

ARTICOLI

**Retail Investment Strategy:
consulenza, consulenza
finanziaria indipendente
e financial literacy
del cliente**

Martina Piccinno

Dottoranda in diritto dell'economia
Università degli Studi di Perugia

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciruolo, Prof.ssa Carmela Robustella,
Prof. Gian Luca Greco, Dott. Luca Lentini, Dott. Federico Riganti

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo,
Dott. Francesco Petrosino

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paolofisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti
De Marinis, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro,
Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio
Didone, Prof. Alessio di Amato

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania
Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Sommario: 1. L'approvazione della "Retail Investment Strategy": un'economia al servizio delle persone; - 2. Il regime della consulenza finanziaria tra presente e futuro; 3. La consulenza indipendente alla luce della nuova normativa: cambiamenti e criticità; - 4. L'incentivo alla educazione finanziaria del cliente: valido "rimedio" o semplice deresponsabilizzazione dell'intermediario?

1. L'approvazione della "Retail Investment Strategy": un'economia al servizio delle persone

Il 24 maggio 2023 la Commissione UE ha pubblicato la "Retail Investment Strategy"⁰¹, un pacchetto ambizioso di riforme volto ad accrescere la partecipazione, la tutela e, soprattutto, la fiducia degli investitori al dettaglio considerati, a giusta ragione, uno dei pilastri del mercato finanziario. La proposta normativa rappresenta l'ultimo tassello del più ampio processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali e creazione di un mercato unico bancario e dei capitali, iniziato nel 2015 con l'*action plan* "Capital Market Union" (CMU) e proseguito nel 2020 con un nuovo piano di azione suddiviso in 16 attività per 3 obiettivi⁰².

In particolare, l'iniziativa rientra nell'Action n. 8 del CMU, "Building retail investors' trust in capital markets" e copre tutte le fasi del processo di investimento e tutti i settori del mercato dei capitali incoraggiando i cittadini europei, buoni risparmiatori ma poco propensi ad investire, a supportare il mercato degli investimenti (anche assicurativi) a lungo termine.

Le nuove politiche green e di digitalizzazione, stimolate dalla recente crisi pandemica, necessitano di una forte iniezione di capitale privato, la cui reperibilità è tanto più alta quanto più il risparmiatore è disposto a riporre la propria fiducia (e il proprio denaro) nelle mani del mercato.

Per tale ragione, il legislatore europeo propone una pluralità di soluzioni e di approcci che vanno in tale direzione. L'iter, tuttavia, non è concluso: le proposte presentano delle criticità irrisolte e sono tuttora

⁰¹ "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules", COM(2023)279 final, 24 maggio 2023, disponibile in eur-lex.europa.eu/legal-content/en/txt.

⁰² I tre obiettivi sono: i) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee; ii) rendere l'Unione europea un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; iii) fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico. Si veda, "Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione", 24 settembre 2020, COM(2020) 590, in https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en.

in discussione. Non si esclude, quindi, la possibilità che il testo commentato non sia la versione definitiva; ciò non toglie che le linee di indirizzo siano già state chiaramente delineate.

Allo stato attuale, il *Retail Investment Package* consta di due atti normativi di primo livello: i) una proposta di direttiva, cd. *Omnibus* in ragione della sua trasversalità, volta a modificare la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MIFID II), quella sulla distribuzione assicurativa (IDD), la direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS), sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) e sull'accesso e l'esercizio dell'attività di assicurazione e riassicurazione (Solvency II); ii) un regolamento che modifica il regolamento PRIIP sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

Intervenendo a trecentosessanta gradi sulla normativa caratterizzante, la riforma affronta in maniera trasversale tutte le tematiche che hanno contraddistinto il mercato in questi anni. Dal miglioramento del livello informativo, secondo le classiche politiche di *nudge* (cd. "spinta gentile")⁰³ e nel rispetto delle crescenti preferenze degli investitori in materia di sostenibilità, all'aumento della trasparenza e della comparabilità dei costi di investimento, fino all'irrisolta questione dei potenziali conflitti d'interesse nella distribuzione dei prodotti ed al divieto degli incentivi al consulente per le vendite di "sola esecuzione". In particolare, nella MIFID II, l'attenzione si rivolge alla disciplina della consulenza finanziaria, la cui struttura, limitando il peso del *quality enhancement test*, deve accudire al miglior interesse (*best interest*) degli investitori al dettaglio. Di conseguenza, sono il *value for money* (rapporto qualità-prezzo) e le *policy di inducement* a giocare un ruolo decisivo nella stesura della nuova proposta. Il primo richiede ai distributori di identificare e quantificare i costi di distribuzione e qualsiasi altro costo e onere non ancora considerato dal produttore, e valutare se gli stessi siano giustificati e proporzionati. La seconda viene gestita attraverso un approccio *soft*, graduale, che mira nel lungo periodo a eliminare del tutto

⁰³ R. H. THALER e C. R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Milano, Feltrinelli, 2009.

gli incentivi alla vendita⁰⁴, causa di conflitti di interessi, perché potenzialmente in grado di deviare i comportamenti degli intermediari alla ricerca del prodotto, non necessariamente migliore, in grado di assicurare i maggiori ristori, e di oneri aggiuntivi, in quanto riconosciuti quali costi indiretti gravanti sul cliente finale. Vengono rafforzate, altresì, la valutazione di appropriatezza e adeguatezza che accompagnano necessariamente l'effettuazione di raccomandazioni personalizzate; nel primo caso si prevede, tra gli altri dati, che l'intermediario prenda in considerazione la composizione del portafoglio esistente e la eventuale necessità del cliente di diversificarlo, inserendo le preferenze anche nel *report* di consulenza che viene fornito alla clientela *retail*. Nel secondo, si propone di chiedere ai clienti la loro capacità di sopportare perdite totali o parziali e la loro tolleranza al rischio, riducendo così la differenza tra il primo ed il secondo test.

Allo stesso tempo, si prospetta l'implemento delle misure nazionali che possano sostenere l'alfabetizzazione finanziaria dei cittadini, indipendentemente dalla loro età e dal *background* sociale ed educativo.

2. Il regime della consulenza finanziaria tra presente e futuro

In definitiva, uno degli obiettivi-chiave dichiarati della nuova normativa consiste nell'innalzamento del livello di qualità della fornitura di consulenza finanziaria che, come forma di articolazione più ricorrente del rapporto tra cliente e intermediario, deve essere esperta, imparziale e semplificata nelle informazioni sui prodotti di investimento.

Come noto, l'istituto ha subito una serie di rimaneggiamenti nel corso degli ultimi anni, ad opera della MIFID I e II e delle autorità nazionali, queste ultime insinuatesi tra le maglie delle direttive al fine di deli-

⁰⁴ *Contra*, ESMA, *Final Report "ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II"* (ESMA35-43-2126), in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35432126_technical_advice_on_inducements_and_costs_and_charges_disclosures, che, pur riconoscendo le criticità del sistema "incentivi" e sostenendo la bontà degli effetti che la loro cancellazione assoluta ha portato ad Olanda e Inghilterra, precisa altresì che i suddetti Paesi hanno una struttura di mercato differente. In Paesi come l'Italia, dalla conformazione bancocentrica, eliminare del tutto gli incentivi indurrebbe le banche a operare in "regime di architettura chiusa", offrendo principalmente prodotti propri o del gruppo di appartenenza. Inoltre, significherebbe passare da un sistema distributivo a uno "fee only", riducendo anche il numero dei clienti disposti a pagare direttamente per ottenere un servizio di consulenza (per ulteriori approfondimenti sul tema si rinvia a F. Mocchi, *La disciplina degli incentivi nella Retail Investment Strategy*, in *dirittobancario.it*, 24 luglio 2023).

neare una disciplina dai contorni armonizzati⁰⁵.

In sintesi, la consulenza, intesa attualmente come servizio di investimento prestato da soggetti autorizzati attraverso «raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario» (art. 1, comma 5 *septies*, TUF), può essere offerta dagli impiegati bancari, su base dipendente, e/o abilitati all'offerta fuori sede, o su base indipendente, con una importante differenza sul piano della remunerazione e del conflitto di interessi⁰⁶. Alla prima fattispecie, più diffusa nonché più conosciuta dai clienti *retail* è riservata l'attenzione della normativa europea.

La consulenza "classica" supporta un modello di *product governance*⁰⁷ nel quale, fallita la filosofia della trasparenza, viene determinata *ex ante* la selezione di prodotti e servizi finanziari destinati ai clienti investitori *retail*, imponendo agli intermediari produttori (e in misura ancor più puntuale agli intermediari distributori) di proporre agli stessi solo prodotti commisurati al loro specifico grado di conoscenze ed esperienze, alla situazione finanziaria e alla capacità patrimoniale di tollerare perdite (cd. sostenibilità finanziaria dell'investimento), al profilo di rischio, alla compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto. La fase di profilatura permette, a sua volta, la corretta applicazione della regola e dichiarazione di adeguatezza quale canone di condotta dell'intermediario e sintesi delle informazioni circa la consulenza prestata e le ragioni per cui essa corrisponda alle caratteristiche del cliente (di gran rilievo

⁰⁵ Sull'evoluzione della disciplina, M. STELLA RICHTER JR, *Dalle mobili alle nobili frontiere della consulenza finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, p. 330 ss. e M. BIANCA, *Le politiche di remunerazione ed incentivazione nella prestazione di servizi di investimento (dopo il completamento della MiFID 2)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, p. 342 ss.

⁰⁶ Mentre i primi operano nell'interesse esclusivo di un solo soggetto, i secondi lavorano in proprio e sono detti "fee only" perché remunerati direttamente dal cliente. Se la fatturazione a tempo garantisce trasparenza e minimo conflitto di interessi, nel caso dei consulenti "dipendenti" l'attenzione verso i contenuti dei consigli finanziari sarà massima perché alto è il rischio di conflitto di interessi.

⁰⁷ Per tutti, in sintesi, F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1100 ss.

sul piano probatorio in caso di controversia con il professionista)⁰⁸. Il modello assume connotazioni dirigistiche e paternalistiche funzionali a proteggere il cliente dai propri "limiti cognitivi", in quanto orienta la domanda, stabilendo a quali soggetti un determinato prodotto non deve essere venduto perché inidoneo (individua, pertanto, il cd. "cliente negativo") e, allo stesso tempo, orienta l'offerta, evitando il collocamento presso il pubblico di prodotti eccessivamente rischiosi (*product intervention*)⁰⁹. L'intermediario in tal caso si fa parte attiva del rapporto venendo, in definitiva, responsabilizzato con riferimento al contenuto delle scelte di investimento suggerite.

Detto processo di responsabilizzazione, iniziato con la MIFID I, sembra proseguire con la riforma in commento, nella quale la consulenza "tradizionale" si fa più sofisticata, attraverso l'aggiunta in capo all'intermediario di specifici compiti¹⁰.

Allo stesso tempo, con un lavoro di "riciclaggio" di dati raccolti, la direttiva semplifica la fase di profilazione del cliente. A tal proposito, infatti, i "Considerando" n. 33 e 36 della proposta di riforma, nel rispetto del principio di idoneità ed adeguatezza, prevedono la possibilità per l'impresa di investimento, l'impresa di assicurazione o l'intermediario assicurativo di servirsi anche delle informazioni eventual-

08 Questa diviene limite invalicabile per le parti con riferimento alle operazioni inadeguate che, come tali, non possono essere eseguite. Per tale ragione si è giunti ad affermare che «non possa più trovare facile applicazione la soluzione giurisprudenziale che preferisce la responsabilità dell'intermediario all'invalidità del contratto in caso di *misselling* per inadeguatezza, poiché il divieto posto dalla norma imperativa non riguarderebbe più un obbligo di comportamento imposto all'intermediario o al consulente che ha ad oggetto un'informazione, bensì sarebbe volto a impedire l'operazione di investimento, se e in quanto inadeguata. Il giudizio è dunque di validità dell'atto, e la nullità consegue alla violazione della norma imperativa di protezione. Tuttavia, il rimedio risarcitorio continua a trovare spazio» (M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 157).

09 M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1264; G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, p. 997, sostiene che il connubio tra le due forme di *product* sia rappresentativo della "trasparenza di condotta" dell'intermediario e della "trasparenza del singolo prodotto" che non sembra poter uscire dal *cluster* di utenti per cui è stato pensato, anticipando così la tutela del cliente dalla «fase prenegoziale in senso stretto a quella, ancora precedente, della creazione del prodotto e della sua politica di distribuzione».

10 Al consulente è richiesto di valutare una gamma adeguata di strumenti finanziari o IBIP; raccomandare il prodotto dal punto di vista commissionale più conveniente tra quelli identificati come adeguati e aventi caratteristiche simili; offrire, nella gamma di prodotti individuati come adeguati al cliente, almeno un prodotto cd. *plain vanilla* che non determini costi maggiori rispetto a quelli strettamente necessari per soddisfare le esigenze dello stesso (novità assoluta nel panorama); prendere in considerazione nell'ambito della valutazione di adeguatezza anche la composizione e la diversificazione del portafoglio del cliente (nuovo comma 1 bis, art. 24, MIFID). Le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi che distribuiscono prodotti di investimento devono inoltre garantire che la copertura assicurativa prevista dallo stesso sia coerente con le relative richieste e esigenze del cliente.

mente ottenute per altri motivi legittimi, tra cui i rapporti preesistenti con il cliente, esponendo altresì avvertenze relative a prodotti "particolarmente rischiosi"; tale nomenclatura dovrebbe assumere contenuto a mezzo di linee guida emanate da ESMA e EIOPA.

Con il fine di adempiere ai nuovi obblighi, si esigono livelli di conoscenza e di competenza professionale precisi, obbligando ad un monte ore annuale di aggiornamento professionale (art. 24 *quinques*) da comprovare (All. V).

La strategia di informazione e trasparenza non viene abbandonata o dismessa bensì standardizzata e semplificata al fine di adattarla all'era della comunicazione digitale. Le consulenze devono raccomandare tra prodotti omogenei disponibili quelli che, dal punto di vista di commissioni e oneri, siano più adeguati al cliente (secondo il *value for money*). La valutazione degli stessi passerà anche dalla raccolta delle preferenze dei clienti in materia di sostenibilità e dalla vendita degli ormai noti prodotti ESG.

3. La consulenza indipendente alla luce della nuova normativa: cambiamenti e criticità

Maggiore attenzione merita la forma di consulenza c.d. "su base indipendente" la cui disciplina riformata sembra andare in controtendenza rispetto alla iper-qualificazione della consulenza degli intermediari richiesta dalla Commissione UE, presentando la possibilità di una semplificazione dei requisiti e delle informazioni da raccogliere.

In Italia, detta tipologia di servizio è stata inserita nell'art. 24 *bis* del TUF (art. 24, par. 7, MIFID II) al fine di spostare l'attenzione da una logica di prodotto alla tutela del cliente e osserva alcune prescrizioni¹¹. Anzitutto, deve essere trasparente: l'utente deve essere informato che il servizio è indipendente. Prima della raccomandazione personalizzata, deve essere vagliata una gamma di strumenti finanziari, che siano sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti. Ciò garantisce che gli obiettivi di investimento del cliente vengano soddisfatti e non siano limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti dalla stessa impresa in cui opera il consulente. E ciò in quanto tale servizio può essere offerto anche da consulenti che lavorano per altri soggetti regolamentati (banche, SIM), un

¹¹ C. ROBUSTELLA, *La tutela rafforzata dell'investitore nella MIFID II*, in *Juscivile*, 2019, p. 52 ss.

connubio quantomeno curioso che potrebbe generare *in favor* dei secondi vantaggi non giustificabili¹². In verità, la realtà italiana evidenzia la difficoltà di lasciare il suddetto servizio nelle mani di soggetti estranei alla filiera produttiva finanziaria, nonostante questa fosse, o almeno pare, la *ratio* con cui è nata la fattispecie. La causa si rinviene, soprattutto, nella duplicazione dei costi¹³.

Come detto, infatti, per garantirne la indipendenza, la stessa viene remunerata direttamente dal cliente beneficiario. Per tale ragione è vietato trattenere qualsiasi genere di incentivo, commissioni, onorari o altri benefici economici, monetari e non, pagati da terzi, in particolare dagli emittenti degli strumenti finanziari oggetto di raccomandazione. Gli *inducement* pagati o forniti da terzi, verranno restituiti al cliente e non sono soggetti a compensazione. L'unica eccezione accordata, la quale non viene intaccata dalla proposta, consiste nei benefici non monetari di entità minima (*minor no monetary benefits*) proporzionati e ragionevoli, tali da non pregiudicare il *best interest* né da indurre l'intermediario a comportamenti viziosi solo, però, se chiaramente indicati e finalizzati a migliorare la qualità del servizio offerto e preventivamente comunicati¹⁴.

La vera innovazione, di contro, si rileva nell'apertura della Commissione UE alle semplificazioni normative delle regole prescritte nella MIFID II nel momento in cui gli investitori siano in possesso di conoscenze, esperienze e capacità adeguate a sostenere perdite, con il fine di ridurre il rischio di *information' overload* e di gestire in maniera più efficiente le risorse per i realizzatori e i distributori di prodotti. Si introduce, infatti, una forma di consulenza indipendente "semplificata" che incoraggia a fornire detto servizio con meno costi e più vantaggi per il cliente il quale non paga incentivi, stante il divieto espresso e, allo stesso tempo, riceve una raccomandazione terza e personalizzata. Ovviamente, detta possibilità, inserita in un pacchetto di riforme che mira ad innalzare lo standard e la puntualità

12 «Da un lato, il consulente indipendente dovrebbe avvalersi di una divisione organizzativa dedicata (con relativi costi di set-up e mantenimento e dotata di una specifica competenza professionale) per valutare una gamma di prodotti ampia. Dall'altro, il soggetto regolamentato potrebbe godere di vantaggi economici diretti - rivenienti dalla retribuzione "a parcella" della consulenza indipendente - e indiretti - di tipo reputazionale -, legati alla maggiore cura ed attenzione agli interessi del cliente» (C. COLOMBA, *MiFID II: disciplina e prospettive per la consulenza indipendente*, in *dirittobancario.it*, 7 giugno 2017).

13 Pochi sono i clienti disposti a sostenere tale duplicazione (i.e. l'onorario del consulente indipendente per l'analisi e la raccomandazione resa e le spese di esecuzione degli investimenti raccomandati dal consulente indipendente tramite un soggetto terzo). Inoltre, allo stato attuale, è impedito ai consulenti finanziari autonomi di essere iscritti nell'albo gestito dall'OCF (Organismo Consulente Finanziario).

14 In tema si veda, L. SILVERENTAND, J. SPRECHER, L. SIMON, *Inducements, in Regulation of the EU Financial Markets - MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, p. 216 ss.; A. PERRONE, *Tanto rumore per nulla? Per un ripensamento sulla disciplina degli inducements*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, p. 129 ss.

degli obblighi di consulenza, non può che essere ristretta a condizioni ben determinate: gli strumenti finanziari raccomandati devono essere diversificati, non complessi ed efficienti in termini di costi. Per questi prodotti i distributori possono effettuare una valutazione dell' idoneità sulla base di informazioni più limitate sui clienti, senza verificarne conoscenze e esperienze, né esaminare la diversificazione del loro portafoglio¹⁵.

Alla luce di quanto detto, è chiaro come il legislatore europeo stia cercando di invogliare l' investitore a sfruttare i vantaggi offerti da questo tipo di servizio, sino ad ora poco utilizzato a causa dei costi elevati che lo caratterizzano ed ad un meccanismo di remunerazione del consulente non facilmente intellegibile¹⁶, nonostante nessuno studio dimostri una immediata correlazione tra il suddetto tipo di consulenza e il miglior rendimento dell' investimento¹⁷.

È vero, altresì, che le modifiche che la Commissione UE suggerisce sono maggiormente in linea con lo spirito della MIFID II la quale già voleva incentivare il modello di consulenza indipendente quale stru-

15 L'art. 16 bis, 12, lett. h), della riforma introduce nell'art. 24 della MIFID II il seguente paragrafo 7 bis: "L'impresa di investimento che presta ai clienti al dettaglio consulenza in materia di investimenti su base indipendente può limitare la valutazione relativa al tipo di strumenti finanziari di cui al paragrafo 7, lettera a), agli strumenti finanziari diversificati, efficienti in termini di costi e non complessi di cui all'articolo 25, paragrafo 4, lettera a). Prima di accettare tale servizio, il cliente al dettaglio è informato debitamente della possibilità di accedere a una consulenza indipendente ordinaria in materia di investimenti, delle condizioni di accesso e dei vantaggi e vincoli associati".

16 L. INCORVATI, *Le fee della consulenza? Non facili da decifrare*, in *Plus Il Sole 24 ore*, 13 giugno 2020. La riluttanza del cliente all' utilizzo della consulenza indipendente è dovuta, altresì, alla percezione della forma di remunerazione diretta dell' intermediario come una perdita secca.

17 N. LINCiano, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *An. giur. econ.*, 2012, p. 135., riprende, da un lato, uno studio su un campione di investitori israeliani da cui emerge che i portafogli assistiti da consulenti sarebbero meglio diversificati di quelli indipendenti; dall'altra, richiama una ricerca condotta su un campione di investitori tedeschi la quale, al contrario, documenta che le performance dei portafogli assistiti risultano peggiori e che i soggetti che si avvalgono della consulenza appartengono prevalentemente alla fascia degli investitori più anziani e più abbienti [l' interesse nel servizio di consulenza finanziaria "Fee Only" è decisamente elevato nei soggetti privati (patrimoni da euro 500.000 a euro 5 milioni) e negli *High Net Worth Individuals* (patrimoni oltre euro 5 milioni)]. Pare, infatti, che la scelta di affidarsi ad un consulente, quantomeno in Italia, non sia dovuta al livello di educazione finanziaria bensì alla dimensione del patrimonio da gestire e all' avversione al rischio (M. GENTILE, N. LINCiano e G. SICILIANO, *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, in *Banca impr. soc.*, 2006, pp. 425-476). Inoltre, a parità di altri fattori, si è rilevato che i soggetti, che ricevono servizi di consulenza, hanno una probabilità di oltre 20 punti percentuali più elevata di detenere prodotti o strumenti finanziari rischiosi, probabilità che sale ulteriormente quando vi è la fiducia (assenza di conflitti di interessi) e elevata qualità del servizio. Questo effetto è dovuto, in parte, ad una maggiore probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito e polizze a contenuto finanziario (M. GENTILE M. e G. SICILIANO, *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, in *Quaderni di Finanza Consob, Studi e Ricerche*, 2009, n. 64).

mento di "informazione imparziale", stante la quantità di dati che dimostrano che la stessa «potrebbe essere un supporto rilevante per orientare le decisioni finanziarie dei non esperti, migliorare la consapevolezza di rischi e opportunità delle scelte finanziarie, orientare le giovani generazioni verso scelte consapevoli»¹⁸. Di fatto, dati alla mano, l'investitore ricerca nel consulente esattamente le qualità del servizio autonomo: che lo aiuti a comprendere i rischi e i potenziali rendimenti; che verifichi periodicamente l'adeguatezza dell'investimento; che sia indipendente¹⁹.

La finalità della direttiva viene tuttavia tradita dalla stessa *policy* di *product governance*, il cui animo paternalistico²⁰ non lascia ampi margini alla "consapevolezza finanziaria" del cliente che viene disegnato come un soggetto incapace di affrontare con coscienza le scelte di investimento, quindi poco adatto a decifrare una consulenza "non pilotata".

È vero, altresì, che, soprattutto in Italia, dove il livello di alfabetismo finanziario è tra i più bassi di Europa²¹ insieme al Portogallo, la semplificazione dell'iter di elezione dei prodotti finanziari che compongono il portafoglio dell'investitore *retail* potrebbe sembrare un azzardo, se non una vera e propria utopia, ma anche una aperta sfida a sostegno di un sistema "nudge" da sempre preferito dalla UE.

D'altronde, già in precedenza, la direttiva MIFID effettuava una categorizzazione della clientela, diffe-

18 M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, cit., p. 1267.

19 L. RIZZI, A. ARCIACONO, F. LOZZI, U. TERZUOLO, G. CAVALLO, A. VERILIO, F. PALA, S. NEPOTE, M. RESCA e U. BONO (a cura di), *Guida alla consulenza finanziaria indipendente per i Commercialisti*, in *odcec.torino.it*, 2018, p. 9.

20 Sulle varie espressioni del paternalismo (illuministico, libertario etc.) si veda F. VELLA, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *An. giur. econom.*, 2012, p. 215 ss.

21 Si pensi soltanto che l'INFE (*International Network on Financial Education*), un foro internazionale creato dall'OCSE nel 2008 cui aderiscono istituzioni, pubbliche e private che hanno maturato o intendono condividere esperienze nel campo dell'educazione finanziaria) già prima del 2015 adottava, con 60 Paesi, la SNEF, "Strategia Nazionale per l'Educazione Finanziaria". L'Italia non era tra i partecipanti (cfr. OCSE-INFE, *National Strategies For Financial Education OECD/INFE Policy Handbook*, 2015, disponibile in www.oecd.org/daf/fin/financial-education/national-strategies-for-financial-education-policy-handbook.htm). Il primo passo dell'ordinamento italiano è stato compiuto post 2015, con la rilevazione delle iniziative di educazione finanziaria attivate tra il 2012 ed il 2014 (F. FRANCESCHI, A. ROMAGNOLI e F. TRACLÒ (a cura di), *Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14*, in www.bancaditalia.it, 17 gennaio 2017). Diversi Stati Membri dell'UE, infatti, e in special modo l'Italia, si caratterizzano per alcune peculiarità: presentano una popolazione dal reddito medio pro-capite elevato con alti tassi di risparmio. Pur tuttavia, una scarsa educazione finanziaria, unita ad una generalizzata bassa propensione al rischio, determinano effetti deleteri per la partecipazione al mercato dei capitali: gli ingenti patrimoni dei risparmiatori *retail* risultano allocati in prevalenza nei conti correnti bancari e di deposito o in investimenti considerati a rischio limitato (come titoli di Stato e immobili).

renziando il carico di obblighi dell'intermediario, quanto a informazioni, profilazione e tutele, a seconda del livello pregresso di esperienza, conoscenza, competenza e capacità di valutazione del rischio. Ai clienti professionali (come istituzioni, enti creditizi, imprese di investimento) l'allegato II della stessa affiancava i clienti privati che, possedendo alcuni requisiti (valore del portafoglio, operazioni di dimensioni significative, lavoro nel mondo della finanza), potevano richiedere di essere trattati come professionali.

La presente proposta, pertanto, punta a cambiare lo *status quo* elevando il numero di investitori che possono essere definiti professionisti, senza tuttavia specificare come individuare, tra i clienti *retail*, chi può rientrarvi - precisando solo che i criteri dovrebbero essere proporzionati e non discriminatori rispetto allo Stato membro di residenza del cliente (Considerando n. 38) - e, soprattutto, a chi spetta tale decisione. Al contrario, parte dalla tipizzazione e conseguente "clusterizzazione" dei prodotti offerti. Infatti, sarebbe la loro natura non complessa a consentire la netta riduzione delle indagini preventive sulle condizioni personali, economiche e patrimoniali dell'investitore. Così facendo, tuttavia, si ritorna ad una logica di prodotto e non di centralizzazione del soggetto investitore.

4. L'incentivo alla educazione finanziaria del cliente: valido "rimedio" o semplice deresponsabilizzazione dell'intermediario?

A fare da contrappeso al parziale snellimento della procedura di consulenza indipendente proposta dalla Commissione UE ci pensano le iniziative a favore dell'alfabetizzazione finanziaria del cliente. D'altra parte, sebbene non vi sia analisi empirica che comprovi la correlazione positiva tra grado di educazione finanziaria e propensione ad avvalersi del servizio di consulenza, affinché l'intermediario possa permettersi di semplificare la valutazione di accesso all'investimento, deve poter interloquire con un soggetto capace di colmare da sé le lacune informative, in quanto conoscenze pregresse date per assimilate.

Se è vero, infatti, che un basso livello di cultura finanziaria sembra scoraggiare il ricorso al servizio di consulenza, è altresì corretto sostenere che, al crescere della *financial education*, la maggiore sicurezza nelle proprie capacità aumenterebbe la tendenza del cliente a decidere in autonomia, ossia a discostarsi dalle raccomandazioni ricevute dall'intermediario preventivamente consultato. D'altra parte, «una maggiore istruzione (intesa come *proxy* del livello di *financial education*) si associa a una maggiore

propensione a detenere strumenti rischiosi e a investire con il supporto di un intermediario»²², ossia una maggior propensione a cedere i propri capitali “dormienti” al mercato, secondo quanto espressamente auspicato dalla Commissione UE.

Per tale ragione, la riforma richiede agli Stati membri di promuovere misure a sostegno dell'educazione all'attività di investimento responsabile rivolta ai clienti al dettaglio e ai potenziali clienti al dettaglio quando accedono a servizi di investimento o servizi accessori (Tit. VI bis, art. 88 bis, per i prodotti assicurativi art. 16 bis). Per “investimento responsabile” si intende «la capacità dell'investitore al dettaglio di prendere decisioni di investimento informate che siano consone ai suoi obiettivi personali e finanziari, a condizione che sia a conoscenza sia della gamma di prodotti e servizi di investimento disponibili, con le relative caratteristiche fondamentali, sia dei rischi e dei benefici connessi all'attività d'investimento, e a condizione che comprenda i consigli sull'investimento che riceve e sia in grado di rispondervi in modo adeguato» (Considerando n. 37).

Secondo quanto riportato nella proposta, l'aumento dell'alfabetizzazione finanziaria incrementerebbe la confidenza dell'utente *retail* nelle proprie capacità di comprensione dei meccanismi di selezione e scelta degli investimenti. Di conseguenza, accrescerebbe la fiducia nei confronti dell'operato dell'intermediario le cui modalità di azione diverrebbero di più facile decodificazione, e permetterebbe di rilevare eventuali falle nel perseguimento del *best interest*, passando dalla *financial literacy* alla più complessa *financial capability* (capacità di agire con consapevolezza).

Si tende a creare un sistema di autotutela del cliente che gli conceda armi adeguate per confrontarsi con il mercato. Di fatto, bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria possono incidere sul benessere personale e finanziario di un individuo, con particolare riguardo per i soggetti vulnerabili della società. L'educazione finanziaria dovrebbe, pertanto, essere riflesso delle varie esigenze dei diversi gruppi di cittadini, tenendo in considerazione età, estrazione sociale, educazione etc.²³.

Il dibattito relativo al tema dell'alfabetizzazione finanziaria non è nuovo nel panorama europeo e na-

²² *Ivi*, p. 138 s.

²³ I programmi di educazione finanziaria non possono, infatti, essere calibrati sulla figura dell'investitore medio, o peggio, sull'investitore razionale. Il rischio concreto è tagliare fuori dalla misurazione proprio i soggetti più vulnerabili e che necessitano di alfabetizzazione. È certo, tuttavia, che il sistema di classificazione del cliente è variegato e dinamico. Si è visto come lo stesso viene sottoposto a revisione dalla riforma in commento. In virtù di tale situazione, incombe il pericolo di sviluppare programmi di educazione finanziaria troppo generici e lontani dalle reali esigenze delle varie fasce di destinatari.

zionale, quale *species* del più ampio *genus* dell'educazione del consumatore (in Italia, art. 4 d.lg. n. 206/2005). Si ritiene, infatti, che, in un contesto in cui finora si è attribuito un peso specifico alla correttezza dei comportamenti degli intermediari, estendere il bagaglio conoscitivo del cliente consenta di renderlo parte attiva del rapporto giuridico e non mero ricettore di informazioni e decisioni altrui e di porlo nella condizione di tutelarsi da eventuali abusi (è noto che il cliente meno sofisticato, posto di fronte a documentazione finanziaria, tende ad "arrendersi" in partenza e ad appiattirsi sui consigli del professionista). Significa, però, anche responsabilizzarlo, traslando alcuni rischi di investimento dall'intermediario alla sua persona. E di ciò è consapevole anche la stessa riforma che, proprio all'inizio della relazione introduttiva, sottolinea come la Commissione punti a garantire un quadro giuridico degli investimenti al dettaglio che "responsabilizzi sufficientemente i consumatori"²⁴. Ed è esattamente questa la ragione per cui la riduzione degli obblighi del consulente indipendente è direttamente proporzionale alle iniziative di *financial literacy* dell'investitore.

Tuttavia, la formazione di un cliente consapevole non può essere sinonimo di deresponsabilizzazione dell'intermediario o elemento di "compensazione" della responsabilità dello stesso inadempiente. Al contrario, come è stato fatto notare da alcuni, «le iniziative educative dell'investitore finiscono con il rivestire scarsa efficacia se finalizzate esclusivamente a sopperire all'incapacità di un disegno di tutela che risulta tuttora imperniato sul rispetto di una serie di obblighi più formali che sostanziali»²⁵. Di più. Una volta spogliato l'investitore dalle credenze della teoria classica dell'agente razionale – ossia di un soggetto che, posto in situazione di perfetta conoscenza delle condizioni di scambio, è in grado di fare una scelta razionale e, per lui, ottimale (cd. *homo oeconomicus*)²⁶ –, resta un soggetto il cui livello di consapevolezza non potrà mai essere pieno perché alterato da *bias* cognitivi, errori di ragionamento e

24 In temi non sospetti, la giurisprudenza già auspicava una responsabilizzazione dell'investitore, aderendo ad un modello di *investor protection* che, pur fondato sul paradigma dei principi di trasparenza e correttezza nella regolamentazione del rapporto tra questi e l'intermediario, conservi il principio di auto responsabilità del primo (V. RENZULLI, *La rilevanza della negligenza dell'investitore tra effettività della tutela e violazione delle regole di condotta*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, p. 410 ss.). Secondo i giudici, la meritevolezza della tutela degli investitori passa comunque attraverso il rispetto del principio generale di buona fede e correttezza nell'esecuzione del contratto, nonché del dovere di reciproca tutela dei contraenti. La tutela rafforzata della parte debole del rapporto (cliente) non può essere fonte di comportamenti "opportunistici" che abbiano l'effetto di traslare sul soggetto abilitato la leggerezza e negligenza della stessa.

25 M.T. PARACAMPO, *Educazione finanziaria e protezione dei risparmiatori: miti e realtà*, in *An. giur. econ.*, 2010, p. 538.

26 Inizialmente in favore della razionalità, R. POSNER, *Behavioral law and economics: A critique*, in *Economic Education Bulletin*, Vol. 8, 2002.

preferenze occulte²⁷. Questi ultimi, al contrario di ciò che si può pensare, non possono essere colmati solo a mezzo di informazioni (qualitativamente e non quantitativamente rilevanti) e di progetti educativi. Sebbene tipici e prevedibili, perché legati a precisi fattori biologici e caratteriali, gli errori derivanti dalle condizioni proprie dell'apparato percettivo e della psicologia dell'individuo restano inalterati²⁸. Proprio per tale motivo, è di rilievo il mantenimento di standard alti di professionalità e competenza del consulente finanziario, quale "guida" che consiglia l'investitore nelle proprie scelte, aiutandolo a liberarsi dalle c.d. "trappole mentali". Senza dimenticare, ovviamente, che il consulente stesso necessita di direttive di comportamento e iter strutturati proprio in quanto, la sua natura di essere umano, implica componenti di irrazionalità nel suo agire.

In conclusione, l'innalzamento della cultura e dell'educazione finanziaria al pari della corrispondente semplificazione procedurale, entrambi auspicabili e necessari, deve essere fattore di crescita del mercato e del livello di fiducia tra le parti e non giustificazione per la costruzione a tavolino di una normativa che trasformi il cliente nel consulente finanziario di sé stesso²⁹.

27 Il superamento della teoria dell'agente razionale è stata consacrata dalla cd. finanza comportamentale o *behavioral economics*, i cui primi approcci risalgono agli scritti di C. JOLLS, C. R. SUNSTEIN, R. H. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, in *Stanford Law Review*, Vol. 50, 1998, p. 1477 ss. e Con riferimento all'economia comportamentale applicata, in modo particolare, all'investitore si veda G. LIACE, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in *Banca impr. soc.*, 2018, p. 445 ss.; ID., *L'investitore irrazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, p. 966 ss., il quale analizza ogni *bias* (*home bias*, *status quo bias*, *acting bias*, *bias blind spot*, sono solo alcuni) e le cd. "euristiche" (disponibilità, rappresentatività, ancoraggio); N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, in *Quaderni di finanza CONSOB*, n. 66, gennaio 2010.

28 U. MORERO, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in G. ROJAS ELGUETA e N. VARDI, *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 207, parla di «mappatura delle irrazionalità».

29 Lo stesso concetto di "educazione finanziaria" espresso dall'OCSE riguarda un «processo attraverso il quale i consumatori/investitori migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e un supporto oggettivo, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere supporto e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario» (OCSE, *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, 2005, p. 26). Una definizione che, secondo M.T. PARACAMPO, *op.ult.cit.*, p. 541, pare «una etichetta per un contenitore quanto mai ricco di finalità, espressione della speranza (più che della convinzione) dell'obiettivo di un investitore più attento, informato, avveduto e perfettamente consapevole delle proprie scelte di risparmio, investimento ed indebitamento: in altre parole, un alieno sceso sul pianeta della finanza ed in grado di parlare la lingua degli abitanti autoctoni».