto di essere considerati

investitori qualificati, in quanto in grado di adottare decisioni consapevoli sui propri investimenti e di comprenderne i rischi.

Conclusioni

L'ambito di applicazione della Direttiva MiFid è, dunque, un esempio di stratificazione di più fonti (internazionali, comunitarie, interne) e di differenti livelli di intervento (di rango primario e secondario) che si confrontano quotidianamente con misure di ordine tecnico, con la prassi operativa degli intermediari finanziari e con le osservazioni delle associazioni di categoria del settore (ABI, Consumatori, etc...).

Risulta, quindi, fondamentale giungere ad un raccordo armonico tra le diverse componenti interessate, affinché si possa realizzare l'obiettivo del buon funzionamento dei mercati finanziari e quello di fornire una migliore informativa, che deve essere completa, corretta e tempestiva, al cliente (ci si riferisce, in particolare, al Retail) in modo da consentirgli di assumere le proprie decisioni di investimento in modo consapevole.

Soltanto così potrà, infatti, ridimensionarsi l'asimmetria informativa tra investitore – intermediario finanziario (e, genericamente, azienda esperta del settore, che ha caratterizzato, fino ad oggi, il detto rapporto, nell'ambito dello scenario economico-finanziario.

Note

(1) Sull'ambito di applicazione della nuova nozione di strumento finanziario, cfr. C. Motti, "La "finanziarietà" dei commodity derivatives: prime riflessioni a margine della Direttiva Mifid, in (a cura di) M. Lamandini - C. Motti, *Scambi su merci e derivati su commodities, Quali prospettive?*, 2006, 496 ss..

(2) Non vanno disconosciuti, peraltro, la partecipazione della Consob, in via consultiva, alla stessa predisposizione della normativa di fonte primaria, ed in particolare alla definizione dei decreti legislativi, così come, in altro campo, il suo intervento nelle iniziative regolatorie promosse dall'*International Organization of Securities Commission*.

(3) Ciò allo scopo di garantire un'effettiva parità di trattamento dei cittadini degli Stati della UE, facendo in modo di assicurare il massimo livello di armonizzazione possibile tra le legislazioni interne dei diversi Stati, cercando di evitare, però, l'insorgere di situazioni discriminatorie.

(4) Consultabile sul sito: www.consob.it.

(5) Cfr., ad esempio, le nuove definizioni di "Offerta al pubblico di prodotti finanziari (in luogo della precedente definizione di "sollecitazione all'investimento"), all'art. 1, comma 1, lett. t), del TUF e di "Offerta pubblica di acquisto e scambio", all'art. 1, comma 1, lett. v), del TUF.

(6) Sul piano legislativo, la norma fondamentale che impone precisi obblighi di condotta in capo all'intermediario finanziario, è l'art. 21, comma 1, TUF (le cui lettere a) e b), stabiliscono, rispettivamente, che quest'ultimo deve "comportarsi con diligenza, correttezza, e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati" ed "acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati.

(7) Oltre alle segnalazioni relative a potenziali e concrete situazioni di conflitto di interessi, ai sensi della nuova normativa di fonte europea, l'intermediario dovrà comunque, sempre ed in ogni caso, fornire al cliente una descrizione, anche sintetica, della politica adottata dall'impresa d'investimento stessa in materia di conflitti

(8) Risulta maggiormente evidente, in tale contesto, la strumentalità della «*know your customer rule*» rispetto all'obbligo dell'intermediario di verificare la compatibilità dell'operazione rispetto al profilo del cliente. Si procederà, così, ad una graduazione della tutela dell'investitore, parametrata al diverso servizio di investimento prestato: laddove l'intermediario sarà tenuto ad emettere un giudizio di adeguatezza, sarà altresì e previamente obbligato a conoscere in modo approfondito le caratteristiche soggettive del risparmiatore; laddove, invece, dovrà formulare un giudizio di appropriatezza, sarà vincolato a chiedere al cliente soltanto talune informazioni circa il rispettivo profilo; l'*executor only*, che di contro non è chiamato ad effettuare alcun giudizio di congruità dell'operazione, è correlativamente esentato anche dall'obbligo di assumere informazioni sulla controparte contrattuale.

(9) La modifica rispetto all'attuale bipartizione, che distingue i clienti *retail* da quelli professionali, comporterà problemi di diritto

intertemporale. Tuttavia, l'art. 71, paragrafo 6 e l'allegato II della direttiva n. 2004/39/CE consentono agli Stati membri, in via transitoria, di considerare clienti professionali quei risparmiatori che sono già qualificati «operatori qualificati» ai sensi della vigente disciplina, sempreché tale definizione sia stata adottata sulla base di parametri comparabili a quelli della nuova normativa: si ritiene, pertanto, che possano rientrare in tale novero le tipologie di investitori elencate all'art. 31 del Regolamento Intermediari.

(10) Nei due casi delineati, le dette richieste, volte ad una diversa classificazione, sembrano delinearli quali dichiarazioni negoziali.

(11) Classificazione che scardinerà la *summa divisio*, emergente nella normativa vigente, tra «operatori qualificati» ed altri clienti. Sul punto, F. BRUNO e A. ROZZI, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della MiFID*, in *Le Società*, 2007, p. 277.

(12) In base all'art. 33 della medesima, sono considerati investitori qualificati: 1) le persone giuridiche autorizzate o ammesse ad operare dalla disciplina di settore sui mercati finanziari, compresi le banche, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, gli organismi di investimento collettivo del risparmio, le società di gestione del risparmio, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 del Testo Unico Bancario, le società di cui all'art. 18 del Testo Unico Bancario, le fondazioni bancarie, le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci come pure le entità non autorizzate né regolamentate aventi come esclusivo scopo sociale l'investimento in strumenti finanziari; 2) i governi nazionali e le amministrazioni regionali, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sopranazionali quali il Fondo monetario internazionale, la Banca Centrale Europea, la Banca Europea per gli Investimenti e altre organizzazioni internazionali simili; 3) le piccole e medie imprese aventi sede legale in Italia e iscritte nel registro previsto dall'art. 33-bis; 4) le persone giuridiche che soddisfano almeno due dei tre criteri previsti dall'art. 3, comma 1 lettera b); 5) le persone fisiche residenti in Italia e iscritte nel registro previsto dall'art. 33-bis.

(13) Si segnala, in proposito, che il 5 settembre 2007 L'European Securities Markets Experts Group (ESME) ha pubblicato il "Report on Directive 2003/71/EC of the Parliament and the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading". Il documento in parola contiene alcune considerazioni di rilievo ed è volto a supportare la Commissione nel formulare, a più di quattro anni di distanza dall'emanazione della direttiva prospetto, una valutazione in merito agli obiettivi finali della direttiva stessa (e del regolamento EC n.809/2004), consistenti nell'innalzamento della protezione degli investitori e dell'efficienza del mercato.

(14) Tale definizione è stata recepita nel T.U.F. all'art. 6, comma 2-quater, lett. d).

(15) La definizione di "clienti professionali" è stata recepita, ai sensi dell'art. 6, comma 2-quinquies, del TUF, per la parte dei clienti professionali privati (di diritto e su richiesta), dal Regolamento Consob in materia di Intermediari, Allegato III. L'art. 6, comma 2-sexies del T.U.F. stabilisce invece che il Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, individua con regolamento i clienti professionali pubblici (di diritto e su richiesta).

(16) Ad esempio, le entità non autorizzate né regolamentate aventi come esclusivo scopo sociale l'investimento in strumenti finanziari sono ricomprese nella definizione di investitori qualificati, ma non sono citate nelle definizioni di clienti professionali e controparti qualificate (a meno che, in quest'ultimo caso, non si ritengano incluse nella generica definizione di "altre categorie di soggetti privati indicati con Regolamento dalla Consob, sentita la Banca d'Italia"). Allo stesso modo, per fare un altro esempio, le imprese di grandi dimensioni incluse fra i clienti professionali ai sensi della MiFID non sono, invece, citate nella definizione di investitori qualificati recata dalla Direttiva Prospetti e recepita nella bozza di Regolamento.

(17) Ai fini di quanto previsto dall'articolo 33, comma 1, lettera a-bis), numeri 3 e 5, la Consob iscrive in apposito registro, su richiesta, le piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 3, comma 1, lettera b) e le persone fisiche, che soddisfino almeno due delle seguenti condizioni:

a) effettuazione di operazioni di dimensioni significative sui mercati

mobiliari con una frequenza media di almeno dieci operazioni al trimestre negli ultimi quattro trimestri;

b) dimensione del portafoglio in strumenti finanziari comunitari superiore a 500.000 euro;

c) attività lavorativa, anche pregressa, per almeno un anno nel settore finanziario con l'esercizio di funzioni che richiedono una conoscenza degli investimenti in strumenti finanziari comunitari.

(18) Ad esempio, si faccia il caso dell'Intesa Sanpaolo. Quest'ultima ha adottato un modello di servizio presso la Banca dei Territori che considera clienti professionali soltanto i soggetti che siano da considerarsi tali di diritto. Pertanto, presso la Banca dei Territori tutte le persone fisiche sono considerate clienti al dettaglio e non viene consentito alle stesse di ottenere, seppur in presenza dei requisiti richiesti, la classificazione quale cliente professionale. In questo caso quindi – qualora fosse approvata la definizione proposta dalla Consob - potrebbe esserci il caso di un cliente che, nonostante sia classificato quale cliente al dettaglio, abbia richiesto di essere considerato quale investitore qualificato, con conseguente possibilità di accesso a prodotti finanziari riservati a detta categoria di persone.

(19) Il registro di cui all'articolo 33-bis dovrebbe diventare operativo a decorrere dal 1° gennaio 2009.