

La MiFID: un primo sguardo alle nuove regole di armonizzazione per un mercato finanziario unico europeo

1. Il quadro normativo e le principali novità delle direttive. 2. Le nuove sedi di negoziazione e la trasparenza. 3. Le nuove regole procedurali ed organizzative. 4. La consulenza come servizio d'investimento autonomo. 5. La classificazione della clientela e il principio della best execution.

1. Il quadro normativo e le principali novità delle direttive.

Prima dell'individuazione delle principali novità contenute nella normativa in esame, appare prioritario effettuare una ricostruzione, seppur sommaria, dello stato dell'arte delle norme e del livello di implementazione raggiunto nel nostro ordinamento.

I tempi per il recepimento e l'applicazione delle due direttive MiFID da parte degli Stati Membri sono stretti: il recepimento nell'ordinamento nazionale doveva infatti avvenire entro il 31 gennaio 2007, mentre l'entrata in vigore della nuova disciplina in materia di servizi di investimento è fissata per il **1° novembre 2007**¹.

Accanto alla direttiva MiFID di primo livello ed alla direttiva di implementazione del 2006, la Commissione Europea ha emanato il Regolamento 1287/2006 del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39, con particolare riferimento agli obblighi in materia di registrazione per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e la definizione di alcuni termini. Tale Regolamento, in conformità ai principi generali in tema di legislazione comunitaria, oltre che essere obbligatorio in tutti i suoi elementi è direttamente applicabile in tutti gli Stati membri ed entrerà in vigore alla stessa data prevista per le citate direttive.

Allo stato attuale, l'Italia non ha ancora provveduto a recepire nella propria legislazione le direttive MiFID. Esiste una delega al Governo, contenuta nella legge 6 febbraio 2007, n. 13 (c.d. *legge comunitaria 2006*)², volta all'attuazione della Direttiva MiFID nel nostro ordinamento. In particolare l'art. 10, comma 1, della legge comunitaria 2006 definisce principi e criteri direttivi che dovranno essere seguiti nella predisposizione del decreto legislativo di attuazione prescrivendo tra l'altro la modifica di alcune disposizioni contenute nel D.Lgs n. 58 del 1998 (TUF). In proposito, lo scorso 6 luglio è stato approvato dal Consiglio dei ministri lo schema di decreto legislativo delegato, ora sottoposto all'esame delle competenti Commissioni parlamentari.

Il testo in questione rimette alle Autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Consob) il compito di dettare la regolamentazione di dettaglio necessaria per garantire il pieno adeguamento alla nuova disciplina europea. In particolare la Consob, nell'approssimarsi della scadenza del 1° novembre 2007, ha ritenuto di avviare nei giorni scorsi la consultazione del mercato sullo schema dei propri regolamenti "intermediari" e "mercati". Al riguardo, si rammenta che le osservazioni sui documenti di consultazione in oggetto dovranno pervenire alla Consob entro il 15 settembre 2007.

¹ Con l'eccezione degli artt. 11 – 34 del Regolamento, la cui applicazione è anticipata al 1° giugno 2007.

² In Gazzetta Ufficiale n. 40, del 17 febbraio 2007, S.O. n. 41/L.

Delineata la cornice entro cui il legislatore italiano si sta muovendo per il recepimento della normativa nazionale in materia di mercati finanziari e servizi di investimento, appare opportuno soffermarsi sull'impianto normativo MiFID in generale e delinearne le caratteristiche principali.

Questa disciplina, come molti dei più recenti interventi normativi comunitari in materia finanziaria, è stata definita sulla base di un nuovo approccio legislativo, il c.d. metodo *Lamfalussy*. Secondo tale procedura, suddivisa in diversi livelli, le direttive di primo livello fissano le regole generali, i principi quadro della disciplina, mentre le previsioni di secondo livello, da adottarsi mediante specifici provvedimenti della Commissione definiscono le misure di esecuzione delle prime.

Nello specifico, la direttiva 2004/39 relativa ai mercati degli strumenti finanziari individua i principi generali (primo livello della procedura *Lamfalussy*), mentre la direttiva 2006/73 contiene indicazioni in merito alle modalità di esecuzione della direttiva 2004/39, con particolare riferimento ai requisiti di organizzazione e alle condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento (secondo livello).

Questo nuovo impianto legislativo si caratterizza, da un lato, per un maggior dettaglio delle disposizioni normative, per cui i singoli paesi non possono - se non in via del tutto eccezionale - introdurre regole aggiuntive e, dall'altro, con riguardo all'organizzazione aziendale (la c.d. *policy*) ed in tema di procedure, vengono fissati obiettivi e vincoli all'interno dei quali gli intermediari sono liberi di definire il proprio modello di gestione.

L'intervento comunitario così articolato mira, come si avrà modo di meglio rilevare nei paragrafi che seguono, a cambiare le regole per la contrattazione di strumenti finanziari sui mercati UE, in parte integrando ed in parte modificando l'attuale impianto normativo basato sulla direttiva direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento (c.d. *Direttiva Eurosif*) e ciò per diverse ragioni tra cui, come si legge al considerando 2 della direttiva 2004, la circostanza che *“negli ultimi anni è cresciuto il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di questi sviluppi, occorre che il quadro giuridico comunitario disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine. In considerazione di quanto precede, è necessario che la direttiva 93/22/CEE sia sostituita da una nuova direttiva”*.

Ciò premesso, si schematizzano di seguito le principali novità introdotte dalla disciplina MiFID per poi proporre, un primo approfondimento.

1. Requisiti di organizzazione interna: viene rimarcata la necessità di dotarsi di procedure amministrativo-contabili appropriate, di efficaci meccanismi di controllo interno, di efficienti politiche di gestione dei conflitti di interesse. **Sono tre le funzioni che andranno a ricoprire un ruolo imprescindibile all'interno di ogni impresa di investimento: la Funzione di compliance, il Risk Management e l'Internal Audit;**
2. Abolizione dell'obbligo di concentrazione: gli intermediari non saranno più tenuti ad eseguire attraverso i mercati regolamentati gli ordini dei clienti aventi ad oggetto azioni quotate. In aggiunta ai mercati regolamentati, la negoziazione degli strumenti finanziari

potrà avvenire nei sistemi multilaterali di negoziazione (“*Multilateral Trading Facility*”) ed attraverso intermediari che opereranno quali *internalizzatori sistematici di ordini*;

3. Classificazione della clientela: viene stabilito un sistema di classificazione dei clienti, dividendoli in tre diverse tipologie: professionali, *controparti qualificate e retail*;
4. Best execution: vale a dire l’obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente. Gli intermediari saranno tenuti ad eseguire, sia in conto proprio sia in conto terzi, le negoziazioni alle migliori condizioni possibili, con riferimento al momento, alle dimensioni ed alla natura delle operazioni stesse;
5. Adeguatezza ed appropriatezza: da un lato per i servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli, le imprese di investimento hanno l’obbligo di valutare l’adeguatezza del servizio che intendono fornire in relazione a ciascun cliente. Per gli altri servizi di investimento, le imprese dovranno, invece, assicurarsi che il servizio o il prodotto proposto o richiesto sia appropriato per il cliente;
6. “Execution-only”: non sarà necessario valutare né l’adeguatezza né l’appropriatezza nel caso di servizi di *execution-only*, ossia quei servizi consistenti esclusivamente nell’esecuzione e/o ricezione e trasmissione di ordini del cliente, con o senza servizi accessori al ricorrere, beninteso, di determinate condizioni³;
7. La consulenza: il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, integrerà un servizio di investimento, che dovrà essere prestato in via esclusiva e riservata dalle imprese di investimento autorizzate.

2. Le nuove sedi di negoziazione e la trasparenza.

2.1. Abolizione dell’obbligo di concentrazione.

Una delle ragioni della riforma, desumibile dal considerando sopra riportato, consiste nel predisporre un quadro regolamentare coerente e completo che disciplini l’esecuzione delle transazioni degli investitori nonché i principali tipi di sistemi di esecuzione degli ordini attualmente esistenti a livello europeo.

Il legislatore comunitario, infatti, consapevole dell’evoluzione realizzatasi in questi anni nell’ambito dei sistemi di negoziazione (bilaterali e multilaterali), ritiene “*necessario stabilire un regime organico che disciplini l’esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari,*

³ Ai sensi dell’art. 19, comma 6: “Gli Stati membri autorizzano le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento che consistono unicamente nell’esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente, con o senza servizi accessori, a prestare detti servizi di investimento ai loro clienti senza che sia necessario ottenere le informazioni o procedere alla determinazione di cui al paragrafo 5 quando sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni: - i suddetti servizi sono connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di credito (escluse le obbligazioni o titoli di credito che incorporano uno strumento derivato), OICVM ed altri strumenti finanziari non complessi. Un mercato di paese terzo è considerato equivalente a un mercato regolamentato se rispetta requisiti equivalenti a quelli fissati al Titolo III. La Commissione pubblica un elenco dei mercati da considerare equivalenti. L’elenco è aggiornato periodicamente; - il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente; - il cliente o potenziale cliente è stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l’impresa di investimento non è tenuta a valutare l’idoneità dello strumento o servizio prestato o proposto e che pertanto egli non beneficia della corrispondente protezione offerta dalle pertinenti norme di comportamento delle imprese. Quest’avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato; - l’impresa di investimento rispetta i propri obblighi a norma dell’articolo 18.

indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati, in modo da garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni degli investitori nonché l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario” (considerando 5).

Non solo, la comparsa “*a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati*” rende improrogabile, come si legge nello stesso considerando, “*l'inclusione di un nuovo servizio di investimento che consiste nella gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione*”.

La necessità, quindi, di tenere conto dell'evoluzione e degli sviluppi delle piattaforme di negoziazione pre-esistenti, da un lato, nonché l'opportunità di regolamentare in modo uniforme piattaforme di trading già esistenti ma disciplinate solo in alcuni Stati membri, porta al riconoscimento delle tre principali *trading venues* contenute nella MiFID, vale a dire i mercati regolamentati, gli MTF (*Multilateral Trading Facilities*) e gli internalizzatori sistematici.

La direttiva, infatti, tra le tante novità porta con sé l'abolizione dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni sui mercati regolamentati, consentendo che gli scambi su titoli quotati possano avvenire nelle altre sedi di negoziazione sopra citate.

Viene, quindi a cadere uno dei capisaldi dell'attuale disciplina,⁴ che, sebbene con alcune eccezioni, prevede l'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, con la conseguenza che, dal 1° novembre 2007, gli intermediari potranno scegliere la sede di negoziazione - la *venue* - che reputano migliore.

In ordine alle fattispecie individuate dalla direttiva, si osserva:

- il **mercato regolamentato** è un "sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro - al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente" (art. 4, n. 14 direttiva 2004/39);
- per **sistema multilaterale di negoziazione** (*MTF*) si intende un "sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti" (art. 4, n. 15, direttiva 2004/39);
- **l'internalizzatore sistematico** è "un'impresa di investimento⁵ che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione" (art. 4, n. 7, direttiva 2004/39).

⁴ Si vedano l'art. 25, commi 2 e 3, TUF, nonché gli artt. 7- 9, Regolamento Consob n. 11768 del 23 dicembre 1998 e successive modifiche in materia di Mercati (“Regolamento Mercati”).

⁵ Ai sensi dell'art. 4 della direttiva, “impresa d'investimento” è qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi d'investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività d'investimento a titolo professionale. Gli Stati membri possono, tuttavia, includere nella definizione di “impresa di investimento” una persona fisica che fornisca determinate garanzie in materia di vigilanza prudenziale e tutela degli interessi dei terzi, in particolare per quanto riguarda i casi in cui le persone fisiche siano ammesse a prestare servizi che implicano la detenzione di fondi o di valori mobiliari di terzi.

Vengono quindi a contrapporsi sistemi multilaterali e bilaterali di negoziazione: ai mercati regolamentati, i quali in tal modo perdono il loro regime di monopolio, si contrappongono i sistemi multilaterali di negoziazione e quelle imprese d'investimento che in modo sistematico negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori, come detto, delle sedi multilaterali.

Gli MTF possono essere assimilati a quelli che oggi in Italia sono i sistemi di scambi organizzati (gli SSO), beninteso multilaterali, i quali funzionano come i mercati regolamentati, ossia attraverso la pubblicazione di offerte di acquisto e di vendita su un determinato titolo.

Gli internalizzatori sistematici in azioni, figura anche questa di nuova introduzione, garantiscono poi un'altra opzione all'operatività dell'intermediario il quale, con l'entrata in vigore della disciplina MiFID, potrà scegliere di internalizzare gli ordini dei clienti vale a dire eseguire in conto proprio gli ordini di acquisto e vendita di titoli quotati. Oltre ai tre criteri di organizzazione, frequenza e sistematicità che devono caratterizzare l'attività di esecuzione degli internalizzatori, è nella normativa di secondo livello che vengono puntualizzati i requisiti ulteriori che devono essere soddisfatti affinché l'intermediario possa definirsi internalizzatore sistematico (art. 21, comma 1, Regolamento n. 1287/2006)⁶.

Ancorché la gestione di sistemi bilaterali ovvero multilaterali non costituisca una novità operativa per il nostro ordinamento, tuttavia con la MiFID tali sistemi risultano *“destinatari di un'apposita disciplina che, seppur foriera di obblighi ed impegni regolamentari di rilievo, contribuiscono ad assegnare loro un ruolo di primo piano nella fornitura di servizi di negoziazione dal quale possono derivare, per gli intermediari che li gestiscono, opportunità di business importanti”*⁷.

Il legislatore comunitario, dunque, con l'abolizione della c.d. *concentration rule*, mira ad accrescere la concorrenza attraverso la frammentazione degli scambi tra le diverse piattaforme di contrattazione, a rafforzare l'efficienza del mercato e a ridurre i costi di negoziazione.

2.2 La trasparenza pre-trade e post-trade.

Il passaggio da un mercato centralizzato ad una struttura frammentata tra diverse *trading venues* richiede la predisposizione di ulteriori presidi regolamentari a carico degli intermediari, tra i quali la necessità di assicurare un efficace sistema di consolidamento delle informazioni relative ai diversi mercati, alle sedi di negoziazione ed ai prezzi.

Ed invero, mentre in un mercato accentrato il patrimonio informativo tende ad essere strutturalmente uniforme, l'emergere di nuove piattaforme di negoziazione rischia di compromettere tale omogeneità e rende, quindi, opportuno, se non addirittura indispensabile, *“porre in atto un regime globale di trasparenza per tutte le operazioni su azioni*

⁶ L'art. 21, rubricato “Criteri per determinare se un'impresa di investimento è un internalizzatore sistematico” prevede i seguenti criteri: a) l'attività riveste un ruolo commerciale importante per l'impresa ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; b) l'attività è svolta da personale, o mediante un sistema tecnico automatizzato, destinato a tale compito indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; c) l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua.

⁷ C. Salini, *La direttiva MIFID: cosa cambia per gli operatori finanziari, dai sistemi di negoziazione alle regole di comportamento*. Intervento al Convegno ATIC Forex, Torino 2 febbraio 2007, in Quaderni di Finanza, a cura della CONSOB, consultabile sul sito www.consob.it.

indipendentemente dal fatto che siano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale o tramite mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione”⁸.

Rispetto a quella *Eurosim*, la direttiva 2004/39 individua esplicitamente uno dei suoi obiettivi principali: “*garantire la trasparenza delle operazioni e assicurare che le norme previste a tal fine si applichino alle imprese di investimento quando intervengono sul mercato*“{...} perché, come ribadisce nel considerando 44, “*queste regole sono necessarie per garantire l'effettiva integrazione dei mercati azionari degli Stati membri, per rafforzare l'efficacia del processo globale di formazione dei prezzi degli strumenti rappresentativi del capitale e per favorire il rispetto effettivo dell'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori*”⁹.

Per ovviare al possibile rischio di una dispersione delle informazioni, il legislatore comunitario ha previsto l'introduzione di nuove e più dettagliate norme relative alla trasparenza *pre e post*-negoziazione sulle azioni, con il dichiarato intento di istituire un regime di trasparenza valido, sia pur con talune differenze, sia per gli *internalizzatori sistematici* che per i sistemi multilaterali di negoziazione ed i mercati regolamentati, con ciò segnando un forte mutamento di prospettiva rispetto al sistema di scambi introdotto dalla direttiva *Eurosim* che imponeva, come noto, obblighi solo in capo ai mercati regolamentati.

Sempre in termini generali, le nuove disposizioni in materia di trasparenza si rinvencono in parte nella direttiva 2004/39 agli artt. 27 - 30 e 44 - 45 nonché nel Regolamento n. 1287/2006 di secondo livello, dove sono disciplinate nel dettaglio le informazioni da fornire al pubblico.

La disciplina recata dalle norme citate trova applicazione solo per le negoziazioni su titoli azionari ammessi alla negoziazione sui mercati dell'Unione europea lasciando pertanto fuori dal proprio ambito di applicazione il mercato obbligazionario.

In tal modo, come correttamente evidenziato da parte della prima dottrina in materia, “*si è persa un'occasione importante per ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e rendere anche tale mercato trasparente*”¹⁰. Infatti, ancorché la direttiva conceda ai singoli Stati membri la possibilità di prevedere un regime di trasparenza anche per quegli strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato e per quegli strumenti finanziari diversi dalle azioni (considerando 46, direttiva 2004), sarebbe stato auspicabile un intervento più deciso in tal senso da parte del legislatore comunitario, al fine di garantire anche in quest'ambito una disciplina uniforme ed assicurare il *c.d. level playing field*.

Ciò premesso, qui di seguito verrà delineato un primo e generale quadro degli obblighi di trasparenza recati dalle nuove disposizioni con riferimento alle piattaforme sopra illustrate.

In particolare, la direttiva di primo livello stabilisce che le imprese di investimento ed i gestori di un MTF mettano a disposizione del pubblico, a condizioni commerciali ragionevoli e su base continuativa durante il normale orario di contrattazione, i prezzi correnti di acquisto e di vendita e lo spessore degli interessi di negoziazione delle azioni quotate. Il dettaglio delle informazioni viene poi demandato alla normativa di attuazione e, nello specifico, al Regolamento 1287/2006, dove all'art. 17 vengono precisate le tipologie di dati *pre-trade* da pubblicare differenziate in base

⁸ Si veda il considerando 45 della direttiva 2004/39.

⁹ Il principio della *best execution* verrà anch'esso delineato nelle pagine che seguono nei suoi tratti essenziali.

¹⁰ C. Salini, *La direttiva MIFID: cosa cambia per gli operatori finanziari, dai sistemi di negoziazione alle regole di comportamento*, cit.

al sistema di negoziazione utilizzato (sistema di negoziazione ad asta continua; c.d. *quote driver*; ad asta periodica, ecc.)¹¹.

Sempre nella normativa di dettaglio, si rinvengono le ipotesi di esenzione degli obblighi di trasparenza appena indicati e relativi come detto ai mercati regolamentati ed agli MTF. La direttiva, infatti, consente alle autorità competenti di ogni Stato membro di esentare le imprese di investimento ed i gestori del mercato che gestiscono MTF dall'obbligo di pubblicare le sopra citate informazioni, sulla base del modello di mercato o al tipo ed alle dimensioni degli ordini. In particolare, le autorità competenti avranno la facoltà di esentare dall'obbligo di trasparenza *pre-negoziazione* le operazioni riguardanti volumi che, per le azioni o categorie di azioni negoziate, risultano elevati se raffrontati alle dimensioni normali del mercato (art. 18, Regolamento).

Con riferimento alle informazioni *post-negoziazione*, gli MTF, i mercati regolamentati e più in generale le imprese d'investimento che hanno concluso, per conto proprio o dei clienti, operazioni al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, devono rendere pubblici il prezzo, il volume e il momento di esecuzione (la data di esecuzione) delle operazioni concluse su azioni quotate in un mercato regolamentato, a condizioni commerciali ragionevoli e, per quanto possibile, in tempo reale. Come per le esenzioni agli obblighi di trasparenza *pre-trade*, anche in questo caso la normativa secondaria prevede delle deroghe. La pubblicazione delle informazioni appena elencate può essere, infatti, differita in base al tipo o alle dimensioni delle operazioni, in particolare quando le operazioni riguardano volumi che sono elevati se raffrontati alle dimensioni normali del mercato (art. 28, Regolamento).

Come sopra accennato, norme analoghe di *trasparenza pre- e post-negoziazione* sono previste anche per gli internalizzatori sistematici. Nel dettaglio, quest'ultimi quando negoziano quantitativi inferiori alla dimensione standard del mercato (*c.d. standard market size*)¹² sono tenuti a pubblicare quotazioni irrevocabili per le azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati per le quali esiste un mercato liquido¹³. Le quotazioni devono essere pubblicate con regolarità e continuità durante il normale orario di contrattazione e possono essere ritirate solo in condizioni di mercato eccezionali. Le quotazioni devono essere accessibili da parte dei partecipanti al mercato a condizioni commerciali ragionevoli.

Nei confronti dei clienti professionali, gli internalizzatori sistematici possono praticare condizioni di prezzo migliori rispetto al prezzo quotato al momento in cui ricevono l'ordine, "in casi giustificati, a patto che il prezzo rientri in una forbice pubblicata prossima alle condizioni di mercato e che gli ordini siano di dimensioni maggiori di quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio" (*c.d. price improvement*).

¹¹ Si veda nel dettaglio l'art. 17 del Regolamento n. 1287/2006 del 10 agosto 2006.

¹² La *standard market size* segna il confine all'applicabilità degli obblighi di trasparenza *pre-trade* per gli internalizzatori sistematici. Al comma 2 dell'art. 27 della direttiva 2004/39, viene, infatti, previsto che: "gli internalizzatori che negoziano soltanto quantitativi al di sopra delle dimensioni standard del mercato non sono soggetti alle disposizioni del presente articolo".

¹³ I criteri per determinare le azioni con mercato liquido sono fissati dal Regolamento di secondo livello all'art. 22 dove viene così prescritto: "1. Le azioni ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato sono considerate come aventi un mercato liquido se sono oggetto di negoziazioni giornaliera, con un flottante non inferiore a 500 milioni di EUR, e se è soddisfatta una delle condizioni seguenti: a) il numero medio giornaliero di operazioni per l'azione in questione non è inferiore a 500; b) il controvalore medio giornaliero degli scambi per l'azione in questione non è inferiore a 2 milioni di EUR.

Infine, gli internalizzatori sistematici possono eseguire gli ordini che ricevono dagli investitori professionali a prezzi diversi da quelli delle loro quotazioni senza rispettare le condizioni precedenti, quando l'esecuzione in vari titoli fa parte di una sola transazione o riguardo ad ordini soggetti a condizioni diverse dal prezzo corrente di mercato. Per quanto riguarda la trasparenza post-negoziazione (art. 28), come si è già detto, gli internalizzatori devono rendere pubblici il volume e il prezzo delle operazioni svolte e il momento nel quale sono state concluse.

La direttiva, quindi, pur mirando come si è detto ad uniformare il regime di trasparenza di mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici, riconosce a questi ultimi la specificità connessa alla loro natura di imprese e “permette che essi possano, su base di criteri oggettivi e non discriminatori di politica commerciale, rifiutarsi di intrattenere relazioni commerciali con determinati investitori o limitare il numero totale delle transazioni per uno stesso cliente o ancora il numero di transazioni di clienti diversi da eseguire nello stesso momento se è superata notevolmente la quantità di regola ricercata”¹⁴.

Concludendo questa breve rassegna degli obblighi di trasparenza introdotti dalle nuove disposizioni, preme porre l'attenzione su di una raccomandazione che la direttiva, nell'ultimo capoverso del considerando 44, sembra indirizzare all'operatore nel momento in cui precisa “l'obbligo che la presente direttiva impone alle imprese di investimento di indicare i prezzi di acquisto/vendita e di eseguire un ordine al prezzo indicato non esime un'impresa di investimento dall'obbligo di indirizzare un ordine a un altro luogo di esecuzione quando questa internalizzazione potrebbe impedire che l'impresa soddisfi al meglio gli obblighi di esecuzione.”

2.3 Il c.d. Transaction reporting.

Oltre agli obblighi di trasparenza sopra visti, la disciplina MiFID prevede altri obblighi di informativa a carico degli intermediari nei confronti delle autorità competenti per consentire a queste ultime, come si legge al comma uno dell'art. 25, direttiva 2004, *“di controllare le attività delle imprese di investimento al fine di assicurarsi che esse operino in modo onesto, equo e professionale in maniera da rafforzare l'integrità del mercato”*.

A prescindere dal luogo di esecuzione – mercato regolamentato o meno – di un'operazione su strumenti quotati, l'impresa che la effettua deve comunicarne i dettagli (direttamente o tramite un terzo o mediante un sistema di confronto degli ordini c.d. *“trade matching system”*) all'autorità competente il più rapidamente possibile e, al più tardi entro il giorno lavorativo seguente. Quest'ultima provvederà poi a trasmetterli all'autorità che è competente per il mercato più pertinente in termini di liquidità rispetto a tali strumenti, così da rendere più trasparente la loro situazione su vasta scala. Le imprese sono tuttavia esentate dall'obbligo di effettuare la comunicazione all'autorità laddove le informazioni siano a questa pervenute dal mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione eventualmente utilizzati per concludere l'operazione.

A fini di controllo, le imprese sono comunque tenute a conservare per almeno 5 anni a disposizione dell'autorità competente i dati delle operazioni effettuate, per conto proprio o dei clienti (art. 25, comma 2).

¹⁴ Così M.R. Sancilio, *Primo commento alla direttiva 2004/39/CE in tema di servizi di investimento e mercati degli strumenti finanziari*, in *www.dirrcomm.it*, III, 10 – ottobre 2004.

In argomento, si segnala che la Federazione Nazionale ha già diramato due circolari relative al servizio di *transaction reporting* prevedendo altresì una bozza di contratto per la fornitura del servizio ed alle quali si rimanda per l'approfondimento dei profili operativi¹⁵.

3. Le nuove regole procedurali ed organizzative.

Molte delle novità, introdotte dalla normativa in commento, riguardano i requisiti di organizzazione interna delle imprese di investimento e sono contenute principalmente, nelle norme di attuazione di secondo livello della direttiva 2006/73.

È nella direttiva di implementazione che si trovano individuati gli elementi fondamentali dell'organizzazione interna di cui tutte le imprese di investimento devono disporre. Elementi che, in coerenza con gli obiettivi fissati dalla direttiva 2004/39, andranno poi adattati alla natura, alle dimensioni, alla complessità dell'attività e della gamma di servizi prestati da ogni soggetto.

Il legislatore richiede alle imprese di investimento di intervenire sui propri assetti procedurali e specificare in concreto i requisiti di organizzazione allo scopo di assicurare un livello elevato di integrità, competenza e solidità alle imprese di investimento e alle entità che gestiscono i mercati regolamentati o gli MTF (direttiva 2006/73, considerando 2). A tal fine, viene precisato che tali requisiti dovranno essere armonizzati tra loro - secondo il principio di armonizzazione massima che contraddistingue la normativa - per garantire l'applicazione uniforme delle varie disposizioni della direttiva 2004/39, escludendo così la possibilità per i singoli Stati membri e le competenti Autorità di introdurre – se non in via del tutto eccezionale – requisiti aggiuntivi a quelli previsti nelle norme di esecuzione (considerando n. 7 e 8 della direttiva 2006/73).

Nella prima parte della direttiva in esame vengono ribaditi principi di carattere generale attinenti ai profili di organizzazione delle imprese di investimento. Principi in parte già noti all'operatore poiché rinvenibili nell'attuale normativa nazionale (Regolamento Intermediari) ma che con l'intervento comunitario risultano maggiormente dettagliati e circostanziati. Viene prescritto, pertanto, il rispetto di determinati requisiti considerati fondamentali per la sana e prudente gestione dell'impresa, tra i quali l'istituzione e il mantenimento di procedure decisionali e strutture organizzative che consentano di individuare *“in forma chiara e documentata i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni e delle responsabilità”*, di avvalersi di personale competente provvisto delle qualifiche e delle conoscenze indispensabili per l'esercizio delle responsabilità loro attribuite, nonché assicurare un sistema efficace di segnalazione interna e di comunicazione delle informazioni tra i diversi livelli dell'impresa.

Ancora più nel dettaglio, la direttiva dispone che, nello specifico, **occorre prevedere, “procedure rigorose in ambiti quali il controllo della conformità, la gestione del rischio, il trattamento dei reclami, le operazioni personali, l'esternalizzazione e l'identificazione, la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse”**.

Si evince, quindi, quali saranno le funzioni che andranno a ricoprire un ruolo imprescindibile all'interno di ogni impresa di investimento e precisamente: **la funzione di compliance, il risk management e l'internal audit**, secondo un principio di proporzionalità ad eccezione, come si vedrà, per la funzione di controllo di conformità.

¹⁵ Cfr. Circ. F.L. n.125 del 4 giugno 2007, Circ. F.L. n. 129/07 del 6 giugno 2007.

La direttiva di secondo livello prescrive, infatti, l'istituzione della **funzione di *compliance* permanente, efficace e indipendente**, volta alla verifica dell'adempimento degli obblighi in tema di prestazione di servizi di investimento. A tal fine, le imprese di investimento dovranno assicurare che siano rispettate determinate condizioni:

- che tale funzione sia dotata dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie e che abbia un adeguato accesso alle informazioni;
- che sia nominato un responsabile per la funzione *compliance* il quale dovrà predisporre, la relazione in materia di conformità da presentare *in maniera frequente, almeno una volta l'anno*, all'alta dirigenza;
- che i soggetti – rilevanti¹⁶ - che partecipano alla funzione *compliance* non partecipino alla prestazione dei servizi e all'esercizio delle attività sulle quali sono chiamati ad esercitare il controllo;
- che il metodo di determinazione della remunerazione dei soggetti rilevanti che partecipano alla funzione non ne comprometta l'obiettività.

Accanto alla funzione di controllo della conformità, tutte le imprese di investimento dovranno applicare politiche e procedure che permettano di riscontrare e gestire i rischi legati alle attività, ai processi ed ai sistemi e, ove appropriato, di determinare il grado di rischio tollerato dall'impresa stessa. A differenza della funzione *compliance*, l'istituzione della **funzione di *risk management*** non è obbligatoria: essa sarà attivata “se ciò è opportuno e proporzionato alla natura, alle dimensioni ed alla complessità dell'attività svolta dall'impresa nonché [al]la natura e [al]la gamma dei servizi di investimento e delle attività di investimento che essa presta ed esercita nel quadro di tale attività” (articolo 7, comma 2).

In ogni caso, la funzione di *risk management* dovrà operare in modo indipendente, per assicurare l'applicazione della politica di gestione dei rischi e fornire la consulenza, anche sotto forma di relazioni, all'alta dirigenza.

Anche per la **funzione di controllo interno** vige il principio di proporzionalità, per cui l'impresa d'investimento sarà tenuta ad istituirla solo ove sia opportuno e proporzionato vista la natura, le dimensioni e la complessità dell'attività dell'impresa. Non solo: ove istituita, tale funzione dovrà essere separata e indipendente dalle altre funzioni e attività dell'impresa di investimento ed avere le seguenti responsabilità:

- “a) adottare, applicare e mantenere un piano di audit per l'esame e la valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia dei sistemi, dei meccanismi di controllo interno e dei dispositivi dell'impresa di investimento;*
- b) formulare raccomandazioni basate sui risultati dei lavori realizzati conformemente alla lettera a);*

¹⁶ La direttiva all'art. 2, n. 3 riporta la seguente definizione «soggetto rilevante» in relazione all'impresa di investimento: uno qualsiasi dei seguenti soggetti: a) amministratore, socio o equivalente, dirigente o agente collegato dell'impresa; b) amministratore, socio o equivalente o dirigente di un agente collegato dell'impresa; c) impiegato dell'impresa o di un suo agente collegato, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'impresa o di un agente collegato dell'impresa e che partecipi alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte dell'impresa; d) persona fisica che partecipi direttamente alla prestazione di servizi all'impresa di investimento o al suo agente collegato nel quadro di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte dell'impresa.

- c) *verificare l'osservanza di tali raccomandazioni;*
d) *presentare relazioni all'alta dirigenza sulle questioni relative all'audit interno*".

La direttiva di implementazione prosegue poi specificando a quali condizioni sia possibile ricorrere all'esternalizzazione di determinate funzioni. Ed invero, la nuova disciplina MiFID consente alle imprese di investimento di affidare a terzi l'esecuzione di funzioni operative essenziali *"ai fini della prestazione di un servizio continuo e soddisfacente ai clienti e dell'esercizio continuo e soddisfacente di attività di investimento"*, purché vengano introdotte ed attuate misure appropriate volte ad evitare un aggravamento del rischio operativo, adeguate procedure amministrative e contabili ed opportuni sistemi di elaborazione elettronica dei dati (art. 13, direttiva 2004/39).

Dunque, una funzione operativa è da considerarsi essenziale laddove un'anomalia nella sua esecuzione o la sua mancata esecuzione comprometterebbero gravemente la capacità dell'impresa di investimento di continuare a conformarsi alla regolamentazione vigente o comprometterebbero i suoi risultati finanziari, la solidità o la continuità dei servizi d'investimento prestati (art. 13, comma 1, direttiva 2006/73).

Nella medesima direttiva vengono poi precisate le condizioni da rispettare per poter esternalizzare funzioni operative essenziali, e precisamente:

- l'esternalizzazione non deve determinare la delega della responsabilità da parte della dirigenza;
- non devono essere alterati il rapporto e gli obblighi dell'impresa nei confronti della clientela ai sensi della MiFID;
- non deve essere compromesso il rispetto delle condizioni che l'impresa di investimento deve soddisfare per poter essere autorizzata e per conservare tale autorizzazione;
- non deve essere soppressa o modificata nessuna delle altre condizioni alle quali è stata subordinata l'autorizzazione dell'impresa.

Le imprese di investimento sono tenute a notificare preventivamente all'autorità competente i contratti per l'esternalizzazione della gestione del portafoglio di clienti *retail* che esse intendano eventualmente concludere con un fornitore di servizi situato in un paese terzo, qualora non siano soddisfatte le seguenti condizioni:

- il fornitore di servizi è autorizzato o registrato nel suo paese d'origine per la prestazione del servizio esternalizzato ed è soggetto a vigilanza prudenziale;
- vi è un adeguato accordo di cooperazione tra l'autorità competente dell'impresa di investimento e l'autorità di vigilanza del fornitore di servizi.

Tuttavia le autorità competenti non sono tenute ad autorizzare o ad approvare in altro modo tali contratti o i relativi termini. L'obiettivo della notifica è piuttosto quello di assicurare che l'autorità competente abbia la possibilità di intervenire, entro un periodo di tempo ragionevole a decorrere dalla ricezione della notifica, laddove lo ritenga opportuno (contestando per esempio il contenuto dell'accordo di esternalizzazione).

Oltre ai profili organizzativi sopra visti, la direttiva 2004/39 prescrive alle imprese di investimento di adottare tutte le misure ragionevoli per *"identificare i conflitti di interesse che potrebbero*

insorgere tra tali imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi” (art. 18, comma 1).

Così identificati i conflitti di interesse andranno poi gestiti da parte della stessa impresa d’investimento al fine di evitare che gli stessi possano incidere negativamente sugli interessi dei clienti, con la previsione ulteriore di informare preventivamente quest’ultimi, circa la natura generale e/o delle fonti di tali conflitti, nel caso in cui “le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall’impresa di investimento per gestire i conflitti di interesse non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato” (art. 18, comma 2).

La **definizione di conflitto d’interessi** è demandata alla direttiva d’implementazione la quale chiarisce, al considerando 24, che *“tra le circostanze che devono essere considerate tali da far sorgere un conflitto di interesse devono rientrare le situazioni nelle quali esista un conflitto tra gli interessi dell’impresa, o di taluni soggetti collegati all’impresa o al gruppo dell’impresa, e gli obblighi dell’impresa nei confronti della clientela; o tra gli interessi divergenti di due o più clienti nei confronti di ciascuno dei quali l’impresa ha degli obblighi”*.

In proposito, come correttamente osservato da parte della dottrina¹⁷, “posizione preminente è quindi rivestita dalla tutela del cliente rispetto ad una situazione negativa (svantaggio o perdita) che però non è rilevante per sé, ma solo se correlata ad una paritetica situazione negativa dell’impresa d’investimento”.

L’interesse alla tutela del cliente viene inoltre rafforzata laddove la direttiva in esame precisa che è irrilevante lo status di quest’ultimo al quale il servizio è fornito, poiché i conflitti dovranno essere gestiti – regolamentati - ogniqualvolta l’impresa fornisce un servizio di investimento o un servizio accessorio, indipendentemente dalla circostanza che il cliente possa qualificarsi al dettaglio, professionale o controparte qualificata.

Sempre nelle misure di esecuzione viene prevista un’altra significativa novità, vale a dire la formulazione di **una politica di gestione dei conflitti d’interesse** da parte dell’impresa. Tale politica, predisposta in forma scritta, dovrà essere adeguata alle dimensioni e all’organizzazione dell’impresa e alla natura, alle dimensioni e alla complessità della sua attività (art. 22, comma 1, direttiva 2006/73).

In particolare, la politica di gestione così messa a punto dovrà innanzitutto consentire l’individuazione delle circostanze che potrebbero generare un conflitto per poi definire le procedure opportune e le misure da adottare per la gestione dello stesso (art. 22, comma 2).

4. La consulenza come servizio di investimento autonomo.

Una delle principali novità contenute nell’impianto normativo MiFID riguarda l’inquadramento fra i servizi di investimento dell’attività di consulenza con la conseguenza che tale attività, a partire dal 1° novembre prossimo, dovrà essere prestata in via esclusiva e riservata dagli intermediari finanziari abilitati.

¹⁷ F. Bruno, A. Rozzi, *Il destino dell’operatore qualificato alla luce della MIFID*, in *Le società*, n. 3 del 2007, p. 278.

Come la direttiva del 1993, la direttiva 2004/39 distingue i servizi di investimento in “core” e “non core”, ossia in servizi ed attività di investimento e servizi accessori. Nel dettaglio, l'allegato I della direttiva citata, individua in due sezioni distinte i diversi tipi di servizi, includendo però nella sezione A, rubricata “Servizi e attività d'investimento” la consulenza in materia d'investimenti.

Appare evidente il cambiamento di rotta rispetto all'attuale disciplina che, come noto, qualifica la consulenza finanziaria come un servizio accessorio che può essere prestato da chiunque, persona fisica o giuridica, senza alcuna preventiva autorizzazione¹⁸.

Il legislatore comunitario, infatti, consapevole della potenziale rischiosità di tale servizio ed in considerazione anche della sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate, ritiene opportuno includere **la consulenza in materia di investimenti** tra i servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione (considerando 3, direttiva 2004/39).

La direttiva 2004/39 definisce l'attività di consulenza in materia di investimenti come *“la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari”* (cfr. art. 4, paragrafo 1, punto 4).

Inoltre, la direttiva di secondo livello chiarisce che, affinché si possa parlare di consulenza, è **necessario che la raccomandazione personalizzata sia diretta ad uno specifico investitore, sia fondata sulle caratteristiche specifiche della persona ed abbia ad oggetto una specifica operazione di investimento in strumenti finanziari** (art. 52, direttiva 2006/73).

Oltre a ciò, viene precisato che una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico. Del pari, una consulenza *generica* riguardo a un tipo di strumento finanziario non è consulenza sottoposta a riserva di attività, poiché la consulenza in materia di investimenti per rientrare nell'accezione di servizio di investimento deve avere ad oggetto specifici e determinati strumenti finanziari (considerando 81, direttiva 2006/73). Se ne deduce, quindi, che elementi caratterizzanti dell'attività di consulenza in materia di investimenti sono la **personalizzazione** e la **specificità**.

Individuata in tal modo la definizione dell'attività di consulenza, appare opportuno evidenziare quanto prescritto all'art. 19, comma 4 della direttiva 2004/39, ossia l'obbligo a carico dell'impresa d'investimento, quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, di ottenere dall'investitore “le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento, per essere in grado, l'impresa, di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente”.

Le informazioni riguardanti la situazione finanziaria di un cliente o potenziale cliente includono, laddove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del suo reddito regolare, delle sue attività, comprese le sue attività liquide, dei suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari (art. 35, comma 3, direttiva 2006/73).

Gli elementi riguardanti gli obiettivi di investimento di un cliente o potenziale cliente includono quelli sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue

¹⁸ La definizione di attività di consulenza attualmente si rinviene all'art. 1, comma 6, lett. f), TUF.

preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, laddove pertinenti (cfr. art. 35, comma. 4).

Un'operazione di investimento si potrà ritenere adeguata, ai sensi dell'art. 35, comma 1, quando soddisfa i seguenti criteri:

- corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente;
- sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
- sia di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.

Tutto ciò premesso, è importante notare che nel caso in cui l'impresa di investimento non ottenga dal cliente le informazioni necessarie ai fini della **“valutazione di adeguatezza”**¹⁹ (*suitability test*), dovrà astenersi dal prestare i servizi di investimento di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafoglio (art. 35, comma 5).

In altri termini, l'impresa di investimento non può svolgere attività di consulenza senza una previa specifica e approfondita conoscenza del cliente e ciò appare, come da alcuni evidenziato, “assolutamente logico e condivisibile in quanto l'impresa che cumula l'attività di negoziazione e di consulenza, deve altresì essere responsabilizzata nel momento in cui conosce il cliente, ma consiglia male”²⁰.

5. La classificazione della clientela e il principio della *best execution*.

Come si è avuto modo di illustrare nel paragrafo precedente, gli obblighi degli intermediari vengono calibrati in funzione del tipo di servizio offerto. Nel caso in cui venga fornito al cliente un servizio di consulenza in materia di investimento o di gestione di portafogli, all'intermediario è richiesto di effettuare una valutazione dell'adeguatezza, allo scopo di poter raccomandare il servizio più adatto a quel tipo di cliente tenuto conto di diversi fattori. Diversamente, per tutti gli altri servizi d'investimento, la valutazione avrà una portata meno ampia e riguarderà la capacità del cliente di comprendere i rischi connessi a quel servizio o prodotto (*appropriateness*). Al ricorrere di determinate condizioni (*execution only*), viene addirittura esclusa anche la stessa valutazione di appropriatezza²¹.

¹⁹ Diverso è l'obbligo a carico degli intermediari di verificare l'**appropriatezza** del prodotto o servizio al cliente. La direttiva infatti prescrive che quando vengono prestati servizi d'investimento diversi dalla consulenza in materia d'investimento e dalla gestione di portafogli, l'intermediario dovrà verificare l'appropriatezza per il cliente di quel servizio o prodotto. Tale valutazione, implica un accertamento limitato alla verifica del livello di esperienza e conoscenza del cliente, senza richiedere un approfondimento degli obiettivi di investimento del cliente e della sua situazione finanziaria (si vedano l'art. 19, comma 5, direttiva 2004/39 e l'art. 36, direttiva 2006/73).

²⁰ M. Cerniglia, *La MiFID, Market in Financial instruments directive*, in approfondimenti a cura dello studio Lexjus, avvocati e dottori commercialisti associati, consultabile sul sito www.lexjus.com.

²¹ La Direttiva infatti prevede che gli Stati membri autorizzano le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento che consistono unicamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente, con o senza servizi accessori, a prestare detti servizi di investimento ai loro clienti senza che sia necessario ottenerne le informazioni in ordine alle conoscenze e alle esperienze, né verificare l'appropriatezza dell'operazione (art. 19, comma 6).

Allo stesso modo, la disciplina MiFID prevede una graduazione degli obblighi in relazione al tipo di cliente cui il servizio o prodotto è indirizzato. Il legislatore comunitario, nel ricordare che uno degli obiettivi della direttiva consiste nel proteggere gli investitori, precisa che le misure adottate dovranno essere adeguate alla specificità di ciascuna categoria di investitori (al dettaglio, professionali o controparti qualificate).

Passando quindi all'individuazione delle tre tipologie di clientela considerate dalla normativa in esame, si segnala che la direttiva di primo livello individua la clientela professionale nel cliente che soddisfa i criteri dell'allegato II della direttiva medesima; il cliente al dettaglio (o *retail*) è un cliente che non sia professionale e quindi che non soddisfi i requisiti sopra detti, mentre la controparte qualificata è una sottocategoria dei clienti professionali.

Precisamente, il **cliente professionale** viene definito dal summenzionato allegato II come un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume.

Non solo: l'allegato individua le categorie di clienti che, per tutti i servizi e gli strumenti di investimento disciplinati dalla direttiva medesima, dovrebbero essere considerati professionali²².

La definizione di **controparte qualificata** viene riconosciuta all'art. 24, direttiva 2004/39, alle "imprese di investimento, gli enti creditizi, le imprese di assicurazioni, gli OICVM e le loro società di gestione, i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto comunitario o il diritto interno di uno Stato membro, le imprese che non rientrano nell'ambito di applicazione della presente direttiva a norma dell'art. 2, paragrafo 1, lett. k) e l), i governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sopranazionali".

La qualificazione nell'una o nell'altra categoria comporta, come si è detto, la disapplicazione di alcune previsioni con conseguente differenziazione dei presidi posti a tutela degli investitori.

La banca è tenuta a notificare al cliente la sua classificazione nell'una o nell'altra categoria nonché ad informarlo del diritto a richiedere una diversa classificazione con la precisazione degli eventuali limiti che ne potrebbero derivare sotto il profilo della tutela (art. 28, commi 1 e 2, direttiva 2006/73).

²² (1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari. Si intendono inclusi nell'elenco sottostante tutti i soggetti autorizzati che svolgono le attività caratteristiche dei soggetti menzionati, che si tratti di soggetti autorizzati da uno Stato membro a norma di una direttiva europea, di soggetti autorizzati o regolamentati da uno Stato membro senza riferimento ad una direttiva europea o di soggetti autorizzati o regolamentati da un paese terzo: a) enti creditizi; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) singoli membri di una borsa; i) altri investitori istituzionali;

(2) le imprese di grandi dimensioni che ottemperano a livello di singola società, ad almeno due dei seguenti criteri dimensionali: -) totale di bilancio: 20 000 000 EUR, -) fatturato netto: 40 000 000 EUR, -) fondi propri: 2 000 000 EUR.

(3) i governi nazionali e regionali, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali come la Banca mondiale, l'FMI, la BCE, la BEI e altre organizzazioni internazionali analoghe.

(4) Altri investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre transazioni finanziarie.

Il cliente considerato professionale potrebbe infatti avvertire l'esigenza di vedersi applicate le disposizioni valevoli per i clienti al dettaglio e quindi richiedere un trattamento non professionale al fine di ottenere un livello più elevato di protezione. Allo stesso modo, anche i clienti al dettaglio possono essere autorizzati a rinunciare ad alcune delle protezioni loro concesse richiedendo un diverso trattamento.

Al riguardo, tuttavia, l'allegato II della direttiva precisa che le imprese d'investimento potranno considerare i clienti al dettaglio alla stregua di clienti professionali solo ove venga assicurato il rispetto di determinati criteri e procedure. Ed invero, qualsiasi riduzione della protezione prevista dalle norme di comportamento può essere considerata valida solo se, "dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza"²³, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente l'impresa di investimento possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente è in grado di adottare le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume".

Viene poi definita la procedura che i clienti al dettaglio dovranno seguire per poter rinunciare alle protezioni previste a loro favore dalla normativa ed essere quindi inquadrati in una diversa categoria. Precisamente, spetterà ai clienti comunicare per iscritto all'impresa di investimento che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio o operazione di investimento o tipo di operazione o di prodotto. L'impresa di investimento deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere ed i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni.

La direttiva di primo livello prosegue poi richiedendo alle imprese di applicare politiche e procedure interne appropriate e scritte per classificare i clienti. Spetta ai clienti professionali informare l'impresa di investimento di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare la loro attuale classificazione. Se tuttavia l'impresa di investimento constata che il cliente non soddisfa più le condizioni necessarie per ottenere il trattamento riservato ai clienti professionali deve adottare provvedimenti appropriati.

Con riguardo alla categoria delle controparti qualificate, l'affievolimento delle tutele risulta ancora maggiore. Come si legge infatti all'art. 24 della direttiva 2004/39, "gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento autorizzate ad eseguire ordini per conto dei clienti e/o a negoziare per conto proprio e/o a ricevere e trasmettere ordini possano determinare o concludere operazioni con controparti qualificate senza essere obbligate a conformarsi agli obblighi previsti agli articoli 19, 21 e 22, paragrafo 1 rispetto a tali operazioni o a qualsiasi servizio accessorio ad esse direttamente connesso".

²³ L'allegato II, sez. II, precisa che il test di competenza applicato ai dirigenti e agli amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive nel settore finanziario potrebbe essere considerato come un riferimento per valutare la competenza e le conoscenze del cliente. In caso di soggetti di piccole dimensioni, la persona oggetto della valutazione di cui sopra dovrebbe essere la persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto.

Nel corso della predetta valutazione, dovrebbero essere soddisfatti almeno due dei seguenti criteri:

-) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
-) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante e gli strumenti finanziari, deve superare 500.000 EUR;
-) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

Nei confronti di questa categoria di clienti quindi non trovano applicazione le regole previste al momento della prestazione dei servizi d'investimento e concernenti le informazioni da rendere ai clienti o potenziali clienti (art. 19), le disposizioni relative all'obbligo di eseguire gli ordini del cliente alle condizioni più favorevoli (art. 21) nonché le norme per la gestione degli ordini dei clienti (art. 22).

Tuttavia anche a questi ultimi soggetti viene riconosciuta la possibilità di rinunciare a tali esenzioni e di vedersi applicate le norme ora citate, poiché la classificazione come controparte qualificata "non pregiudica il diritto del soggetto di chiedere, in via generale o per ogni singola negoziazione, di essere trattato come un cliente i cui rapporti con l'impresa di investimento sono soggetti agli artt. 19, 21 e 22" (art. 24, comma 2).

Dopo aver ripercorso le diverse categorie di clienti previste dalle nuove disposizioni, preme fare un accenno ad un ulteriore principio statuito dalla disciplina in commento, vale a dire quello della **best execution**.

Nel considerando n. 33 della direttiva di primo livello viene infatti stabilita la necessità di imporre effettivamente alle imprese di investimento "un obbligo di esecuzione alle condizioni migliori in modo da garantire che esse eseguano gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente. Questo obbligo dovrebbe applicarsi alle imprese di investimento che hanno obblighi di natura contrattuale o derivanti da un rapporto di intermediazione nei confronti del cliente".

L'art. 21 della stessa direttiva precisa che, allorché eseguono ordini, **le imprese di investimento adottano tutte le misure ragionevoli per ottenere, il miglior risultato possibile per i loro clienti, tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni, della natura, dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.**

Tuttavia, nel caso in cui il cliente fornisca specifiche istruzioni all'impresa d'investimento, quest'ultima sarà tenuta a seguire le indicazioni ricevute nell'esecuzione dell'ordine. Pertanto, le indicazioni del cliente in questo caso costituiscono un vincolo per l'impresa d'investimento che non potrà discostarsene (art. 21, comma 2).

Al fine di poter ottenere il miglior risultato possibile, le imprese d'investimento devono **definire ed attuare una strategia di esecuzione degli ordini** che, per ogni categoria di strumenti, precisi le varie sedi nelle quali l'impresa di investimento esegue gli ordini dei suoi clienti e i fattori che influenzano la scelta della sede di esecuzione.

La strategia di esecuzione così definita deve essere portata a conoscenza dei clienti, dai quali va ottenuto il consenso preliminare all'attuazione della stessa.

Qualora la strategia di esecuzione degli ordini preveda che questi possano essere eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, l'impresa d'investimento ne informa il cliente e ne ottiene il consenso esplicito prima di procedere all'esecuzione.
