



CON LA MIFID II NUOVI OBBLIGHI INFORMATIVI PER L'INTERMEDIARIO A TUTELA DELL'INVESTITORE

MARIA ELENA SALERNO*

La riforma del framework regolamentare a tutela dell'investitore in strumenti finanziari realizzata a livello europeo (nel c.d. pacchetto MiFID) è intervenuta tra l'altro sulla disciplina della valutazione di adeguatezza degli investimenti finanziari e dei connessi obblighi di informativa alla clientela, imponendo requisiti di contenuto e di forma più rigorosi rispetto al passato. Ciò non potrà non avere conseguenze significative sulla direzione che prenderanno le future decisioni della giurisprudenza civile e delle procedure di risoluzione alternative (i.e. Arbitro per le Controversie Finanziarie) finalizzate ad assicurare l'enforcement della nuova disciplina, ergo la protezione in concreto dell'investitore.

Dall'evoluzione normativa della disciplina europea in materia di tutela del cliente nel passaggio dal sistema regolamentare di cui al pacchetto MiFID a quello contenuto nel pacchetto MiFID II (costituito dalla Direttiva 2014/65/UE (c.d. direttiva MiFID II), dal Regolamento n. 600/2014 (Regolamento MiFIR), da una Direttiva delegata 2017/593 del 7 aprile 2016 e da una serie di Regolamenti delegati emanati, nonché dai (*Regulatory and Implementing*) *Tecnical Standards* dell'ESMA) si evince la volontà del

* Università di Siena - mariaelena.salerno@unisi.it



legislatore comunitario di garantire una maggiore protezione dell'investitore in strumenti finanziari attraverso il superamento di un modello di tutela orientato *sic et simpliciter* alla trasparenza ai fini dell'adozione di un'impostazione imperniata sulla concreta cura del cliente. Il perseguimento di tale finalità ha richiesto, tra l'altro, requisiti di contenuto e di forma più rigorosi sia per la valutazione di adeguatezza delle operazioni finanziarie al profilo di rischio del cliente sia per le comunicazioni all'investitore della motivazione discendente da tale valutazione. E ciò anche in considerazione della circostanza che, di là dal rafforzamento delle misure a difesa dell'investitore, l'*enforcement* della nuova disciplina, *ergo* la tutela del cliente in concreto, così come in passato, rimane affidato agli interventi di *law in action*, di natura pubblica, delle autorità amministrative di vigilanza (nazionali ed europee) con funzione regolativa e orientata alla deterrenza, e di natura privata, dei tribunali civili e delle procedure di risoluzione stragiudiziale delle controversie (si veda nel nostro paese la recente costituzione dell'Arbitro delle Controversie Finanziarie) con funzione rimediabile e compensativa, attesa la mancanza nella normativa di un adeguato apparato sanzionatorio di tipo civilistico a presidio delle regole di condotta e degli obblighi informativi.

Ciò detto, la nostra indagine si incentrerà sul nuovo regime di adeguatezza delle operazioni finanziarie sancito dall'art. 25 della direttiva di primo livello, la n. 2014/65/UE e dettagliato nell'art. 54 del Regolamento delegato della Commissione Europea del 25 aprile 2016 n. 2017/565 (art. 44 e ss.), di prossima implementazione nel nostro ordinamento, con l'obiettivo di valutarne la portata in concreto derivante dall'utilizzo di meccanismi giudiziali e stragiudiziali a tutela dell'investitore.

Come è noto, la c.d. *suitability rule*, il cui rispetto è richiesto dalla legge limitatamente ai servizi di consulenza e di gestione di portafogli in strumenti finanziari in cui maggiore è il bisogno di protezione dell'investitore, si basa su una valutazione da parte dell'intermediario della coerenza del



prodotto consigliato o proposto alle esigenze del cliente. Tale valutazione presuppone, da una parte, l'acquisizione di informazioni dal cliente in merito a conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria e obiettivi di investimento (c.d. *know your customer rule*) e, dall'altra, la raccolta di informazioni in relazione alle caratteristiche del prodotto finanziario in termini di tipologia, dimensione, oggetto e frequenza (c.d. *know your merchandise rule*).

Il recente intervento del legislatore comunitario in materia è volto a rafforzare la tutela dell'investitore attraverso il potenziamento dal punto di vista contenutistico e formale della valutazione, ad opera dell'intermediario, sia del cliente, sia del prodotto, sia della coerenza tra cliente e prodotto.

Per ciò che concerne il cliente, la valutazione delle sue caratteristiche (*know your customer rule*) si basa su una più approfondita conoscenza del medesimo realizzata attraverso la valorizzazione delle informazioni ottenute dallo stesso (art. 25, § 2). Il contenuto delle informazioni dalla clientela è potenziato sotto il profilo quantitativo e soprattutto qualitativo: alla capacità di comprensione/conoscenza del rischio (conoscenza ed esperienza) si aggiunge, nell'ambito delle informazioni sulla situazione finanziaria, la capacità di rischio (capacità di sopportare le perdite), e, nell'ambito delle informazioni sugli obiettivi di investimento, non solo la preferenza/propensione verso il rischio in termini di combinazione rischio/rendimento (*rischio oggettivo*), ma anche l'attitudine (reazione emotiva) al rischio (*rischio soggettivo*) (*risk tolerance*). In proposito il Regolamento delegato n. 2017/565 (art. 54, §§ 4 e 5) precisa che le informazioni sulla situazione finanziaria includono dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito regolare, le attività, comprese le attività liquide, gli investimenti e beni immobili e gli impegni finanziari regolari, mentre le informazioni riguardanti gli obiettivi di investimento comprendono dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investi-



mento, le preferenze in materia di rischio, il profilo di rischio e le finalità dell'investimento. Con riferimento alle informazioni inerenti al profilo di conoscenza ed esperienza del cliente, l'art. 55, § 1, del regolamento 565 richiede che queste: "includano i seguenti elementi [...]: a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale sono state eseguite; c) il livello di istruzione e la professione o, se pertinente, l'ex professione del cliente o del potenziale cliente." In aggiunta il regolamento contempla una serie di misure che le imprese di investimento sono tenute ad adottare al fine di assicurare l'affidabilità delle informazioni ottenute dalla clientela (art. 54, § 7).

Con riguardo al prodotto, il rafforzamento della valutazione (*know your merchandise rule*) deriva innanzitutto dall'imposizione dell'obbligo per le imprese di investimento distributrici di conoscere le caratteristiche del prodotto e, tra queste, in particolare, ai sensi delle nuove norme in tema di *product governance* (artt. 16, § 3, e 24, § 2, della MiFID II e artt. 9 e 10 della Direttiva delegata n. 2017/593 del 7 aprile 2016), il *target* di mercato identificato (in astratto) dal produttore (*product manufacturer*) come destinatario della distribuzione di quello specifico prodotto sulla base di una valutazione preventiva (rispetto alla distribuzione) di adeguatezza dal medesimo effettuata in fase di concepimento e di realizzazione del medesimo. Pertanto, nella fase successiva di distribuzione del prodotto ad uno specifico cliente, la selezione del prodotto da parte dell'intermediario distributore (che può non coincidere con il produttore) dovrà essere obbligatoriamente effettuata all'interno di una *market list* di prodotti individuata *ex ante* come idonea al *target* di mercato di appartenenza di quel cliente (art. 16, § 3, co. 3, della MiFID II e art. 10, § 1 e 2, della Direttiva delegata). Inoltre, sempre sulle modalità di selezione dei prodotti raccomandati intervengono le nuove norme incluse nella di-



rettiva finalizzate a garantirne l'imparzialità e l'indipendenza (art. 24, § 7, lett. a)). L'imparzialità rispetto ai prodotti scaturisce dalla richiesta di selezione tra una gamma di strumenti finanziari sufficientemente ampia e diversificata per tipologia ed emittenti o fornitori (ambito oggettivo della selezione). L'indipendenza rispetto ai prodotti discende dalla circostanza che la selezione non dovrà limitarsi a strumenti finanziari emessi dall'impresa o da soggetti legati alla stessa da relazioni legali o commerciali (ambito soggettivo della selezione).

Per quanto attiene al profilo inerente alla valutazione di coerenza tra cliente e prodotto (*suitability rule*), il suo potenziamento ad opera della disciplina comunitaria deriva indirettamente dalla valorizzazione delle valutazioni delle due variabili di riferimento (cliente e prodotto) su cui essa si basa e direttamente dalle novità normative che incidono in modo specifico sulla medesima. Il rafforzamento della valutazione di adeguatezza scaturisce, innanzitutto, dal fatto che, stante l'obbligo di selezione degli strumenti raccomandati all'interno di una *market list* predeterminata, la stessa verrà effettuata a due livelli, quello del produttore e quello del distributore, da intendersi come complementari e non alternativi. In secondo luogo, la valutazione di adeguatezza dovrà essere eseguita con riferimento all'intero portafoglio del cliente, tenendo conto tendenzialmente anche dei rapporti tra il cliente e altri intermediari. Infine, con riferimento al singolo cliente tale valutazione dovrà essere effettuata prima della transazione e nel continuo al fine di verificare la permanenza nel tempo dell'adeguatezza dello strumento alle esigenze e agli obiettivi del singolo cliente (art. 25, § 6, co. 1 e 2). Il Regolamento delegato n. 2017/565 prevede per l'assolvimento di quest'ultimo compito l'istituzione all'interno dell'assetto di *governance* delle imprese di investimento di una specifica "funzione di controllo della conformità permanente" (art. 22, § 2, lett. a)), supportata da una funzione di *audit* interno destinata a monitorarne l'efficacia (art. 24, co. 1, lett. a)).



A complemento delle novità tese al rafforzamento della valutazione di adeguatezza si pongono le nuove norme della MiFID II che potenziano gli obblighi informativi ad essa inerenti, in termini sia contenutistici che formali. Si segnalano in particolare:

- l'obbligo di fornire per iscritto al cliente al dettaglio, prima della transazione o immediatamente dopo, una dichiarazione di adeguatezza in caso di consulenza sugli investimenti, che specifichi la consulenza prestata e le ragioni per cui la raccomandazione corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente (rendiconto di adeguatezza) (art. 25, § 6, co. 2);

- la richiesta (obbligatoria in caso di gestione del portafoglio e possibile nel caso di consulenza, se l'impresa ha informato il cliente che effettuerà periodicamente la valutazione) di fornire per iscritto al cliente una dichiarazione aggiornata di adeguatezza che illustri i motivi della permanenza della stessa (relazione periodica sull'adeguatezza) (art. 25, § 6, co. 1 e 4).

Questi obblighi comportano rilevanti novità in termini di tempo, contenuto e forma dell'informativa in materia di adeguatezza a cui l'intermediario è tenuto nei confronti del cliente.

Per ciò che concerne il tempo, la valutazione della compatibilità delle caratteristiche dello strumento finanziario alle esigenze dell'investitore deve essere comunicata a quest'ultimo nel rendiconto di adeguatezza prima di ogni transazione e nella relazione periodica di adeguatezza in occasione del riesame della stessa ai fini della verifica della sua persistenza nel tempo (l'adeguatezza può venir meno successivamente per cambiamenti inerenti alle caratteristiche del cliente e/o delle condizioni di mercato del prodotto). Il Regolamento delegato n. 2017/565 (art. 54, § 13) prescrive per il riesame periodico delle raccomandazioni fornite che queste siano effettuate almeno una volta all'anno o con una maggiore frequenza se ciò si reputa necessario in relazione al profilo di rischio del



cliente o del prodotto.

Con riferimento al contenuto, si sottolinea che il rendiconto di adeguatezza (così come la relazione periodica) è dovuto all'investitore non solo qualora il prodotto sia inadeguato alle preferenze, agli obiettivi ed alle altre esigenze del cliente ma anche quando lo strumento risulti adeguato, con specificazione delle motivazioni di tale adeguatezza in relazione a tutte le caratteristiche dello strumento (tipologia, complessità, dimensione, natura emittente, *target* di mercato, ecc.) che ne definiscono la rischiosità nonché al *target* di mercato in riferimento al quale esso è stato concepito e realizzato. Il processo valutativo deve, quindi, svolgersi confrontando ciascuna caratteristica (tipologia, oggetto, dimensione, frequenza, mercato di riferimento) dello specifico prodotto raccomandato o offerto con il profilo di rischio del cliente, tenuto conto dell'intero portafoglio del medesimo. Ciò implica, da una parte, che, al momento della raccomandazione o dell'offerta di uno strumento finanziario, l'informativa sul prodotto non potrà limitarsi ad una descrizione generale e generica della natura e dei rischi connessi alla tipologia di strumenti cui esso appartiene, ma deve essere riferita allo specifico strumento oggetto del servizio, e, dall'altra, che il contenuto della motivazione dovrà includere l'indicazione della compatibilità o meno di ogni profilo dello specifico prodotto ad ogni aspetto inerente allo specifico cliente (competenza ed esperienza, alla situazione personale, patrimoniale e finanziaria e agli obiettivi di investimento). Per ciò che concerne le valutazioni e relazioni periodiche di adeguatezza successive alla definizione iniziale del servizio, il Regolamento di secondo livello consente la limitazione del relativo contenuto alle modifiche intervenute nei servizi o strumenti in questione e/o nelle circostanze del cliente, con la conseguente opportunità per l'intermediario finanziario di non ripetere tutti i dettagli della prima relazione (art. 54, § 12, co. 3).

Infine, con riferimento alla forma dell'informativa in materia di ade-



guatezza la disciplina di cui alla direttiva impone la forma scritta sia per il rendiconto iniziale sia per la relazione periodica, da fornirsi su supporto durevole compreso il formato elettronico (si veda anche il considerando n. 82 della direttiva). Non solo, ma la forma scritta delle comunicazioni sulle motivazioni della valutazione della compatibilità delle caratteristiche del prodotto a quelle del cliente è richiesta sempre, sia nell'ipotesi di esito negativo di tale valutazione (inadeguatezza) sia nel caso di risultato positivo della medesima (adeguatezza), quindi sia per le motivazioni di inadeguatezza sia per le ragioni di adeguatezza.

Dalla breve panoramica delle novità introdotte dal pacchetto MiFID II nella materia oggetto di attenzione risulta evidente l'impatto che l'incremento quali-quantitativo delle misure a tutela dell'investitore è potenzialmente in grado di produrre sui futuri interventi giudiziali e stragiudiziali a tutela delle ragioni del medesimo. Tale riforma, infatti, è suscettibile di determinare un significativo cambiamento di rotta dell'orientamento giurisprudenziale (per limitarsi alle ultime, cfr. Cass. civ., 31/03/2017, n. 8354; Cass. civ., 03/06/2016, n. 11466; Cass. civ., 11/11/2016, n. 23066; Cass. civ., 09/08/2016, n. 16828; Cass. civ., 03/06/2016, n. 11466; Cass. civ., 15/03/2015, n. 5089; Cass. civ., 09/02/2016, n. 2535; Cass. civ., 19/01/2016, n. 816; Cass. civ., 31/08/2015, n. 17333, tutte disponibili in *Redazione Giuffré 2017, 2016, 2015*; Cass. civ., 06/06/2016, n. 11578; Cass. civ., 13/05/2016, n. 9892, in *www.ilcaso.it*; Cass. civ., 16/05/2016, n. 9981, in *Diritto & Giustizia*, fasc.23, 2016, 47 ss., con nota di Bencini, *Ordini di investimento e deficit informativo*. Per le pronunce di merito, cfr. Trib. Prato, 13/01/2017, n. 59; Trib. Prato, 03/01/2017, n. 6, App. Palermo, 16/01/2016, n. 40; Trib. Monza, 13/01/2015, n. 112, in *Redazione Giuffré 2017, 2016, 2015*) consolidatosi nel vigore della disciplina pre-MiFID in tema di valutazione dell'adeguatezza e connessi obblighi informativi nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di patrimoni alla clientela *retail*. Ci



riferiamo, in particolare, alla giurisprudenza, di merito e di legittimità, che fino ad oggi, con riferimento al contenuto dell'esito (motivazione) della valutazione della compatibilità del prodotto alle caratteristiche e agli obiettivi di investimento del cliente oggetto di comunicazione a quest'ultimo, ha dichiarato conforme alla legge la relativa limitazione esclusivamente ai profili di inadeguatezza del prodotto (*ergo* ha ritenuto legittima la condotta dell'intermediario che abbia omesso di indicare nella motivazione di inadeguatezza gli aspetti dello strumento finanziario raccomandato o offerto che viceversa fossero risultati adeguati al profilo di rischio del cliente), e, con riguardo alla modalità dell'informativa all'investitore nella materia *de qua*, si è pronunciata per la non obbligatorietà della forma scritta (a meno che ciò non sia stato previsto dalle parti nell'esercizio della propria autonomia contrattuale) delle motivazioni sull'inadeguatezza delle operazioni esecutive del contratto di investimento.