

Dal 3 gennaio 2018 diventa operativa la nuova direttiva in materia di mercati finanziari

Mifid II, partenza nella nebbia: troppe informazioni dai clienti

Pagine a cura di **FEDERICO UNNA**

Il 3 gennaio 2018 entrerà in vigore la normativa italiana di attuazione della Mifid II, la nuova direttiva in materia di mercati finanziari e servizi d'investimento. La nuova disciplina introduce nuovi strumenti di tutela degli investitori, soprattutto al dettaglio, accompagnati da maggiori poteri di intervento delle autorità di vigilanza nazionali ed europee. Una rivoluzione, per alcuni, o un inutile fardello di nuovi adempimenti che renderanno ancora più complessa la compliance per soggetti emittenti, promotori e consumatori, secondo altri.

Tra le novità la product governance, che progetta e fabbrica il prodotto d'investimento e chi lo distribuisce si deve assicurare che corrisponda, lungo tutto il suo ciclo di vita, al profilo e ai bisogni del cliente. Il regolamento MiFid collegato prevede la facoltà delle autorità di vigilanza competenti di vietare o limitare la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati, così come altre pratiche o attività finanziarie, quando sussistano timori per la stabilità del sistema finanziario. La Mifid II introduce la figura del consulente "indipendente", il quale agisce solo nell'interesse dell'investitore e non è legato all'emittente o al prestatore di servizi d'investimento da vincoli di mandato, né può ricevere da questo alcuna remunerazione.

La Mifid II infine riduce il novero degli strumenti finanziari qualificabili come "non complessi" e estende l'ambito di applicazione delle regole di condotta degli intermediari all'offerta e alla consulenza aventi ad oggetto depositi strutturati; gli intermediari saranno tenuti a informare il cliente del costo della consulenza (se rilevante), di quello dello strumento finanziario

raccomandato o venduto e delle modalità con cui il cliente stesso remunera il servizio di investimento ricevuto. Queste, in sintesi, le novità.

Secondo Alessandro Portolano, socio di **Chiomenti**, «se la Mifid I concentra l'informazione alla clientela nella

fase in cui si instaura il rapporto fra l'intermediario e il cliente, la Mifid II valorizza la funzione informativa degli intermediari, rispetto alle specifiche operazioni raccomandate o eseguite per conto dei clienti. Avrà rilievo la comunicazione dei costi

dei prodotti e dei servizi, fondamentali nel processo di valutazione dei risparmiatori, in quanto incidono sul giudizio di convenienza e sul profilo di rischio-rendimento dell'investimento. Gli intermediari e l'Autorità di vigilanza dovranno operare per scongiurare il rischio di un eccesso di informazioni che, di fatto equivarrebbe a svuotare di contenuti e di valore i presidi introdotti dal nuovo framework normativo. Per noi professionisti, i versanti su cui intervenire sono molti. Penso alla revisione dei contratti che disciplinano la prestazione dei servizi d'investimento e della documentazione a corredo. Senza tacere gli accordi distributivi fra le case prodotte e gli intermediari finanziari. E un profilo di cui il mercato non si è forse ancora occupato con la dovuta attenzione».

Per **Roberto Ferretti**, partner dello studio legale **Bonora & Associati** e componente del Collegio di Milano dell'Arbitro bancario finanziario, «la normativa, in sé essenziale, dev'essere accompagnata da un'adeguata azione di enforcement, sia preventiva, sia repressiva, da parte delle autorità di vigilanza. Servono interventi di educazione finanziaria nei confronti degli investitori. La nuova normativa impone un notevole sforzo di adeguamento da parte sia degli emittenti, sia dei prestatori di servizi d'investimento. Questo sforzo investe tutti gli

ambiti dell'attività delle imprese, dalle procedure ai sistemi informatici, dai sistemi di controllo interno alla formazione del personale, dal reporting alle autorità di vigilanza all'adeguamento della documentazione precontrattuale e contrattuale, all'informazione periodica alla clientela». Un processo complesso

che non può ancora dirsi concluso a causa della mancanza di numerosi provvedimenti di attuazione, soprattutto della Consob, alcuni dei quali sono ancora stati messi in consultazione solo recentemente. «Ciò che la Mifid II non fa è favorire la semplificazione del quadro normativo e istituzionale in materia di mercati finanziari, che resta connotato da un'eccessivo numero di fonti

e di competenze stratificate», aggiunge.

Francesco Bochicchio name partner dello studio legale **Bochicchio**, esperto di diritto dei valori mobiliari, del settore finanziario e di diritto bancario, sottolinea come «l'ampliamento è notevole, soprattutto sui costi, in modo da mettere veramente l'investitore in condizione di effettuare scelte mirate. È un passo in avanti ragguardevole per arrivare all'obiettivo di «neutralità dei prezzi», per cui gli intermediari con i loro collaboratori non privilegeranno l'offerta di determinati prodotti

e servizi in funzione dei loro incassi. Il profilo di rischio del cliente deve essere l'elemento inderogabile e non può essere violato per esigenze di ricavi

degli operatori. Le differenze di prezzo tra prodotto e prodotto devono essere oggettivamente giustificate».

Si eviteranno scandali e danni cui abbiamo assistito in passato? La risposta non è positiva. «La Mifid II agisce in via pressoché esclusiva sul piano dell'informazione e della trasparenza, con interventi sostanziali più che altro di completamento», spiega **Bochicchio**. «Le proibizioni sostanziali sono ridotte. In Italia la Consob è sempre intervenuta più sul piano informativo che su quello di controlli sostanziali. Occorrerebbe un cambio di passo deciso, con divieti e controlli sostanziali penetranti. È compito degli avvocati sensibilizzare gli intermediari al fine di assicurare che non si appiattiscano sul solo rispetto delle nuove norme, ma che facciano di tutto per evitare abusi e illeciti sostanziali. Spetta poi ai giudici essere severi anche nei confronti



Francesco Bochicchio



Matteo Deboni



Alessandro Portolano



Luigi Rizzi



Roberto Ferretti



Daniele Maffei

DANIELE MAFFEIS, UNIVERSITÀ DI BRESCIA

Sui contratti si attende la Cassazione

«**S**e le cose andranno, nella prassi, come la Mifid II vorrebbe che andassero, un vantaggio importante sarà che il prodotto finanziario è pensato fin dall'origine per un cliente target con caratteristiche definite, e poi va negoziato con quel target soltanto. La politica push di prodotti finanziari è fuori gioco, dato che si vende solo a chi ha effettivamente bisogno o ha un interesse circostanziato e oggettivo a negoziare quel prodotto. Da questo punto di vista si capisce subito che la Mifid II ha un obiettivo molto ambizioso, e tutti gli obiettivi molto ambiziosi riescono solo raramente».

Daniele Maffei, ordinario di diritto privato a Brescia dove insegna anche Diritto dei contratti finanziari, avvocato specializzato in diritto bancario e finanziario, è critico sulla normativa.

Domanda. Per gli avvocati quali sono le principali incertezze?

Risposta. Studiarla, innanzitutto. È molto lunga e analitica. Ci sono norme che descrivono servizi nuovissimi e altamente tecnologici, per esempio la negoziazione algoritmica e la tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza. Ci vorranno anni per rielaborare criticamente una disciplina così tecnica in chiave squisitamente giuridica, e probabilmente quando avremo finito di rielaborare la Mifid II, ci sarà già una normativa nuova. Come sempre, l'attenzione all'uno o all'altro aspetto dipenderà dalle questioni che formeranno

oggetto del contenzioso.

D. Manca qualcosa che si poteva prevedere per una maggiore tutela dei risparmiatori?

R. Un aspetto cruciale e assente è la trasparenza del rischio, che è disciplinata dal diverso Regolamento 1286 del 2014 ma con significativi problemi di coordinamento. La trasparenza ex ante sulla qualità e la quantità del rischio è il toro che il legislatore della finanza continua a non prendere per le corna. In generale nella Mifid II

manca quello che manca sempre in queste normative, cioè l'identificazione precisa dei rimedi e delle possibili patologie, nullità o risarcimento del danno. In Italia gli operatori aspettano col fiato sospeso le Sezioni Unite sulla forma dei contratti, e intanto la Mifid II sostituisce la disposizione sulla forma dei contratti che ha dato origine al contrasto giurisprudenziale con una disposizione molto poco chiara, che non affronta la questione se i contratti debbano o meno essere firmati dalla banca, oltre che dal cliente. Il futuro del contenzioso dipende dalle Sezioni Unite, e il fatto che entri in vigore la Mifid II, che pure reca una disposizione nuova sul punto, non incide. È sempre una normativa tecnica, scritta da tecnici, che dovrà essere interpretata da avvocati e applicata da giudici, i quali la ricondurranno alle categorie civilistiche che essi conoscono. Da questo punto di vista, nelle aule giudiziarie potrebbe cambiare relativamente poco.

Supplemento a cura di **ROBERTO MILACCA** rmilacca@class.it e **GIANNI MACHEDA** gmacheda@class.it

Avvocati chiamati nella revisione dei contratti

di comportamenti opportunistici dei clienti» aggiunge.

«Con la Mifid I, l'obiettivo di aumentare la trasparenza degli scambi è stato solo in parte conseguito», dice **Luigi Rizzi**, of counsel dello studio **Baker McKenzie**.

«Questo a causa dell'approccio troppo timido nel richiedere agli stati membri di imporre obblighi di trasparenza su tutti gli strumenti finanziari e favorire la concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati. Sulla trasparenza da parte degli intermediari verso i clienti si sarebbe potuto già prevedere quelle regole di correttezza oggi presenti nella Mifid 2. Uno dei campi maggiormente impattati dalla nuova normativa è il settore della distribuzione dei prodotti finanziari. L'impatto regolamentare sul mondo delle reti sarà significativo. Assisteremo a una profonda trasformazione e a un riassetto del mondo del private banking».

Secondo **Matteo Deboni**, partner dello studio **Mercanti Dorio e Associati** «sono importanti le regole molto più dettagliate in merito all'esposizione al cliente di costi. La comunicazione avverrà in forma aggregata, e in forma analitica se il cliente lo richiede. In relazione a determinate prestazioni dell'impresa di investimento, tra cui la raccomandazione o l'offerta in vendita di strumenti finanziari, è previsto che l'informativa avvenga ex ante, «in tempo utile», ovvero, secondo il considerando 83 della direttiva Mifid, in un tempo da ritenersi congruo al fine di consentire al cliente l'adozione di una decisione di investimento informata. È evidente la volontà del legislatore europeo di consentire al cliente sia di disporre di un tempo adeguato per valutare i costi degli investimenti proposti, sia la loro incidenza sugli investimenti stessi».

Secondo **Marco Zechini**, partner e head del dipartimento italiano di Banking and financial services regulation di **Orrick**, il giudizio è positivo. «Quando un'impresa di investimento presta un servizio di consulenza deve tener conto anche della capacità del cliente di sostenere perdite e della sua tolleranza al rischio. Informazioni più chiare e precise sulla tipologia di consulenza prestata, se quest'ultima è fornita su base indipendente o meno. Le informazioni sui costi e oneri devono essere fornite al cliente in forma aggregata per fargli



Marco Zechini

conoscere il costo totale. Mentre con la Mifid I l'intermediario era tenuto solamente a valutare l'adeguatezza di un determinato prodotto finanziario al profilo del singolo cliente, con Mifid 2 si accede al nuovo principio di misurare l'idoneità del processo di selezione dei prodotti e del processo distributivo nei confronti di un modello di clientela target. La nuova disciplina segna un processo di ulteriore responsabilizzazione degli intermediari che sono chiamati a garantire ex ante e comprovare ex post di aver agito realmente nell'interesse della propria clientela». Più critico **Marco Rossi**, managing partner dello Studio tributario e legale associato **Rossi & Partners** di Verona «Su alcuni aspetti di Mifid II i fini sono lodevoli;

meno efficaci alcuni mezzi proposti per raggiungerli. Come dice Nicholas Nassim Taleb «Se vuoi far fallire un cretino, forniscigli informazioni». Noi investitori siamo, in qualche misura, degli «analfabeti del rischio» e la maggior informazione che gli intermediari dovranno fornire con Mifid II non farà altro che aggravare la già imponente burocrazia loro imposta, i cui costi verranno riversati naturalmente sulla clientela. Già oggi il rituale di sottoscrizione di un contratto d'intermediazione finanziaria di 50/60 pagine ha un che di ridicolo.

Gli unici a leggere il contratto sono, ex post, gli avvocati delle parti quando queste si fanno causa. Il problema non è la normativa. Quella precedente era già all'avanguardia in quanto prevedeva l'obbligo per l'intermediario di agire con diligenza, correttezza e trasparenza. Il risparmiatore non ha bisogno di essere esperto in quanto un esperto c'è già al proprio fianco, ovvero il consulente finanziario indipendente o l'intermediario. La partita si gioca soprattutto a livello di concreta attuazione delle stesse. Auspicio che le norme volte a rafforzare la product intervention siano sufficienti. Il problema è un altro: le autorità hanno o avranno la struttura per far rispettare la legge in ogni occasione e con tempismo? Il passato non fa bene sperare».

Per **Diana Strazzulli** senior partner Studio legale **Cappa & Associati**, «l'av-



Marco Rossi



Diana Strazzulli

vocatura, prima di tutto, dovrebbe promuovere presso i clienti un'autentica cultura della compliance in senso ampio; nello specifico, potrebbe essere chiamata a supportare le imprese e i soggetti finanziari destinatari dei processi di adeguamento alla nuova normativa europea recepita nel Tuf e alle successive disposizioni attuative che seguiranno».

Secondo **Anna Papacchini**, partner dello Studio **Mercanti Dorio e Associati**, «la Product governance, è uno dei temi di maggior rilevanza della Mifid II. Si tratta di regole destinate sia agli intermediari produttori che agli intermediari distributori, in base alle quali deve essere identificato preliminarmente il mercato di riferimento (c.d. target market) potenziale, dai primi, ed effettivo, dai secondi, nonché una strategia di distribuzione che sia coerente con il target market identificato. L'obiettivo è quello di una maggior tutela degli investitori sin dalla fase di creazione del prodotto. Nel documento di consultazione per la modifica del regolamento intermediari, pubblicato il 6 luglio u.s., è stato introdotto un nuovo titolo interamente dedicato al «governo degli strumenti finanziari», al fine di recepire le disposizioni della normativa europea, primaria e secondaria, in materia di product governance».

Secondo **Emilio Girino**, partner dello studio **Ghidini, Girino & Associati**, critico sulla precedente normativa bancaria.

PAOLO POGGIAGHI, BCC DI CARUGATE

Più adempimenti formali per i clienti

«Come ogni normativa, molto dipenderà dal livello di conformità che le istituzioni finanziarie si vorranno dare. Tanto più questo livello sarà elevato, tanto meno potranno esserci conseguenze per i risparmiatori. Un ruolo di rilievo dovrà pertanto essere svolto dalle funzioni di controllo interne alle banche, così come da parte dei vigilanti, siano essi Consob o Banca d'Italia. A lungo andare si deve far crescere la consapevolezza del grado di rischio a cui si è esposti allorché si acquistano un prodotto finanziario».

Paolo Poggiaghi, responsabile del servizio compliance, rischi e della funzione anticiclaggio della **Bcc di Carugate (Mi)**, spiega cosa cambia con Mifid II per banche e clienti.



Paolo Poggiaghi

Domanda. I risparmiatori sono più tutelati?

Risposta. Il Credito Cooperativo, nonostante il grande lavoro svolto da **Federacasse**, non è purtroppo riuscito a far comprendere compiutamente al legislatore nazionale la peculiarità di un investimento azionario in quote **Bcc** (Società Cooperative). L'esecutivo ha determinato che anche le azioni delle **Bcc-Cr** vengano incluse nel perimetro di applicazione della normativa Mifid 2. Le azioni **Bcc** sono ad oggi partecipazioni a società cooperative di importo medio attorno ai mille euro, prive di contenuto speculativo, con rendimenti limitati e assenza di negoziazione. Ciò determinerà un incremento di costi per le piccole banche ma soprattutto maggiori e più formali adempimenti per i risparmiatori.

Secondo **Anna Papacchini**, partner dello Studio **Mercanti Dorio e Associati**, «la Product governance, è uno dei temi di maggior rilevanza della Mifid II. Si tratta di regole destinate sia agli intermediari produttori che agli intermediari distributori, in base alle quali deve essere identificato preliminarmente il mercato di riferimento (c.d. target market) potenziale, dai primi, ed effettivo, dai secondi,



Anna Papacchini

nonché una strategia di distribuzione che sia coerente con il target market identificato. L'obiettivo è quello di una maggior tutela degli investitori sin dalla fase di creazione del prodotto. Nel documento di consultazione per la modifica del regolamento intermediari, pubblicato il 6 luglio u.s., è stato introdotto un nuovo titolo interamente dedicato al «governo degli strumenti finanziari», al fine di recepire le disposizioni della normativa europea, primaria e secondaria, in materia di product governance».

EMILIO GIRINO, GHIDINI GIRINO & ASSOCIATI

Occhio alla finanza guidata da algoritmi

Si è arrivati alla Mifid II «in parte per riparare ai guasti causati dalla prima edizione, in parte per colmare le lacune di un sistema di gestione del mercato finanziario sempre troppo vulnerabile, facile agli inceppamenti e alle degenerazioni. Non credo che le nuove misure siano tali da centrare l'obiettivo. L'impressione epidemica è che si sia cercato più di tamponare falle che di ricostruire un sistema». Ne è convinto **Emilio Girino**, partner dello studio **Ghidini, Girino & Associati**, critico sulla precedente normativa bancaria.

Domanda. Che giudizio si è fatto della Mifid?

Risposta. Il grande fallimento di Mifid I è stato dato dalla moltiplicazione dei bacini di negoziazione, che già a pochi anni dal debutto ha prodotto risultati esattamente opposti a quelli attesi: sottrazione di oltre il 30% degli scambi alle borse a beneficio degli Mtf (multi-lateral trading facilities: n.d.r.) gestiti da grossi player, aumento dei costi per gli investitori, trasparenza decisamente annebbiata.

D. Non salva nulla della Mifid II?

R. L'altro grande tema era la tutela del risparmio. A norme chiare nel principio non sono corrisposti strumenti di

effettiva attuazione. Si pensi alla profilazione suggestiva (formulare le domande dei questionari in modo da orientare le risposte; n.d.r.) che ha attratto gli strali di Esma e Consob ma che è rimasta un problema irrisolto e grave.

D. Per le imprese di distribuzione e per gli intermediari quali sono le principali incomprensioni che la Mifid II presenta?

R. Sul versante della distribuzione segnalo il divieto di vendite a pioggia: i prodotti dovranno essere concepiti e venduti per target di clientela e non più in modo indistinto. Tutto dipenderà anche qui da come e quanto il principio verrà osservato. Poi c'è la negoziazione algoritmica e l'high frequency trading, cioè la compravendita di titoli affidata al computer e ai micidiali stop loss (ordini automatici di vendita massiccia in caso di ribasso del titolo: n.d.r.).

La Mifid II, imponendo agli operatori sistemi resilienti, dotati di soglie e limiti appropriati, tali da non recare pregiudizi ai mercati e richiedendone un costante monitoraggio. Ci credo poco: per quanto si disciplini e si governi, l'intelligenza artificiale è ormai la vera padrona della finanza.



Emilio Girino