

MiFID, problematiche emerse e prospettive di revisione

Simona Sardelli

giugno 2012

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

MiFID – Markets in Financial Instruments Directive

Problematiche emerse e prospettive di revisione

1. Evoluzione normativa 2. Inquadramento e definizioni 2.1. *Classificazione della clientela: investitori al dettaglio, professionali e controparti qualificate* 3. Criteri di best execution, gestione del conflitto di interesse e obblighi di informazione a livello comunitario 4. Recepimento degli obblighi comunitari e aggiornamento dei principi di adeguamento e appropriatezza 5. Responsabilità degli intermediari: nullità, annullabilità o risoluzione del contratto? 6. Valutazioni sulla Direttiva e proposte di revisione 6.1. *Elementi oggetto di discussione: miglioramento del funzionamento del mercato* 6.2. *Maggiore tutela degli investitori*

1. Evoluzione normativa

Il *corpus* normativo che regola l'intermediazione nei mercati finanziari all'interno dell'Unione Europea è costituito dalla Direttiva 2004/39, dalla Direttiva di secondo livello 2006/73 e dal Regolamento di attuazione 1287/2006/UE.

La Direttiva di massima armonizzazione 2004/39/CE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, (Markets in Financial Instruments Directive) ha confermato, arricchendone il disegno, la scelta della creazione di mercati regolamentati fondati su un modello privatistico già effettuata dal legislatore con le precedenti Direttive ("Investment Service Directive" 93/22/CEE¹ e la Direttiva "relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi" 96/6/CEE²).

¹ Con questo intervento ci si poneva innanzitutto l'obiettivo di eliminare le divergenze esistenti tra i regimi autorizzativi in vigore nei diversi Paesi europei per le diverse imprese di investimento (con riferimento alla prestazione di servizi e allo stabilimento di succursali). A tal fine si auspicava che venisse definita una regolamentazione "essenziale, necessaria e sufficiente" a consentire il reciproco riconoscimento, con la Vigilanza affidata allo Stato Membro d'origine, sia per le banche che per le imprese di investimento non bancarie.

² Questa stabilisce, insieme alla Direttiva 2006/48, un quadro prudenziale per le imprese di investimento e per gli enti creditizi; tale quadro prevede diversi approcci in materia di adeguatezza dei fondi propri rispetto a ciascun rischio, permettendo così alle imprese di investimento di attuare i sistemi di gestione del rischio più adeguati al proprio profilo del

Alla base della scelta effettuata vi è la convinzione che il superamento della visione pubblicistica dei mercati mobiliari costituisca un passaggio obbligato del processo di integrazione dei mercati internazionali, derivante dall'emanazione delle dette direttive, che hanno sancito il principio di liberalizzazione dei servizi di investimento in ambito comunitario e il mutuo riconoscimento dei mercati.

A parte quest'aspetto, la differenza di approccio tra la ISD (cosiddetta Direttiva EUROSIM) e la MiFID appare evidente sin dai “*Consideranda*”, nei quali si nota come la ISD mirava soltanto ad un'armonizzazione minima, che, per esempio, non consentiva l'effettivo mutuo riconoscimento delle autorizzazioni concesse alle imprese di investimento; si trattava di un complesso di norme basate su obblighi informativi e formalismo contrattuale (ovvero obbligo di forma scritta a pena di nullità).

In effetti, però, la Direttiva del 1993 non prevedeva una vera e propria armonizzazione sulla gestione del regime di investimento; presentava solamente sette principi generali che gli Stati Membri hanno dovuto implementare attraverso l'emanazione di regole nazionali specifiche. Naturalmente, quindi, i risultati delle varie attuazioni sono stati decisamente differenti. Recepita in Italia con il D. Lgs. 415/1996 (confluito poi nel T.U.F del 1998), col passare degli anni evidenziava in tutti i Paesi dell'Unione diversi limiti: risultava obsoleta rispetto alle trasformazioni radicali intervenute nei mercati finanziari europei; dati i principi generali di integrazione, che lasciavano troppi margini di discrezionalità agli Stati Membri, non garantiva, quindi, un'effettiva tutela dell'investitore.

2. Inquadramento e definizioni

In Italia, il recepimento dell'attuale disciplina (mediante il D. Lgs. 17 settembre 2007, n. 164), consolida la struttura del Testo Unico della Finanza comportando, però, una sostituzione sostanziale della precedente disciplina riguardante i servizi di investimento; questa, tra le altre cose, ha implicato un notevole cambiamento anche delle modalità con cui sono inseriti nell'ordinamento nazionale i concetti di *valore mobiliare*, *strumento finanziario* e *prodotto finanziario*. La centralità del concetto di strumento finanziario, infatti,

rischio o alla propria attività. Compete, poi, alle Autorità di vigilanza valutare l'adeguatezza dei fondi propri delle imprese di investimento in riferimento ai rischi ai quali queste sono esposte.

appare ormai incontestabile, dato anche il risalto che assume nell'ambito della disciplina dei mercati e della gestione accentrata.

Per quanto riguarda i servizi di investimento, innanzitutto la Direttiva ha modificato la dicitura che individua la categoria, facendola diventare "servizi e attività" (Art. 1, c. 5 T.U.F.): un'espressione giustificata dall'introduzione, nell'elenco delle attività riservate, della gestione di sistemi di negoziazione.

La novità è consistita nel fatto che la consulenza, da servizio accessorio che era stato dal 1996, è tornato ad essere un servizio di investimento vero e proprio. Quindi, da che un contratto avente ad oggetto la prestazione di consulenza in materia di investimento era valido a prescindere dalla qualità della parte che vi figurava come consulente, ora, essendo un'attività riservata ai soggetti esplicitamente indicati dalla legge, è valido solo se il consulente rientra in quella categoria (come lo era stato dal 1991 al 1996).

Dai servizi di investimento vanno poi distinti i cosiddetti "servizi accessori", i quali non sono oggetto di una riserva di attività a favore degli intermediari abilitati alla prestazione di servizi di investimento (ma comunque rappresentano dei servizi che gli intermediari possono svolgere perché appunto abilitati alla prestazione dei servizi di investimento). La *ratio* sta nell'elevata complementarità delle due tipologie di servizi; peraltro, il termine *accessorio* non necessariamente deve significare "complementare" o "strumentale" rispetto ad un servizio di investimento: infatti, salvo che per il servizio accessorio di intermediazione cambi, questi possono essere svolti in via autonoma, quindi senza risultare di supporto ad alcun servizio di investimento.

Viene confermata nell'elenco individuato dall'Art. 1, c. 5 TUF anche la gestione dei portafogli, di cui vengono definiti (c. 5-quinquies), come elementi costitutivi della fattispecie, la discrezionalità del gestore, caratteristica che lo distingue maggiormente dagli altri servizi di investimento (nei quali l'intermediario agisce sempre a seguito di specifici ordini rilasciati dal cliente, facendo ricorso ad una discrezionalità meramente tecnica) e l'esercizio su base individualizzata: infatti, il servizio si basa su un rapporto personale tra l'investitore e l'intermediario.

Si ribadisce, quindi, la necessità che al gestore sia lasciata la discrezionalità nell'esecuzione del mandato gestorio; infatti, non risulta in contrasto la circostanza che il cliente possa impartire delle istruzioni vincolanti, le quali però devono inserirsi all'interno di un servizio, sì personalizzato, ma anche ideato e proposto dal gestore, al quale è concesso il diritto di recesso nell'ipotesi di ordini non consoni al progetto gestorio proposto.

L'accentuazione degli obblighi di informazione nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento rappresenta un pilastro della nuova disciplina e trova fondamento nella volontà del legislatore di limitare le *defaillances* del mercato; in particolare, attenuare il problema delle asimmetrie informative che caratterizza i contratti tra intermediari e risparmiatori. Quindi, l'erogazione dei servizi di investimento e di quelli accessori deve avvenire in un ambiente favorevole alla tutela degli interessi degli investitori ed alla loro protezione, indipendentemente dal servizio di volta in volta prestato.

2.1. Classificazione della clientela: investitori al dettaglio, professionali e controparti qualificate

Per quel che concerne gli investitori, prima del recepimento della MiFID, il TUF distingueva due categorie di clienti: “ordinari” e “qualificati”. Ai primi si applicavano tutte le regole di condotta previste dal regolamento sull'intermediazione, come presidi di tutela del contraente debole³; ai secondi, tendenzialmente, nessuna (Art. 31 Reg. Consob 11522/1998).

Con la MiFID la disciplina cambia in modo significativo, non solo perché i clienti vengono ulteriormente suddivisi in tre categorie (“al dettaglio”, “professionali” e “controparti qualificate”), ma soprattutto perché le regole di condotta degli intermediari vengono applicate in modo diverso ai soggetti rientranti nelle tre categorie, in ragione della natura del servizio offerto⁴. Tale suddivisione sottende la volontà di adottare misure di protezione coerenti con ciascuna categoria di investitore, rispettando le differenti esigenze di tutela connesse con qualità ed esperienza professionale dei medesimi.

Innanzitutto, l'appartenenza ad una determinata categoria viene disposta sulla base di una pluralità di informazioni, richieste dall'intermediario in una fase preliminare, idonee a far emergere la “natura” del cliente. Infatti, salvo talune regole di comportamento che sono di applicazione generale (e precisamente quelle concernenti le informazioni, le comunicazioni pubblicitarie e promozionali e le informazioni sugli strumenti finanziari), ciascuna categoria implica il riconoscimento di un diverso grado di conoscenza ed esperienza nel settore dei mercati finanziari ed ad ognuna di esse il legislatore ha affidato un

³ B. INZITARI e V. PICCININI, *La Tutela del Cliente nella Negoziazione di Strumenti Finanziari*, Cedam, 2008.

⁴ B. PENN, *Markets in Financial Instruments Directive: Conduct of Business*, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, vol. 22, 2007.

diverso livello di tutela, che è minimo nel caso di controparti qualificate e massimo nel caso dei clienti al dettaglio.

Specificamente, i clienti al dettaglio sono quei soggetti ritenuti privi delle specifiche competenze professionali necessarie per orientare in maniera consapevole le proprie decisioni in materia di investimento; necessitano, quindi, del livello di protezione più elevato ed esteso: dalla fase pre-contrattuale a quella di prestazione dei servizi. La normativa non indica in modo esplicito quali soggetti debbano rientrarvi, bensì li individua in via residuale, facendovi quindi confluire tutti quelli che non possono essere trattati come clienti professionali o controparti qualificate.

Sotto il profilo degli obblighi dell'intermediario, le norme specificano che, prima dell'erogazione del servizio, al cliente al dettaglio devono essere precisati i termini della prestazione, unitamente ad una serie di informazioni circa l'impresa di investimento e i suoi servizi, la natura e i rischi dei prodotti e degli strumenti finanziari, i costi e tutti gli oneri connessi alla prestazione.

Per clienti professionali, invece, si intendono coloro che posseggono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi.

La categoria si suddivide ulteriormente in clienti professionali *per se*, qui collocati in base ad una valutazione astratta del legislatore comunitario, e quelli *su richiesta*, i quali possono appunto richiedere tale classificazione. Un'ulteriore distinzione viene fatta tra clienti professionali *privati* e *pubblici*.

Venendo, quindi, ai clienti *di diritto* professionali, a parte una serie di intermediari (tra cui le imprese di investimento, banche, imprese di assicurazione, ...) vi sono le imprese di grandi dimensioni (classificate come tali in base all'attivo di bilancio o al fatturato netto) e gli investitori istituzionali, la cui attività principale sia l'investimento in strumenti finanziari.

Nei confronti di tutti questi soggetti, l'intermediario deve, prima della prestazione di qualunque servizio, informarli della loro classificazione e del trattamento che ne discende di diritto, salvo diverso accordo.

Rientrano, invece, nella categoria dei clienti professionali pubblici quelli già individuati come controparti qualificate e le Regioni; si possono, eventualmente, aggiungere anche i clienti professionali pubblici "a richiesta", ovvero gli enti di grandi dimensioni.

E' possibile, inoltre, evidenziare un'intersezione tra i clienti rientranti nella categoria precedente e quelli "al dettaglio": viene definita la categoria dei clienti "professionali *su richiesta*" ed in cui vengono fatti rientrare tutti quei

soggetti non contemplati dai “professionali di diritto”, i quali, qualora vengano soddisfatte determinate condizioni⁵ e ne venga fatta espressa richiesta, possono usufruire dello stesso trattamento. In tal caso la logica del trasferimento risiederà nella volontà di poter usufruire di maggiore autonomia nell’investimento del proprio patrimonio e avrà il vantaggio di ridurre i costi della consulenza finanziaria. Ciò non toglie che comunque, in mancanza dei detti requisiti o perché contrario alle proprie policy, l’intermediario dovrà comunicare al cliente il rifiuto di concedere il trasferimento.

Come si consente ai clienti di richiedere un minor livello di protezione, così è possibile compiere l’operazione inversa: questa volta senza nessun riferimento ad una specifica categoria, infatti, la MIFID consente ad ogni cliente di richiedere la modifica della propria posizione; questa può riguardare l’intero servizio di intermediazione o si può limitare a determinati servizi, attività o strumenti. Va da sé che per l’intermediario ciò implica una differenziazione di procedure in termini di regole di condotta e di obblighi informativi.

A questo tipo di clientela (intendendo tutti i tipi di clienti professionali) dovranno quindi essere fornite informazioni esclusivamente in relazione alla natura e ai rischi dei prodotti o dei servizi offerti, alla salvaguardia degli strumenti finanziari, all’esistenza e ai termini di eventuali diritti di garanzia o di privilegi che l’impresa di investimento detiene o potrebbe detenere sui suoi strumenti finanziari.

L’ultima fascia di clientela prevista dalla MiFID è quella delle *controparti qualificate*: una nuova categoria definita esplicitamente clientela dal “Considerando” n. 40 della Direttiva in questione; categoria, la quale sostanzialmente rappresenta un sottotipo di clienti professionali. Interpretando il dettato normativo, si possono definire “controparti qualificate” tutte le imprese di investimento, quelle di assicurazione, le banche, le società di gestione armonizzata, i fondi pensione, gli Oicr, le Sgr, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi Tub, i governi nazionali e i soggetti ad essi

⁵ Il cliente deve aver compiuto una media di dieci operazioni di significative dimensioni a trimestre nei quattro trimestri precedenti; il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente deve superare i 500.000 euro; l’investitore deve aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi proposti.

assimilabili italiani e comunitari. Da ultimo va precisato che la MIFID permette ai singoli Stati di individuare ulteriori soggetti per questa categoria⁶.

Poiché la *ratio* degli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario poggia sulla necessità di informare i clienti dell'eventualità che essi siano inseriti in una fascia diversa rispetto a quella precedente, ad ogni soggetto qualificato come "controparte" deve essere fornita un'apposita comunicazione di tale qualifica, trattandosi di una categoria inesistente fino all'entrata in vigore della Direttiva.

A chiusura della procedura di inserimento di questi soggetti nella presente categoria, viene richiesto all'intermediario di acquisire, dal cliente in questione, espressa accettazione della classificazione. Qualora l'investitore dovesse contestare la dichiarazione di controparte qualificata, graverà sull'investitore stesso l'onere probatorio della non corrispondenza alla realtà di quanto da egli dichiarato e, soprattutto, la conoscenza da parte dell'intermediario o, quanto meno, l'agevole conoscibilità delle circostanze dalle quali poter desumere la reale situazione soggettiva del proprio cliente⁷.

La conseguenza dello status di controparti qualificate risulta essere la disapplicazione di specifiche regole di tutela. In particolare, gli intermediari, per determinati servizi di investimento, per i servizi di negoziazione (per conto proprio o per conto terzi) e per la ricezione e trasmissione di ordini (inclusi i servizi accessori direttamente connessi alle relative operazioni), non sono tenuti ad osservare, nei confronti delle "controparti qualificate", gli obblighi specificamente imposti agli artt. 19, 21 e 22 (par. 1) della Direttiva MIFID 2004/39/CE⁸.

⁶ Per completezza giova specificare che a tutt'oggi l'Italia non ha usufruito di questa possibilità.

⁷ E' opportuno precisare che, confermando l'orientamento già espresso dalla Corte di Cassazione (sentenza 12138/2009), il Tribunale di Milano, con la recente sentenza n. 4379 del 14 aprile 2012, ha affermato che in relazione alla dichiarazione *ex* Art. 31 del Regolamento Consob n. 11522/98 (resa dall'investitore all'intermediario) e al concreto rischio che la stessa sia stata rilasciata inconsapevolmente o, comunque, senza un'adeguata cognizione di causa, non gravi in capo all'intermediario alcun onere di accertamento in merito all'effettiva sussistenza dei requisiti di professionalità.

⁸ Come per le altre due categorie, anche a quest'ultima viene riconosciuta la possibilità di chiedere una maggiore tutela. Le controparti qualificate, infatti, hanno il diritto di chiedere (per una singola operazione o in via generale) di usufruire della tutela di cui agli artt. 19, 21 e 22. Se la richiesta non risulta essere specifica, l'intermediario tratterà questo soggetto come un cliente professionale; se, poi, la controparte farà espressa richiesta di essere trattata come cliente al dettaglio, troveranno applicazione le disposizioni relative alle richieste di trattamento non professionale (All. II, parte I, c. 3 e 4 Dir. 2004/39/CE).

3. Criteri di best execution, gestione del conflitto di interesse e obblighi di informazione a livello comunitario

La protezione dell'investitore, in particolare l'essere in grado di investire consapevolmente⁹, unita alla stessa capacità dell'intermediario di orientarsi sistematicamente verso gli interessi del cliente, trae origine dal rispetto di una serie di regole che si concretizzano in tre aspetti: *best execution*, gestione dei conflitti di interesse e informazioni al cliente. La *compliance* in queste tre aree rappresenta un aspetto essenziale perché gli intermediari possano agire “in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti”¹⁰.

Occorre dire, innanzitutto, che il criterio della “best execution”, ovvero l'obbligo in capo alle imprese di investimento (e, di conseguenza obbligo di ogni intermediario) di ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, trova applicazione indistintamente per tutti gli strumenti finanziari, siano essi quotati su un mercato regolamentato¹¹ o meno e a prescindere da luogo di negoziazione; concerne tutte le caratteristiche del contratto: prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, nonché dimensione e natura dell'ordine.

La Direttiva richiede alle società di pubblicare la “best execution policy” adottata; queste possono essere di vario tipo, inclusa la possibilità che la stessa sia ritagliata su ogni singolo cliente. La “best execution policy” però non è un impegno teso al risultato, quanto piuttosto rivolto ai mezzi: l'intermediario, infatti, deve essere in grado di dimostrare che l'esecuzione di ogni operazione soddisfa la strategia di esecuzione degli ordini in vigore

⁹ EUROPEAN COMMISSION, White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds, COM[2006] 686 final, 15 November 2006, p. 13.

¹⁰ Art. 19 Direttiva 2004/39.

¹¹ La Corte di Giustizia ha fornito un'interpretazione autentica, in generale della Direttiva 2004/39/CE, ma con specifico riferimento alle disposizioni in materia di mercati regolamentati. In particolare, la Corte ha affermato che l'Art. 4, par. 1, punto 14 della Direttiva deve essere interpretato nel senso che se un mercato degli strumenti finanziari non soddisfa i requisiti di cui al titolo III (che disciplina, appunto, i mercati regolamentati) della Direttiva stessa, ne consegue che non potrà essere incluso nella categoria di “mercato regolamentato”, nonostante il fatto che il suo gestore si sia fuso con un siffatto mercato regolamentato. La Corte ha, inoltre, precisato che la corretta interpretazione dell'Art. 47 della Direttiva prevede che l'iscrizione di un mercato nell'elenco dei mercati regolamentati, prevista dall'articolo in questione, non costituisce una condizione necessaria per qualificare tale mercato come “regolamentato” ai sensi di quanto richiesto dalla Direttiva (Corte di Giustizia dell'Unione Europea, sez. II, 22 marzo 2012, n. C-248/11).

nell'azienda di appartenenza; tuttavia ciò non implica che per ogni singola transazione si debba raggiungere il risultato migliore.

Nella prestazione di servizi di investimento può capitare che l'intermediario agisca in una posizione di potenziale conflitto di interessi; certamente potrebbe proporsi una soluzione drastica di divieto, nei confronti dell'intermediario, di agire per conto del cliente in simili ipotesi. Il legislatore italiano, però, a partire dagli anni Novanta, ha operato una scelta in una diversa direzione, non di divieti, ma di controlli e regole organizzative.

Ci si è, quindi, spostati sul terreno dell'informazione preventiva, consentendo l'effettuazione di operazioni potenzialmente conflittuali, previa informazione del cliente, seguita da una dichiarazione scritta di consenso. Tuttavia, sono subito emerse delle difficoltà quasi insormontabili: il mercato finanziario ha infatti bisogno di rapidità ed è intollerante a burocrazie ed ingessature, quali la richiesta del consenso per ogni singola operazione.

Si è cercato, perciò, di conciliare le esigenze del mercato con quelle di tutela degli investitori, imponendo l'obbligo di consenso preventivo del cliente, ma consentendo che fosse richiesto, una volta per tutte, all'inizio del rapporto contrattuale e, quindi, necessariamente, a fronte di una lunga e generica elencazione delle possibili cause di conflitto. Si è obiettato, tuttavia, che tale misura costituisse un modico presidio agli interessi del cliente e conducesse ad un eccesso di informazione contrattuale, tale da non permettere al cliente di rendersi conto di cosa esattamente egli stava sottoscrivendo.

L'Art. 18 della Direttiva precisa come il giudizio di "sufficienza" delle misure adottate dall'impresa per "gestire" i conflitti sia, in ultima analisi, demandato all'impresa stessa; quindi, ove l'intermediario ritenga sufficienti le misure organizzative adottate (e tale giudizio sia naturalmente espresso in buona fede o comunque in modo non negligente), egli non sarà responsabile nei confronti dei clienti per eventuali danni subiti a causa dell'operazione effettuata in conflitto di interessi, né sarà esposto a sanzioni amministrative per violazione delle regole di condotta¹².

Quanto al contenuto dell'informazione da rendere al cliente nell'ipotesi di (auto-valutata) insufficienza delle misure organizzative, la disciplina comunitaria richiede che si comunichi chiaramente e, prima di agire per suo conto, la natura generale e/o le fonti del conflitto di interesse. E' quindi chiaro

¹² H. W. MICKLITZ, J. STUYCK e E. TERRY, *Cases, Materials and Text on Consumer Law*, Oxford: Hart Publishing, 2010.

che è possibile fornire al cliente in modo generico l'indicazione del conflitto e di farlo anche *una tantum* all'inizio del rapporto contrattuale.

Si può dedurre, quindi, che corre maggiori rischi l'intermediario che reputi *sufficiente* la misura di gestione del conflitto adottata (in quanto vi è la possibilità di una valutazione *ex post* di negligenza da parte del giudice o dell'autorità amministrativa) rispetto all'intermediario che, nel dubbio, preferisca valutare la misura come insufficiente e dare al cliente una generica informazione, con clausola standard, su tutti i conflitti di interesse che potrebbero insorgere lungo la durata del rapporto contrattuale.

4. Recepimento degli obblighi comunitari e aggiornamento dei principi di adeguamento e appropriatezza

Il sistema dell'Art. 21 TUF precedente alla Direttiva (completato dalle disposizioni regolamentari emanate dalla Consob con il Regolamento Intermediari) dava attuazione ai detti principi tramite un meccanismo complesso, connotato da un rigido formalismo; si era, infatti, arrivati ad un "flusso" di dichiarazioni, contro-dichiarazioni o dichiarazioni di accettazione alquanto complesso e articolato che potevano essere semplicemente rese attraverso formulari o moduli prestampati.

Per quanto concerne, invece, la disciplina nazionale conseguente al recepimento della Direttiva comunitaria, il conflitto di interessi è regolato comunque dall'Art. 21 TUF, il quale enumera una serie di principi generali: a) l'intermediario deve comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati¹³; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti; c) operare in modo che essi siano sempre informati adeguatamente; d) utilizzare comunicazioni promozionali corrette, chiare e non fuorvianti.

In situazione di conflitto l'intermediario deve quindi: a) identificare i conflitti che potrebbero insorgere; b) gestire i conflitti stessi; c) informare in anticipo i clienti se le misure adottate non sono sufficienti per evitare il rischio di nuocere ai clienti; d) in generale deve "svolgere una gestione indipendente, seria e prudente", adottando misure idonee a tutelare i diritti dei clienti.

¹³ L'affermazione dei principi di trasparenza e correttezza nella sollecitazione del pubblico risparmio risale agli anni Settanta, quando vennero introdotte le prime norme per favorire lo sviluppo dei mercati finanziari.

L'Art. 21 TUF permette di distinguere, quindi, un flusso di informazioni dal cliente all'intermediario e un altro dall'intermediario al cliente. Le prime, naturalmente, mirano all'ottenimento di quelle informazioni che permettono di classificare il cliente, le seconde costituiscono lo strumento attraverso il quale l'intermediario può formulare un giudizio di adeguatezza/appropriatezza del servizio finanziario che intende offrire, rispetto alle caratteristiche del cliente.

L'Art. 29 del vecchio Regolamento intermediari (Reg. n. 11522/1998) faceva riferimento esclusivamente al parametro dell'adeguatezza dell'operazione rispetto al cliente, a prescindere dal servizio di investimento prestato, e precludeva all'intermediario il compimento di prestazioni inadeguate (per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione) al cliente. Se tuttavia l'investitore insisteva per il compimento dell'operazione, l'intermediario era tenuto a fornire un'informativa specifica, che segnalava non solo l'inadeguatezza dell'operazione, ma anche i motivi della stessa. Se, poi, il cliente insisteva ulteriormente, il corrispondente ordine doveva essere dato con esplicito riferimento alle avvertenze ricevute¹⁴.

A seguito dell'attuazione della MiFID il principio di adeguatezza è stato modificato e la materia è oggi disciplinata non dal testo di legge, ma solo in via regolamentare. Con la riforma del 2007 il Reg. Consob n. 11522/1998 è stato abrogato e sostituito con il n. 16190/2007; la riforma ha sdoppiato il principio di adeguatezza che oggi consta di una regola di adeguatezza e una di appropriatezza.

Nel 2008 e 2009 un tribunale di secondo grado¹⁵, ma soprattutto la Cassazione¹⁶ è intervenuta affermando che questa regola si applica a tutti i servizi di investimento prestati nei confronti di qualsiasi investitore che non sia un operatore qualificato; quindi, sia nei servizi di investimento, nei quali sia ravvisabile una discrezionalità dell'intermediario (es.: contratti di gestione di portafogli di investimento) sia nel caso in cui l'operazione avvenga su istruzione del cliente (es.: servizio di negoziazione, di ricezione e di trasmissione degli ordini).

La Direttiva di secondo livello (Direttiva 2006/73) ha, invece, voluto distinguere le due nozioni (cosa non prevista dalla Direttiva del 2004, dove il

¹⁴ V. SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, Corr. Giur., 2009; id. *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, Giur. Comm., Vol. II, 2009.

¹⁵ Corte di Appello di Milano, 15 aprile 2009, sentenza n. 1094.

¹⁶ Cass. 25 giugno 2008, n. 17340; Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773.

termine adatto veniva usato sia per la consulenza e la gestione che per gli altri servizi di investimento, pur rimanendo la profonda distinzione qualitativa tra le informazioni che dovevano essere raccolte); ai fini dell'adeguatezza, dunque, l'intermediario deve conoscere obiettivi di investimento, situazione finanziaria, esperienza e conoscenza del cliente e deve valutare se la specifica operazione raccomandata o realizzata è coerente con gli obiettivi, è compatibile con il profilo di rischio ed è comprensibile in termini di rischiosità¹⁷.

Per quanto riguarda la parte residuale delle informazioni, quelle necessarie per valutare il livello di appropriatezza, l'intermediario deve verificare che il cliente abbia "il livello di esperienze e conoscenze necessarie per comprendere i rischi che il prodotto o servizio di investimento offerto o richiesto comportano"¹⁸.

Pertanto, l'adeguatezza sembra avere un contenuto più rigoroso dell'appropriatezza e, per tale motivo, la Consob ha ritenuto necessario che l'intermediario si attenga a parametri più stringenti; questo impone anche una più rigorosa disciplina del regime relativo allo scambio di informazioni tra il cliente e l'intermediario.

Non è inutile soffermarsi brevemente (approfondendo ulteriormente il tema del paragrafo 2.1) sulla differenziazione degli obblighi che risiedono in capo all'intermediario in materia di valutazione dell'appropriatezza. Dovrà l'intermediario, infatti, acquisirà dal cliente al dettaglio tutte le informazioni utili nel caso in cui la prestazione abbia ad oggetto servizi diversi dalla consulenza o dalla gestione; richiederà al cliente informazioni in merito solo alle sue conoscenze ed esperienze circa lo specifico prodotto o servizio proposto (o richiesto).

Quando la controparte è rappresentata da un cliente professionale, vige nella MiFID la presunzione che quest'ultimo disponga del livello di conoscenza ed esperienza necessario a comprendere i rischi inerenti i prodotti, le operazioni e i servizi in relazione ai quali è classificato come cliente professionale; con riferimento a tali servizi, la valutazione di appropriatezza potrà, pertanto, essere omessa. Qualora, invece, il servizio finanziario consista nella prestazione di consulenza in materia di investimenti, l'intermediario può presumere che tale cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio ad essa connesso: la valutazione di adeguatezza risulterà pertanto semplificata rispetto a quella da effettuare nei confronti dei clienti al dettaglio.

¹⁷ Art. 35, c. 1, Direttiva 2006/73.

¹⁸ Art. 36, Direttiva 2006/73.

Come è facile immaginare, quando gli intermediari prestano, a controparti qualificate, i servizi di negoziazione per conto proprio e per conto di terzi o servizi di ricezione e trasmissione di ordini, non sono tenuti ad osservare gli obblighi di cui agli artt. 19, 21 e 22 c. 1 della Direttiva (relativi alle norme generali di comportamento da rispettare in sede di prestazione dei servizi; all'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli; all'obbligo di utilizzare procedure che assicurino un'esecuzione rapida ed efficiente degli ordini).

5. Responsabilità degli intermediari: nullità, annullabilità o risoluzione del contratto?

Volendo, poi, analizzare gli aspetti sanzionatori della disciplina, bisogna dire che il legislatore comunitario, che ha introdotto le norme di comportamento degli intermediari finanziari, non ha definito le sanzioni civilistiche in caso di loro inosservanza; ciò è comprensibile se si considera che le tradizioni giuridiche dei singoli Stati Membri divergono parecchio da ordinamento a ordinamento, motivo per il quale sarebbe stato impossibile pre-determinare ed imporre a tutti lo stesso tipo di sanzione.

Il punto è però che neanche il legislatore italiano ha espressamente individuato una sanzione appropriata, cosa che ha portato ad un disorientamento della giurisprudenza degli ultimi anni¹⁹.

Buona parte del contenzioso tra investitori e intermediari finanziari si basa su un'asserita inosservanza delle *disposizioni imperative*²⁰. La questione del giusto rimedio è stata risolta dalle sezioni Unite della Corte di Cassazione, le quali hanno affermato che la nullità non è rimedio appropriato per l'inosservanza di regole di condotta²¹; a seconda dei casi potrà, quindi, aversi annullamento o risoluzione del contratto e, in ogni caso, il risarcimento del danno²².

Più precisamente, la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni previste dalla legge, può dar luogo a

¹⁹ F. AZZARRI, *Contratti Finanziari e Categorie Civilistiche*, Nuova Giur. Civ. Comm, I, 2009.

²⁰ Vengono qui in particolare rilievo due possibili ipotesi di violazione del contratto: - contrarietà a norma imperativa (1418, 1 c., c.c.); - mancanza di forma (1418, 2 c., c.c.).

²¹ Cass., 19 Dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. Pronunciate lo stesso giorno e riportanti lo stesso principio di diritto.

²² F. SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, Società, Vol. I, 2009.

responsabilità precontrattuale (e conseguente obbligo di risarcimento danni), ove tali violazioni abbiano avuto luogo nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto²³; si tratterà invece di responsabilità contrattuale (ed eventualmente condurre alla risoluzione del rapporto) ove si tratti di violazioni concernenti le operazioni di investimento compiute in esecuzione del contratto.

Secondo le Sezioni Unite, dunque, l'inosservanza delle norme di comportamento configura un inadempimento dell'intermediario finanziario che determina l'obbligo di risarcire il danno e nei casi più gravi la risoluzione del contratto (secondo la disposizione generale del c.c. peraltro "*Il contratto non si può risolvere se l'inadempimento di una delle parti ha scarsa importanza, avuto riguardo all'interesse dell'altra*". Art. 1455 c.c.).

La responsabilità dell'intermediario si fonda sull'Art. 1218 c.c. secondo cui "*il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno*". L'applicazione dell'Art. 1218 presuppone che in capo all'intermediario vi sia l'obbligo di effettuare una prestazione, che sarebbe quella che risulta dall'assetto contrattuale pattuito espressamente dalle parti (oltre che da quello che le altre norme applicabili al caso di specie impongono).

Per quel che, invece, concerne l'inosservanza dei requisiti formali, che sia la norma primaria che quella secondaria prescrivono, occorre fare una distinzione tra il "contratto quadro", quindi, quello di intermediazione finanziaria che richiede la forma scritta a pena di nullità (Art. 23 TUF) e i contratti relativi ai singoli ordini di investimento, per il quali la legge autorizza una discreta flessibilità²⁴ (che certamente implica una riduzione della certezza, ma sicuramente evita rallentamenti nell'operatività). La nullità del primo contratto rende ovviamente illegittima l'attività dell'intermediario finanziario²⁵: ne consegue, quindi, che i servizi di investimento prestati sono a loro volta nulli e improduttivi di effetti²⁶.

²³ F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Giuffrè (Quad. di banca borsa e titoli di credito), 2010.

²⁴ Cass. civile, sez. I, 13 gennaio 2012, n. 384. Per un'analisi sull'opportunità della decisione vedi Nota a sentenza Diritto e Giustizia 2012, 0, 149 di S. Narducci.

²⁵ Art. 30, c. 1, Reg. Consob n. 11522/1998 secondo cui "*gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto*".

²⁶ V. SANGIOVANNI, *Art. 23 T.U.F e la sottoscrizione del contratto-quadro*, Giur. It., 2009; id. *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, I Contratti, 2008.

6. Valutazioni sulla Direttiva e proposte di revisione

Già a partire dal 2008, il CESR (Committee of European Securities Regulators) aveva avviato una verifica su alcuni aspetti dell'operatività della Direttiva²⁷; a questo rapporto facevano seguito, nel giugno del 2009, un documento di valutazione dell'impatto della Direttiva sul funzionamento dei mercati secondari²⁸ e un secondo lavoro in tema di trasparenza dei mercati dei titoli corporate, dei prodotti di finanza strutturata e dei derivati del credito²⁹; nello specifico, i leaders europei hanno concordato che lo scambio dei derivati, in gran parte a livello bilaterale tra le banche, debba avvenire con modalità elettroniche.

All'inizio del 2010 ha visto la luce il primo set di documenti tecnici relativi al mercato azionario, alla trasparenza dei mercati non azionari, agli obblighi di transaction reporting ed alla tutela degli investitori.

Un secondo gruppo di documenti tecnici è stato diffuso il 13 ottobre 2010: vi si affrontano le tematiche connesse alla standardizzazione e organizzazione dei trading derivati over the counter, agli standard di trasparenza post-trade per il mercato azionario e alla classificazione dei clienti.

La Commissione Europea ha poi pubblicato il 20 ottobre 2011 una proposta per la revisione della Direttiva MiFID e una proposta di nuovo Regolamento; l'approvazione della nuova Direttiva è, pertanto, prevista per la fine del 2012, anche se i documenti introduttivi non contengono riferimenti ai tempi di approvazione.

La pubblicazione della proposta è stata già oggetto di molte critiche da parte degli operatori del settore, i quali hanno – innanzitutto - fatto presente la necessità di accelerare l'approvazione dei provvedimenti contenuti nella stessa. Tra le tante, si disapprova il mancato sollevamento della problematica del criterio di “auto-classificazione del cliente” (sulla base delle conoscenze e dell'esperienza che quest'ultimi affermano di possedere), schema che è e rimarrà inalterato, ma che già da tempo viene criticato a causa dell'incapacità generalmente riscontrata nei clienti di fornire una rappresentazione fedele delle proprie competenze finanziarie.

²⁷ “CESR/CEBS's technical advice to the European Commission on the review of commodities business”, (CESR/08-752 e CEBS 2008 152 rev., 15 ottobre 2008).

²⁸ “CESR's assessment on the impact of the MiFID on the functioning of equity secondary markets”, (CESR/09-355).

²⁹ “Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets”, (CESR/09-348).

Il progetto, pur mantenendo invariata la struttura della Direttiva MiFID, aggiorna quest'ultima alla luce delle disposizioni contenute nelle Direttive introdotte successivamente³⁰. “Lo scopo principale della bozza è garantire che tutti gli scambi siano condotti in modo regolamentato e siano completamente trasparenti”, si dichiara nella bozza di revisione. Oggi la MiFID è, quindi, in fase di revisione da parte degli Stati Membri: tenuto conto che l'obiettivo è quello di conseguire una maggiore trasparenza e una più adeguata semplicità operativa, si ritiene che esso possa essere raggiunto con l'utilizzo delle più nuove tecnologie e con una filosofia di intervento che metta in pratica gli insegnamenti della crisi finanziaria.

Inoltre, bisogna tener conto che gli obiettivi originari di migliorare l'efficienza dei mercati e di contenere i costi dei servizi d'investimento (in particolare dell'attività di negoziazione) sono stati raggiunti solo parzialmente. Persistono dubbi, ad esempio, riguardo l'effettiva realizzazione di un'omogeneità dei mercati finanziari europei; motivo per il quale, come si vedrà nei successivi paragrafi, le modifiche proposte dalla Commissione Europea prenderanno corpo da una delle critiche più incisive avanzate sulle conseguenze dell'attuazione della direttiva MiFID, ovvero la frammentazione dei dati.

6.1. Elementi oggetto di discussione: miglioramento del funzionamento del mercato

La riforma proposta della MiFID si articola in due parti: la prima riguarda la struttura del mercato, la seconda si concentra sulle questioni inerenti la trasparenza e la tutela dei consumatori. Molte delle nuove disposizioni (adottate attraverso le consultazioni dei soggetti coinvolti) costringeranno le banche ad apportare modifiche rilevanti alle loro pratiche commerciali.

Procedendo all'analisi delle proposte per migliorare il quadro normativo dei mercati finanziari, la Direttiva proporrebbe di ampliare la propria competenza – finora limitata ai sistemi multilaterali di negoziazione e ai mercati regolamentati – ad un nuovo tipo di negoziazione: i cosiddetti “sistemi organizzati di negoziazione” (Organised Trading Facilities, OTF), sempre più spesso utilizzati per gli scambi di derivati standard e che comprendono tutte le

³⁰ Direttiva 2007/44/UE (contenente regole procedurali e criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni finanziarie); Direttiva 2008/10/UE (che modifica la Direttiva MiFID per quanto concerne le competenze di esecuzione conferite alla Commissione); Direttiva 2010/78/UE (che istituisce le nuove Autorità europee di vigilanza in materia finanziaria, bancaria e assicurativa).

piattaforme diverse dai mercati regolamentati o dalle “Multilateral Trading Facilities” (MTF). Lo scopo è, ovviamente, il rafforzamento della trasparenza delle negoziazioni degli strumenti finanziari³¹.

Inoltre, a sostegno delle numerose iniziative a livello europeo, volte a fornire assistenza alle imprese di medie dimensioni nell’ottenimento dei finanziamenti, la revisione si propone di creare una sottocategoria di mercato definita “Mercato delle PMI in Crescita”, una nuova piattaforma di negoziazione (ricompresa nell’ambito degli MTF), sulla quale vengono scambiati strumenti finanziari emessi prevalentemente da piccole e medie imprese; queste vengono individuate in base alla capitalizzazione media che non deve eccedere i 100 milioni di euro (calcolata tramite i bilanci relativi agli ultimi tre esercizi sociali).

La nuova Mifid introdurrà nuove tutele anche per quanto riguarda l’utilizzo del “trading algoritmico”; il legislatore, infatti, nei “Consideranda” della proposta, riconosce gli effetti positivi che l’utilizzo di queste tecnologie può produrre: ad esempio la crescita esponenziale del volume di negoziazioni giornaliere, una maggiore facilità di accesso ai mercati, l’aumento della liquidità e la riduzione della volatilità a breve termine dei titoli, nonché la riduzione dello spread.

Il meccanismo in questione ha aumentato notevolmente la velocità di trasmissione degli ordini, ma può anche comportare rischi nel sistema. Per questo motivo, le imprese che intendono usufruirne sono tenute ad adottare misure idonee a prevenire l’invio di dati errati o il verificarsi di brusche reazioni sul mercato (dovute principalmente a ingressi ed uscite dal mercato che ne alimentano la volatilità).

La Commissione ha il compito di disciplinare nel dettaglio i requisiti organizzativi che le imprese devono possedere per utilizzare il trading algoritmico; indicativamente, dovranno fornire una descrizione delle strategie di trading utilizzate, dei parametri di negoziazione o dei limiti, a cui il sistema è sottoposto, e i controlli utilizzati per assicurare un ordinato svolgimento delle negoziazioni. Rispetto alle indicazioni iniziali, fornite nell’ottobre 2011, alcune modifiche sono state apportate alla proposta di revisione della MiFID II: è stato suggerito, infatti, un divieto di accesso elettronico diretto da parte delle singole società, per evitare il rischio che, in mancanza dei dovuti controlli, le

³¹ In particolare, la MIFIR (ossia il nuovo Regolamento sui mercati in strumenti finanziari) prevede che tali piattaforme rispettino identici requisiti di trasparenza *pre* e *post* negoziazione ed indichino pubblicamente i criteri di selezione degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, onde consentire agli investitori di attuare scelte di investimento informate.

società alterino il normale equilibrio del mercato; è stato raccomandato, inoltre, che tutti gli ordini restino validi per almeno 500 millisecondi al fine di rallentare e tenere sotto controllo i flussi di ordini; infine, gli emendamenti della proposta includono l'inserimento di una definizione dell' HFT (High Frequency Trading): solo le società che saranno in possesso di determinate caratteristiche (ancora da stabilire) potranno offrire liquidità.

In linea con i lavori della Commissione in materia societaria, al fine di sostenere la liquidità dei mercati, prevenire il verificarsi di reati finanziari e garantire un'ordinata formazione dei prezzi, la proposta attribuisce alle autorità competenti dei singoli Stati Membri la facoltà di richiedere informazioni a qualsiasi soggetto che detenga posizioni in strumenti derivati circa le dimensioni e le finalità di tali posizioni invitando, ove necessario, tale soggetto a ridurre l'ammontare di strumenti derivati in suo possesso. All'ESMA (European Sales and Marketing Authority) è affidato il compito di garantire un'uniforme applicazione di tali limiti all'interno dell'Unione Europea, realizzabile mediante l'applicazione di soglie quantitative al numero di contratti che ogni singolo soggetto potrà sottoscrivere in un certo periodo di tempo.

Sempre in merito alla necessità di una più accentuata chiarezza, la proposta estende anche alle obbligazioni, ai prodotti finanziari strutturati ed agli strumenti derivati le regole di trasparenza già previste dalla Direttiva del 2004 per i mercati azionari. E', inoltre, previsto un regime di notifica di tutte le operazioni in strumenti finanziari a tutte le autorità nazionali (che avranno possibilità di controllo in ogni fase della negoziazione); un sistema di scambio di informazioni e di cooperazione tra le piattaforme (aventi ad oggetto, tra l'altro, possibili turbolenze nelle negoziazioni e condotte abusive o interruzioni di sistema)³².

Per di più, la proposta investe le autorità di vigilanza degli Stati Membri di poteri di verifica dei prodotti finanziari e dei servizi offerti sui mercati, nonché di poteri sanzionatori più efficaci di quelli attualmente posseduti.

6.2. Maggiore tutela degli investitori

Ispirata dalle ragioni sinora illustrate, la seconda parte della riforma della Direttiva contiene anche numerose misure a tutela dei consumatori mettendo in evidenza, in particolare, la centralità dei clienti e delle loro

³² In questo modo si è inteso arginare la frammentazione degli scambi, frutto dell'abolizione, ad opera della Direttiva MiFID, dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni sui mercati regolamentati.

esigenze in termini finanziari. A titolo esemplificativo, si può citare la facoltà attribuita all'ESMA di vietare in maniera coordinata e permanente determinati strumenti finanziari o di sospenderli temporaneamente³³.

L'indirizzo della prima Direttiva MiFID di promuovere la concorrenza tra le piattaforme di trading per i servizi di esecuzione, aveva ampliato la scelta degli investitori, aveva ridotto i costi delle transazioni ed aveva contribuito ad accrescere l'efficienza del processo di formazione dei prezzi; negli ultimi cinque anni, infatti, la posizione di monopolio delle principali Borse si è venuta a sgretolare. Sembra, quindi, che tutti gli operatori riconoscano che l'abolizione della sede unica per le transazioni azionarie abbia favorito una maggiore concorrenza fra le varie piattaforme di trading.

Si è però rilevato come la frammentazione del mercato, a causa dell'effetto della distribuzione del trading su vari sistemi, è tuttavia andata a detrimento della qualità della trasparenza post-negoziazione. Per queste ragioni si ritiene ora opportuno instaurare un quadro regolamentare più efficace, con una disciplina più dettagliata e prescrittiva, al fine di pervenire ad un sistema in grado di fornire questo tipo di informazione in maniera consolidata e in modo adatto ad un contesto in cui gli operatori indipendenti possano eseguire gli ordini su più sistemi. La scelta della nuova proposta di Direttiva è stata, quindi, quella di passare ad una "armonizzazione forte", per creare un sistema di norme meno frammentato, che prevenga arbitraggi regolamentari e che consenta ad operatori e mercati una competizione paritaria.

In questo modo sicuramente gli investitori, ovunque vadano, potranno usufruire di un apparato omogeneo di tutele. Non può, però, essere taciuto il fatto che questa scelta comporta elevati costi di *compliance*, proprio in un contesto dove (quanto meno a livello comunitario) si stanno intensificando gli sforzi per realizzare un sistema di regole attento all'impatto economico sugli operatori.

Confermando quindi la volontà di improntare un'organizzazione che sia in grado di soddisfare al meglio le esigenze degli investitori, la proposta consolida l'elenco dei requisiti personali e professionali che i responsabili della gestione delle imprese di investimento devono possedere. Tra questi, esperienza, adeguata conoscenza della materia, integrità, nonché il

³³ L'ESMA avrebbe anche il potere di gestire o di porre dei limiti di posizionamento per i derivati, qualora si presentasse una minaccia per il funzionamento dei mercati o per la stabilità del sistema finanziario dell'Unione.

fondamentale requisito dell'indipendenza e viene demandata all'ESMA l'emanazione delle norme di dettaglio.

Al riguardo, la futura Direttiva introdurrà nuove regole per la consulenza in materia di investimenti, imponendo l'obbligo di comunicare alla clientela se quella fornita è una consulenza di tipo indipendente; la definizione verrà basata su un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari presenti sul mercato e si dovrà verificare costantemente l'adeguatezza degli investimenti raccomandati ai propri clienti.

In conclusione, si può affermare che in quest'ambito sono necessari ulteriori approfondimenti; non mancano, peraltro, altri temi sui quali il dibattito risulta ancora aperto; per cui non è difficile prevedere che il termine del 2012 – inizialmente fissato dal legislatore comunitario per l'emanazione della Direttiva – non potrà essere rigorosamente rispettato.