

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO / MARZO

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI,
ALESSANDRA CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, EDOARDO
CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANGELA GALATO, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA
LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO
MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO
PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO
QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI
REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Il servizio di consulenza in materia di investimenti: prospettive di riforma e criticità nella Retail Investment Union*

SOMMARIO: 1. Capital Market Union Action Plan, Retail Investment Strategy e Savings and Investment Union. – 2. La proposta di direttiva c.d. omnibus nel contesto del Retail Investment Package. – 3. Le “proposte” di direttiva: della Commissione, del parlamento e del Consiglio UE. – 4. Proposte di modifica della disciplina degli *inducement*. – 5. Proposte di modifica della *product governance*. – 6. Proposte di modifica della disciplina della consulenza – 7. ... e della valutazione di adeguatezza. – 8. Proposta di introduzione di una consulenza indipendente semplificata. – 9. Gli obbiettivi della direttiva omnibus sono abbastanza chiari ma le scelte attuative si espongono a critiche. – 9.1. La scelta di avvicinare la consulenza “incentivata” a quella indipendente, mantenendo unico il *genus*, rischia di confondere la clientela *retail*. – 9.2. Dubbi sulla scelta di puntare, nella consulenza non indipendente, sulla varietà degli strumenti e non anche dei produttori. – 9.3. Attitudine confusoria della proposta introduzione di una consulenza non indipendente “compensativa” per giustificare gli incentivi. – 9.4. La dubbia efficacia della consulenza indipendente “semplificata”. – 9.5. La restrizione dello spazio di discrezionalità del consulente. Importanza dell'educazione finanziaria anche (forse soprattutto) nella scelta del consulente.

1. Capital Market Union Action Plan, Retail Investment Strategy e Savings and Investment Union

Il tema che nell’ambito di questo *panel* mi sono ritagliato riguarda la consulenza in materia di investimenti, la quale – è appena il caso di ricordarlo (legge Sim, decreto Eurosim e MiFID2) – è stata soggetta a trattamenti diversificati nel tempo, quanto al suo rango di servizio riservato, e oggi si preannuncia essere uno snodo importante nella complessa progettazione della Capital Markets Union.

Infatti, il 24 settembre del 2020 la Commissione europea ha perfezionato (rispetto all’iniziale *action plan* del 2015) il Capital Markets Union Action Plan¹, individuando 16 azioni (legislative e non)

* L’intervento riproduce, con l’aggiunta di brevi note, l’intervento al convegno “Il mercato unico dei capitali”, tenutosi a Venezia l’8 e 9 maggio 2025 e ne mantiene il tono colloquiale.

¹ Si tratta della Comunicazione della Commissione, al Parlamento europeo, al Consiglio al Comitato economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni, dal titolo *Un’Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di*

mirate verso tre “obiettivi principali”: (i) supportare un’economia sostenibile, digitale e resiliente rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le società dell’UE; (ii) rendere l’UE un luogo ancora più sicuro per il risparmio e l’investimento a lungo termine; (iii) integrare i singoli mercati nazionali in un unico e autentico mercato unico².

In quella stessa sede la Commissione aveva preannunciato (per la prima metà del 2022) la presentazione di una «strategia per gli investimenti al dettaglio», in cui veniva menzionata, tra l’altro, «una consulenza scevra da pregiudizi e un trattamento equo». In relazione allo specifico obbiettivo dell’*enforcement* della tutela degli investitori veniva formulata l’azione n. 8, rispetto alla quale la Commissione si riservava di «valut[are] le norme applicabili nel settore degli incentivi e dell’informativa» e prefigurava la modifica del «quadro giuridico affinché gli investitori al dettaglio ricevano una consulenza equa ed informazioni chiare e comparabili sui prodotti. [...] Cercherà infine di migliorare il livello delle qualifiche professionali per i consulenti nell’UE e valutare la fattibilità dell’istituzione di un’etichetta applicabile in tutta l’UE per i consulenti finanziari»³. Da questi prodromi, scaturisce la *Retail Investment Strategy* (RIS), in attuazione della quale la Commissione europea il 24 maggio 2023 ha messo a punto il *Retail Investment Package*, vale a dire una proposta legislativa volta, appunto, ad accrescere la tutela riservata alla clientela al dettaglio, per dare corpo alla citata azione n. 8 del CMU *action plan*. La dichiarata finalità delle misure proposte è quella di costituire un quadro normativo idoneo a consentire alla clientela *retail* di beneficiare appieno delle opportunità di investimento disponibili, creando per questa via condizioni necessarie per aumentare la partecipazione dei clienti al dettaglio al mercato dei capitali.

Pertanto, a valle della presentazione del rapporto Draghi⁴, la Commissione il 19 marzo di quest’anno ha poi presentato la

azione, 24 settembre 2020, COM(2020) (d’ora, *Comunicazione CMU*) 590 *final*, in https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en.

² COMMISSIONE, *Comunicazione CMU*, cit., 8.

³ COMMISSIONE, *Comunicazione CMU*, cit., 14.

⁴ M. DRAGHI, *The Future of European Competitiveness*, 2025, in https://commission.europa.eu/topics/eucompetitiveness/draghi-report_en.

comunicazione sulla *Savings ad Investments Union* (SIU)⁵, la quale, in uno dei quattro filoni di intervento (quello relativo a «Cittadini e risparmio»), dopo aver rilevato che «Retail savers already play a central role in financing the EU economy via bank deposits, but they must be encouraged and incentivised to hold more of their savings in capital market instruments», afferma: «The Commission will facilitate agreement between Parliament and Council on the Retail Investment Strategy. However, the Commission will not hesitate to withdraw the proposal if the negotiations fail to meet the intended objectives of the Strategy»⁶. Dunque, almeno in parte vi è sovrapposizione tra i filoni di intervento della RIS e quelli individuati per la SIU, dato che si muovono nel medesimo contesto. Per inciso, si nota che nel proliferare di queste strategie (RIS e SIU) può intravedersi anche una certa dose di *marketing* istituzionale della presidente Ursula von der Leyen prima e dopo le elezioni europee del 2024.

2. La proposta di direttiva c.d. omnibus nel contesto del Retail Investment Package

Comunque sia, con riguardo all'intervento sul quadro giuridico per gli investimenti al dettaglio la Commissione, come detto, nel marzo del 2023 ha presentato un pacchetto di misure composto da una proposta di direttiva – cd. “direttiva *omnibus*” – strutturata per intervenire trasversalmente sulle vigenti direttive in materia di OICVM (c.d. UCITS), strumenti finanziari (MiFID2), accesso ed esercizio dell'attività assicurativa (Solvency II), distribuzione dei prodotti assicurativi (IDD) e Fondi di investimento alternativi (AIFMD)⁷,

⁵ Si tratta della Comunicazione della Commissione, al Parlamento europeo, al Consiglio al Comitato economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni, dal titolo *Savings and Investments Union - A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness*, COM(2025) 124 *final*, d'ora *Comunicazione SIU*, in https://finance.ec.europa.eu/document/download/13085856-09c8-4040-918e-890a1ed7dbf2_en?filename=250319-communication-savings-investments-union_en.pdf.

⁶ COMMISSIONE, *Comunicazione SIU*, cit., pp. 5-6.

⁷ Si tratta della Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE 2009/138/CE 2011/61/UE 2014/65/UE e per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio, COM(2023) 279 *final*. Per vero, è la stessa Commissione a definire “*omnibus*” questa direttiva in

affiancata alla proposta di regolamento che prevede modifiche al regolamento (UE) n. 1286/2014, relativo ai KID dei PRIIP's.

Qui è doverosa una premessa: con il nuovo Parlamento, come definito dalle elezioni europee del 2024, potrebbero modificarsi il perimetro, i contenuti e la tipologia di misure adottate dalla direttiva *omnibus* in fieri. Anzi, da quanto afferma la stessa Commissione, si trae che le considerazioni sulle concrete proposte di intervento, che sono al vaglio dei colegislatori dell'Unione (coinvolti nella procedura legislativa ordinaria), potrebbero essere ritirate in difetto di un accordo. Quindi le considerazioni che seguono potrebbero risultare scritte sulla sabbia in riva al mare. Tuttavia, dalle riforme che sono in cantiere possono trarsi alcune considerazioni che aspirano ad avere una qualche durata in ordine all'approccio strategico, in particolare, al tema della consulenza finanziaria e ad altri temi ad essa più o meno strettamente correlati (incentivi, *product governance* e obblighi degli intermediari).

Poi, nel frattempo, ci sono state anche le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e in questi primi mesi si è profilata una progressiva e non preventivata contrapposizione tra Unione europea e Stati Uniti, sicché la progettualità di un mercato dei capitali più ampio, che si ritiene passi (almeno anche) per un maggiore coinvolgimento della clientela *retail*, non può escludersi possa trovare sul piano politico una rinnovata spinta verso la sua realizzazione, magari nella prospettiva di un mercato dell'Unione europea che si proponga come alternativa nel ruolo di mercato guida nell'economia mondiale rispetto a quello tradizionalmente svolto dagli Stati Uniti, anche in funzione del posizionamento della Cina e, ancora magari, insieme al rafforzamento dell'euro, che potrebbe sostituire il dollaro come valuta di riferimento negli scambi internazionali, per rimanere su profili squisitamente economici. Il maldestro tentativo di pascolo abusivo si ferma qui.

3. Le “proposte” di direttiva: della Commissione, del Parlamento e del Consiglio UE

Tornando su terreni più consueti, può esaminarsi la proposta di direttiva *omnibus*, che in effetti non è una ma trina, nel senso che la già menzionata proposta formulata dalla Commissione non è stata

ragione della sua trasversalità (v. *Relazione*, p. 4).

approvata dal Parlamento europeo, che ha rinviato ogni decisione e preferito avviare negoziati interistituzionali con la Commissione e con il Consiglio, in modo da arrivare a un testo condiviso da sottoporre al voto⁸; vi è, però, una bozza recante modifiche rispetto alla proposta della Commissione e contenuta nel parere dell'ECON (*Committee on Economic and Monetary Affairs*) al Parlamento datato 2 aprile 2024⁹. La terza bozza è quella approvata dal Consiglio il 7 giugno 2024 con un testo per il quale è stato conferito il mandato per la negoziazione con il Parlamento¹⁰. Quest'ultimo è il testo che si prende in considerazione, anche perché è il più recente, salvo sporadici richiami alle formulazioni delle altre proposte onde non impostare una defatigante tabella di confronto a tripla colonna che sarebbe utile solo a urtare e/o annoiare l'uditorio. Tanto più che – la Commissione lo ha messo in conto – potrebbe non farsene nulla ove non si trovasse un accordo.

A questo punto è necessaria un'ulteriore premessa. Già a partire dal considerando n. 2 si dà atto che «The Commission's work also pointed to risks of bias in the investment advice process» e, significativamente, nel successivo considerando n. 3 si affronta il tema degli «*inducements*», riconoscendo che essi «play a significant role in the distribution of retail investment products in the Union», quindi anche per la consulenza ma, al tempo stesso, rilevando che «In light of the potential disruptive impact caused by the introduction of a full prohibition of inducements, it is appropriate to have a staged approach and first strengthen the requirements around the payment and receipt of inducements to address the potential conflicts of interest and ensure better protection of retail investors and, at a second stage, to review the effectiveness of the framework». D'altro canto, la percezione di

⁸ Così riferisce F. MOCCI, *Retail Investment Strategy, la strada è ancora lunga*, 15 Maggio 2024, in <https://www.dirittobancario.it/art/retail-investment-strategy-la-strada-e-ancora-lunga/>, precisando che il Parlamento si è avvalso della procedura prevista dall'art. 71 del proprio regolamento (c.d. procedura di «trilogo»).

⁹ Il testo della Proposta di Direttiva *Omnibus* approvato dal Parlamento il 22 aprile 2024 è consultabile al seguente *link* REPORT on the 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 | A9-0162/2024 | European Parliament (europa.eu): Vedilo in https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2024-0162_EN.html

¹⁰ Il testo è stato approvato il 7 giugno 2024 (<https://www.consilium.europa.eu/media/rv5dc4rc/st10825-ad01en24.pdf>).

incentivi costituisce già il principale tratto distintivo tra consulenza su base indipendente e quella su base non indipendente. Pertanto, sembra necessario dar conto di alcune delle novità introdotte sul punto dalla direttiva omnibus.

4. *Proposte di modifica della disciplina degli inducement*

Nella sua proposta, nel nuovo art. 24a (noi diremmo 24-*bis*), par. 2, della MiFID2, il Consiglio introduce, anzitutto, alcuni *overarching principles* sugli incentivi, tra cui quello neanche tanto nuovo: cfr. art. 24(9)(b) vigente, secondo cui «Inducements do not provide an incentive to the investment firm to offer or recommend a particular financial instrument or service over others to the client» (lett. a)¹¹. Non pago di ciò nel successivo par. 3 del nuovo art. 24a, con evidente ridondanza, il Consiglio ribadisce che «Where the investment firm is not prohibited from paying or accepting and retaining inducements, in relation to services provided to its clients, it shall ensure that the reception or payment of such inducements does not impair compliance with the investment firm's duty to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interest of its clients».

In proposito, non posso non rilevare il perdurante velo di ipocrisia adagiato su disposizioni del genere, per vero non molto diverse da quella vigente, considerato che in sostanza si continua a chiedere di provare che il pagamento degli incentivi non è idoneo ad incidere sulle scelte dell'intermediario che li ha ricevuti. Temo che rimanga senza risposta la domanda sul perché – se così fosse – un produttore, che è un'impresa, dovrebbe mai essere disposto a pagarli. Quest'ultima si spera forse possa essere indotta a ridurre gli importi corrisposti, ma mi pare si tratti di auspicio di scarso realismo. Resta quindi lo spazio per

¹¹ Gli altri tre principi enunciati dall'art. 24a(2) sono: «(b) The level of inducements paid or accepted and retained is proportional to the value of the financial instrument and the level of service provided to the relevant client; (c) Inducements paid to or accepted and retained by entities belonging to the same group are treated in the same way as inducements paid to or accepted and retained from other entities; (d) Inducements accepted and retained do not directly benefit the recipient firm, its shareholders or employees without tangible benefit to the client».

doverosi e generosi esercizi di sofistica per gli intermediari in modo da adempiere agli obblighi così configurati¹².

D'altro canto, il dubbio sull'esigibilità sostanziale della prova di indifferenza agli incentivi ricevuti mi pare confermato da quanto dispone il par. 5 dello stesso articolo della proposta del Consiglio a proposito della deroga (al divieto per la gestione di portafoglio e all'*inducement test* per gli altri servizi) concessa non solo a *benefit* non monetari inferiori a euro 100 all'anno ma anche a quelli che sono «of a scale and nature such that they could not be judged to impair compliance with the investment firm's duty to act in the best interest of the client, provided that they have been clearly disclosed to the client». Insomma – in mancanza di precisazioni su dimensione e natura di questi incentivi esentati – si avrebbe che, se fosse effettivamente possibile una prova di indifferenza agli incentivi, questi risulterebbero automaticamente esentati e dovendolo essere tutti, tutti gli incentivi dovrebbero risultare esentati!¹³ Il corto circuito evidenzia la fragilità della costruzione, che non giova alla definizione di una disciplina soddisfacente.

Altra novità della proposta, nella versione del Consiglio, contenuta nell'art. 24a(3) della MiFID2 novellata, predispone quello che nel considerando n. 6a viene definito *common inducements test*, in base a cui l'intermediario, tra l'altro, è tenuto a tener conto di «*qualitative criteria*» (lett. a), quali il rispetto della disciplina applicabile, il che risulta per vero un po' generico ma si spiega tenendo conto del focus molto accentuato della Commissione sul prezzo: i criteri qualitativi si riferiscono evidentemente anche ad altro che il prezzo. Tra le altre condizioni¹⁴, ben più rilevante – anche ai fini del presente discorso – è

¹² Solo per inciso, vien fatto di notare che questi principi sono espressamente diretti non solo alle imprese che ricevono ma anche a quelle che pagano incentivi, sicché non è del tutto chiaro se queste ultime siano chiamate ad argomentare su come il pagamento migliori il proprio servizio (essendo “strumento” di distribuzione) ovvero anche su come la percipiente sia immune da condizionamenti.

¹³ Invero, analoghe considerazioni scaturiscono dalla lettura dell'art. 24-*bis*, parr. 5 e 7, della proposta della Commissione.

¹⁴ Le restanti condizioni incluse nel nuovo *inducements test* sono quelle (conservando le lettere che le contraddistinguono nel nuovo art. 24a(3) MiFID2) per cui l'intermediario deve: (c) provare che la struttura di costo del prodotto tiene conto dell'*inducement* nell'ambito della *product governance*, (d) prevedere un meccanismo di reclamo da parte del cliente danneggiato, in conseguenza di violazione di norme da

quella di dover rispettare il criterio del *quality enhancement test* (lett. b) – in effetti già vigente con la MiFID2, e invece eliminato nelle proposte della Commissione e del Parlamento¹⁵. Ma nella proposta del Consiglio il riferimento a questo *test* viene arricchito dalla precisazione che l'incentivo incontra il criterio del miglioramento del servizio per il cliente «if it is justified by the provision of an on-going benefit to the relevant client in relation to an on-going inducement and» – ponendo quindi una condizione cumulativa – «it is justified by the provision of an additional or higher-level service to the relevant client, proportional to the level of inducements received». Ebbene, questi servizi addizionali o migliori vengono esemplificati: (i) nella prestazione di consulenza non indipendente riguardante un «*wide range*» di strumenti finanziari adeguati incluso un «*appropriate number*» di strumenti finanziari provenienti da terzi produttori che non hanno stretti rapporti con l'impresa oppure (ii) in una consulenza non indipendente combinata alternativamente con l'offerta al cliente, almeno su base annuale, di una valutazione nel continuo dell'adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito o la consulenza sull'*asset allocation* ottimale suggerita per il cliente ovvero ancora – e l'equiparazione pare invero strana – ne «l'accesso, a un prezzo competitivo, a un'ampia gamma di strumenti finanziari che possano soddisfare le esigenze del cliente, compreso un numero adeguato di strumenti di fornitori terzi di prodotti che non abbiano stretti legami con l'impresa di investimento, unitamente alla fornitura di strumenti a valore aggiunto, quali strumenti di informazione oggettivi che aiutino il cliente interessato a prendere decisioni di investimento o che gli consentano di monitorare, modellare e aggiustare la gamma di strumenti finanziari in cui ha investito, o che forniscano relazioni

parte dell'intermediario, per ottenere l'*inducement*; (e) strutturare l'*inducement* in modo che non preveda una soglia variabile o condizionata qualsiasi altro tipo di acceleratore di valore che viene sbloccato dal raggiungimento di un obiettivo basato sul volume o sul valore delle vendite; (f) fondare l'*inducement* su un metodo di calcolo chiaro, trasparente e comprensibile; (g) consentire al cliente di identificare l'*inducement* separatamente da altri costi e commissioni.

¹⁵ Più approfondite considerazioni sulle innovazioni contenute nella proposta della Commissione in materia di incentivi v. M. ARRIGONI, *La disciplina degli incentivi nella prestazione dei servizi di investimento all'interno della strategia per gli investimenti al dettaglio promossa dalla Commissione europea*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, I, 369.

periodiche sulla performance e sui costi e oneri associati agli strumenti finanziari».

Sembra piuttosto evidente che, stando alla proposta, gli intermediari devono offrire consulenza per giustificare – cioè, verrebbe da dire, per farsi perdonare – gli incentivi, come dire consulenza in cambio di incentivi, introducendo peraltro il riferimento ad una consulenza che dev'essere qualcosa di più o di meglio rispetto alla consulenza di base – su cui sarà inevitabile tornare più avanti – ma senza precisare anzitutto se questa possa essere ulteriormente remunerata. Si è comunque introdotta una singolare forma di consulenza che si potrebbe definire “compensativa”. E siccome, la consulenza sussiste anche quando è resa su iniziativa dell'intermediario, è facile pronosticare che questi difficilmente si farà mancare i presupposti per la legittimità degli incentivi percepiti. Così nel caso di cliente che, magari dietro indicazione di un suo consulente, chiede di acquistare uno strumento, per cui l'intermediario riceve incentivi, si darebbe luogo alla peculiare figura della raccomandazione contro la volontà del cliente.

Una notazione incidentale: è strano, come detto, che l'extra prestazione legittimante gli incentivi possa essere rappresentata anche dall'accesso a un'ampia gamma di strumenti finanziari, consentito al cliente, “a un prezzo competitivo”, come se fosse possibile il contrario, salvo ad essere comunque opportuna una precisazione in ordine a che cosa significhi un prezzo competitivo. Se invece si intendeva che il tratto distintivo della prestazione dell'intermediario dovesse essere l'ampiezza della gamma degli strumenti offerti, la formulazione avrebbe dovuto essere ben più chiara¹⁶.

Conclusivamente sul punto, la disciplina proposta si presenta piuttosto barocca e lo stesso Consiglio prefigura di ritornare a valutare la materia degli incentivi [art. 24a(8)]. Ora, se era intenzione di rendere più difficoltosa fino al segno di scoraggiare la pratica degli incentivi, mi parrebbe che si è scelto un percorso tortuoso i cui esiti non sono affatto certi.

¹⁶ Altra perplessità suscita anche la previsione, sempre in funzione compensativa degli incentivi, di strumenti a valore aggiunto per il monitoraggio dei costi, quando si tratta di profilo di interesse e adempimento dovuto nei confronti di tutti i clienti, fermo restando che non è chiarito che cosa siano gli strumenti di informazione oggettivi.

5. *Proposte di modifica della product governance*

Un altro profilo intimamente connesso con il tema della consulenza è quello delle novità introdotte nella proposta del Consiglio a proposito di *product governance*, che potrebbe ben definirsi come una consulenza “incorporata” nello strumento finanziario in fase di confezionamento. Nella prospettiva dei clienti al dettaglio, si ha riguardo sostanzialmente agli OICR e, tra questi, massimamente agli OICVM (patrimonio gestito a marzo 2025: euro 2.493.419 milioni), posto che simili clienti difficilmente si trovano a negoziare prodotti strutturati, magari negoziati per conto proprio dall’intermediario. Il dato di partenza può essere considerato la rilevazione da parte dell’ESMA, ma lo stesso ha fatto l’EIOPA, del livello dei costi addebitati agli strumenti al dettaglio – ove ragguagliati a quelli addebitati agli investitori istituzionali – che finisce con l’avere un impatto rilevante sui rendimenti netti dell’investimento¹⁷. Quindi il Consiglio – seguendo una strada già imboccata dalla Commissione, che però aveva puntato la sua attenzione principalmente sul profilo dei costi e del conseguente *pricing process*¹⁸ – propone un registro normativo fondato sul criterio del *value for money* (rapporto qualità prezzo), in cui le caratteristiche, e gli eventuali scarti rispetto alla media, di uno strumento finanziario rientrante nella categoria dei PRIIP [ex art. 4(1), reg. (UE) n. 1286/2014] quindi prodotto dall’intermediario, come le “parti” di OICR, dev’essere sottoposto al «value-for-money assessment process». Tale processo prende in considerazione non solo «a clear identification and quantification of all costs and charges and the performance related to the financial instrument» ma anche «a clear identification of their other benefits and an assessment of whether the financial instrument offers value for money», il che implica che debba essere valutato «whether those costs and charges are justified and proportionate, having regard to the performance, the other benefits and the characteristics, objectives and, if relevant, strategy of the financial instrument» [art. 16a(1)(2)(e)].

¹⁷ ESMA, *Performance and Costs of EU Retail Investment Products*, ESMA Annual Statistical Report, 5 aprile 2022, ESMA 50-165-1677, 11 ss. per gli UCITS, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_50-165-1677_asr_performance_and_costs_of_eu_retail_investment_products.pdf.

¹⁸ Vedi art. 16-bis inserito nella MiFID2.

Sull'evidente presupposto che le valutazioni sull'entità dei costi potrebbero risultare arbitrarie se non si confrontano con dati e parametri oggettivi, il Consiglio ha dettagliato la complessa scansione di questo *assessment* nel nuovo art. 16a che la proposta vorrebbe inserire nella MiFID2. Ivi si prevede che, ai fini di una «market comparison», l'intermediario debba identificare «similar financial instruments in the Union», in particolare «costs and charges and the performance of a peer group consisting of other financial instruments with similar characteristics», dove i criteri per formare questo gruppo di pari, oltre ai costi, sono il tipo di prodotto, il livello di rischio, le strategie, gli obiettivi, il periodo di detenzione e le caratteristiche di sostenibilità [art. 16a(1)(3)]. Questo gruppo di pari, come detto, viene identificato dall'intermediario utilizzando dati raccolti e resi disponibili dall'ESMA [che perciò potrebbe applicare una commissione: art. 16a(2)(9a)(3)].

È però prevista la possibilità che uno Stato membro possa consentire all'impresa di investimento di effettuare la comparazione utilizzando non il gruppo tra pari ma il *benchmark* sviluppato dall'ESMA, se «*appropriate and feasible*», che peraltro è pensato (perlomeno prioritariamente) come uno strumento a disposizione delle autorità di vigilanza [art. 16a(2)(6) e 16a(9)]¹⁹.

Nella proposta del Consiglio il rimedio da adottare qualora uno strumento presenti delle deviazioni dal confronto col gruppo di «pari» («significant distance from the average of the peer group to the detriment of the client»), cioè di strumenti analoghi, è che «the value for money shall be substantiated through additional testing and further assessments» e, quando necessario «the manufacturer shall take appropriate actions to ensure value for money» [art. 16a(1)(6), MiFID2 modificata]²⁰.

¹⁹ In effetti nella formulazione della «sua» proposta di direttiva *omnibus*, il Consiglio ha in qualche modo composto in un unitario tessuto normativo, peraltro piuttosto complesso, le proposte di Commissione e Parlamento in quanto per l'identificazione del «gruppo di pari», il Parlamento aveva previsto che dovesse procedere ciascuna impresa di investimento – come previsto dal Parlamento europeo – mentre la Commissione aveva proposto il benchmark definito dall'ESMA.

²⁰ Più drastica sul punto era stata la proposta della Commissione, la quale aveva previsto che il *manufacturer* non potesse approvare uno strumento caratterizzato da una significativa distanza dalla media, determinando un vero e proprio blocco dello stesso, qualora non fosse stata dimostrata la giustificazione e la proporzionalità dei costi rispetto al valore [art. 16a(1), co. 3, e (4), co. 4, MiFID2 nella proposta di

Viene dunque predisposta una disciplina complessa, persino barocca, che vuole indurre in ultima analisi i produttori a non produrre strumenti finanziari inefficienti e costosi, senza lasciare al mercato e quindi anche ai consulenti indipendenti di stabilire quali siano strumenti finanziari convenienti e quali no. Risulta evidente la complicazione (ogni intermediario lo costruisce in base a dati oggettivi, l'ESMA glieli fornisce, poi il *test*, se c'è deviazione segue *test* aggiuntivo e ulteriori azioni): se si voleva la semplificazione non è questa la strada. Ma un simile disegno disciplinare, imponendo tutto questo processo (per ciascun strumento), genera costi: e chi se non la clientela li dovrà sopportare? Verrebbe da osservare che, forse, alcuni costi ad oggi già applicati lungo la via così tracciata finiranno col trovare una giustificazione.

In proposito va evidenziata l'accurata lettera che, a firma congiunta, ESMA ed EIOPA il 13 novembre 2024 hanno indirizzato alle commissarie Albuquerque e McGuinness, per la Commissione, alla presidentessa della commissione Affari economici e monetari del Parlamento Lalucq e al presidente dell'ECON Varga, per rappresentare le proprie perplessità sulle modifiche al testo della proposta iniziale della Commissione da parte del Parlamento e del Consiglio²¹. In particolare, le due ESAs hanno inteso segnalare i rischi di indebolimento dell'effettività delle misure previste nella proposta iniziale della Commissione in conseguenza delle proposte dei colegislatori che culmina nella limitazione (nella proposta del Parlamento) o l'eliminazione (nella proposta del Consiglio) di poteri di *product intervention* delle autorità di vigilanza rispetto agli strumenti che presentano un rapporto qualità-prezzo fuori media²².

modifica della Commissione]. Il Parlamento ha invece eliminato il blocco, sostituendolo con *test* aggiuntivi, con approccio condiviso dal Consiglio, il quale però ha introdotto, come si è visto, anche la previsione di *appropriate actions*.

²¹ La lettera, avente ad oggetto «*Retail Investment Strategy*» si legge sul sito dell'ESMA (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-11/ESMA24-450544452-2484_ESMA-EIOPA_letter_on_RIS.pdf).

²² Vedi lettera cit. a nota prec., p. 3. Le altre modifiche della proposta iniziale della Commissione su cui le due ESAs invitano a riflettere sono quelle relative all'introduzione di *benchmark* nazionali, alla definizione dei gruppi di pari da parte delle imprese di investimento – e, o con l'aiuto, di ESMA ed EIOPA (in quanto si avrebbe una duplicazione di adempimenti e di costi, in capo a supervisori, produttori e distributori, e con ulteriore rischio di valutazioni divergenti) – nonché, come riferito

Ma c'è di più, cioè il rischio di creare un allineamento dei costi (come dire, al paradosso, un gigantesco cartello imposto dalla legge e supportato dall'ESMA, che fornisce la materia prima della concertazione, cioè lo scambio di informazioni sui prezzi, anche sotto forma di *benchmark*, basti pensare alla presunzione Anic coniata dalla Corte di giustizia per il diritto antitrust²³). In altri termini si profila un rischio non remoto che si verifichi un tendenziale livellamento dell'offerta, a tutto detrimento della concorrenza, in conseguenza della creazione dei gruppi di pari, potenzialmente ristretti, prima che il livellamento si sia realizzato, e molto ampi dopo che il paventato effetto collusivo indotto si sia realizzato²⁴. Ma il discorso deve fermarsi qui, perché porterebbe lontano e il sottoscritto fuori tempo.

6. *Proposte di modifica della disciplina della consulenza ...*

Arrivando al fine alla disciplina specifica riguardante direttamente la consulenza, la proposta del Consiglio interviene a proposito dei doveri di comportamento dell'intermediario, che presta consulenza, attuativi del generale obbligo di servire al meglio l'interesse dei clienti. Viene, quindi, introdotta una disposizione specificamente indirizzata a chi presta il servizio di consulenza alla clientela al dettaglio – tutta, quindi, indipendente e non – secondo cui la consulenza dev'essere prestata in base ad una valutazione «of an appropriate range of financial instruments identified as suitable for the client [...] from one or more manufacturers» con la precisazione che questa gamma di strumenti deve essere «sufficiently diversified with regard to their type, characteristics and underlying investment assets to ensure that the

nel testo, alla modifica della natura stessa dei *benchmark*, i quali risponderebbero a sole finalità di monitoraggio senza mettere capo a poteri di intervento delle autorità; infine perplessità sono avanzate in ordine alla proposta di non dare pubblico accesso al data base delle ESAs per la definizione dei *peer group*, in quanto non sarebbe un uso efficiente delle loro risorse e non fornirebbe ai consumatori dati per le loro decisioni consapevoli.

²³ Vedi C. Giust. CE, C-49/92 P, *Commissione c/ Anic*, punto 121.

²⁴ Invero al riguardo tanto il Parlamento (considerando n. 13aa) quanto il Consiglio (considerando n. 13°) nelle rispettive premesse anteposte alle proposte minimizzano la portata del rischio che i *benchmark* possano comportare una regolamentazione dei prezzi ma l'argomentazione si presenta piuttosto come una petizione di principio.

client's investment objectives can be met» [art. 24(1a)(a) MiFID2 nella proposta del Consiglio]²⁵.

Da questa disposizione si trae, anzitutto, che un'appropriata gamma di strumenti finanziari può anche ridursi a quella di un unico produttore. Vago, forse inevitabilmente, è il dimensionamento della gamma di strumenti finanziari, laddove un «appropriate range» sembra venir esemplificato come «*sufficiently diversified*» (salvo che l'intermediario non percepisca incentivi, nel qual caso viene richiesto un «*wide range*» di strumenti con un sottoinsieme rappresentato da un «*appropriate number*» di strumenti di *manufacturer* terzi). Può allora osservarsi che l'utilizzo della *variatio* linguistica sembra non giovare alla chiarezza ed anche alla eventuale successiva precisazione ad opera della normativa delegata. Peraltro, dopo che si è ammesso che gli strumenti finanziari posso provenire anche da un unico produttore, il profilo dell'ampiezza della gamma di strumenti presi in considerazione risulta piuttosto depotenziato.

Ma per la prestazione della consulenza ai clienti al dettaglio è fissato un ulteriore rilevante vincolo: l'intermediario «*comply with the following requirements: [...] to recommend the most cost-efficient financial instruments among financial instruments identified as suitable to the client pursuant to Article 25(2) and offering similar features*» (art. 24a(1a)(b), MiFID2 nella proposta del Consiglio) e questa efficienza degli strumenti finanziari in termini di costi deve essere realizzata prendendo in considerazione non solo i costi e gli oneri associati, ma anche altri fattori rilevanti per il cliente, come la *performance* e il rendimento atteso.

²⁵ La proposta del Consiglio conferma quella del Parlamento europeo che aveva eliminato dall'art. 24 della MiFID2 modificata un ulteriore requisito richiesto nella proposta della Commissione, vale a dire l'obbligo dell'intermediario di raccomandare uno o più prodotti privi di caratteristiche supplementari che non sono funzionali al conseguimento degli obiettivi di investimento del cliente e che comportano costi aggiuntivi [art. 24(1a) MiFID2 nella proposta della Commissione]. Peraltro, la previsione di questo ulteriore obbligo non è stata abbandonata (come invece nella proposta del Parlamento), nel senso che è stata trasferita nel contesto delle modifiche alla disciplina della valutazione di adeguatezza, con la previsione che non è adeguato uno strumento con caratteristiche supplementari ma non coerenti con gli obiettivi di investimento del cliente e che forieri di costi aggiuntivi [art. 25(2), co. 2, MiFID2 nella proposta del Consiglio], su cui *infra* par. 6.

Si noti l'utilizzo del superlativo relativo «*the most*», che, inteso letteralmente, significa che uno solo tra gli strumenti considerati da chi presta consulenza può essere raccomandato al cliente in quanto il più efficiente dal punto di vista dei costi, mentre la raccomandazione di tutti gli altri darebbe luogo ad una violazione dell'obbligo in esame. Peraltro, solo nel caso, quasi di scuola, in cui vi siano due strumenti finanziari con identiche caratteristiche salvo che per i costi, il giudizio comparativo potrebbe dare un risultato univoco. Risulta comunque avviato un meccanismo di tendenziale standardizzazione del processo di valutazione del consulente, che gli impone divieti (uno visto poc'anzi più quello esaminato nel par. seguente) e di *step* e di correlata necessaria motivazione, il che non manca di appesantire ulteriormente i processi organizzativi e operativi degli intermediari. Non è peregrina la considerazione che nell'impostare questa proposta si sia tenuto presente il fenomeno del *robo-advising* più o meno o per nulla assistito dall'essere umano. Ma anche coinvolgendo la macchina la pulsione scientifica che vorrebbe misurazioni invece che giudizi di valore (che possono anche essere statisticamente impostati), rischia di rimanere largamente insoddisfatta.

7. ... e della valutazione di adeguatezza

La direttiva *omnibus* interviene anche sul perimetro e sui contenuti della valutazione di adeguatezza, che – è appena il caso di ricordarlo – risponde ad obblighi di condotta dell'intermediario che presta il servizio di consulenza, oltre che di gestione di portafogli.

Ebbene, quanto al perimetro, nella proposta del Consiglio sulla modifica dell'art. 25(2)(1) – ma era già previsto nella proposta della Commissione²⁶ – il consulente (così come il gestore di portafogli) deve estendere la sua considerazione alla «client's financial situation, including, to the extent possible, the composition of any existing portfolios» in modo tale che la valutazione di adeguatezza sia calibrata

²⁶ Vedi la proposta della Commissione sulla modifica dell'art. 25(2)(1), dove però si faceva riferimento alla capacità di sostenere «perdite totali o parziali», mentre questa alternativa non compare nella formulazione del Consiglio, per una scelta del tutto comprensibile: se un cliente ritiene di non poter sopportare neppure perdite parziali evidentemente non è attrezzato per investimenti finanziari, probabilmente perché non adeguatamente “educato”.

– non solo su «risk tolerance, ability to bear losses» – ma anche «to the extent applicable, need for portfolio diversification». Che questa esplicitazione circa la rilevanza della diversificazione dei portafogli ponga opportunamente rimedio ad una lacuna non è difficile da dimostrare. Quanto al riferimento al limite del possibile, questo si spiega con quanto prescritto immediatamente dopo, nello stesso comma, e cioè che, se il cliente non desidera fornire informazioni sui propri portafogli detenuti da intermediari terzi, l'impresa di investimento verificherà la diversificazione di portafoglio sulla base delle informazioni in suo possesso²⁷.

Anche il contenuto della valutazione di adeguatezza è oggetto di revisione: nella proposta del Consiglio, infatti, l'art. 25(2) è arricchito di un comma 3 nel quale è laconicamente prescritto che non è possibile raccomandare un prodotto che abbia caratteristiche supplementari non funzionali al conseguimento degli obiettivi di investimento del cliente e che comportano costi aggiuntivi («investment firms cannot consider a product to be suitable where it contains features which are not necessary to the achievement of the client's investment objectives and that give rise to extra costs»). La previsione non manca di rigidezza. Ad esempio: *quid iuris* sull'adeguatezza di uno strumento finanziario ESG consigliato dall'intermediario quando il cliente non abbia espresso preferenze rispetto a profili di sostenibilità dell'investimento? Più in generale, divieti così netti sembrano non attagliarsi alla verifica di presupposti legati in rapporti di necessità con gli obbiettivi del cliente, che difficilmente, per solito, si lasciano ridurre ad un punto di un bersaglio.

In questo contesto, la disposizione citata si correla con un'altra, pure inserita dal Consiglio nella nuova formulazione dell'art 25, vale a dire il par. 1, 3° comma, nel quale viene prescritto che l'intermediario debba avvertire il cliente o potenziale cliente, da un lato, che informazioni non accurate determinano un impatto negativo sulla valutazione di adeguatezza e, dall'altro, che l'assenza delle informazioni necessarie, o anche la loro incompletezza, non consente all'impresa di valutare se gli strumenti finanziari sono adeguati (o appropriati, per i servizi a minor

²⁷ Si tratta di precisazione non presente nella proposta della Commissione ma introdotta nella Proposta del Parlamento e condivisa dal Consiglio (vedi il considerando n. 34 della proposta di quest'ultima).

valore aggiunto).

Comunque, queste disposizioni mettono in risalto la centralità della fase di acquisizione delle informazioni sulla situazione del cliente, in quanto idonea a riverberarsi in modo significativo sulla qualità delle valutazioni dell'intermediario e in ultima analisi sulla qualità del suo servizio.

Sarebbe stato desiderabile insistere maggiormente sul punto, tanto più se si tiene in conto che la realtà mostra uno stato di fatto piuttosto diverso, in cui si incontrano l'intermediario (cioè i suoi impiegati) e il cliente: il primo impiega tempo senza guadagnarci nulla – nel senso che non è monetizzabile l'obiettivo di ottenere un accurato profilo del cliente. Il secondo, che non è un professionista, avrebbe invece bisogno che gli si dedicasse tempo per fargli comprendere appieno il contenuto delle singole indicazioni che è chiamato a dare – che comunque non dovrebbe ridursi alla compilazione di un questionario – e, al tempo stesso, spesse volte (ma siamo in Italia) può avere certa ritrosia a raccontare i fatti propri all'intermediario²⁸. Insomma, diversi fattori militano contro l'efficace raccolta dei dati necessari per profilare il cliente e le proposte novità non paiono idonee a incidere in modo efficace sui comportamenti sopra evocati. Anzi: il 4° comma, che segue quello citato, prescrive che l'avvertimento di cui si è detto sia predisposto in formato standardizzato il che, nello stato di fatto sopra delineato, rischia di concretizzarsi nell'ennesima carta da firmare che si aggiunge al fascicolo del “questionario MiFID”, con buona pace dei previsti interventi dell'ESMA e in via delegata della stessa Commissione, su contenuto e forma dell'avvertimento. Ma anche questo aspetto meriterebbe un discorso a parte che non è qui il caso di sviluppare.

²⁸ La considerazione è stata formulata da M. STELLIN, *Questionario antiriciclaggio: sull'efficacia delle informazioni dal cliente*, in <https://www.dirittobancario.it/art/questionario-antiriciclaggio-sullefficacia-delle-informazioni-dal-cliente/>, ma a proposito di un altro “questionario” che i clienti sono chiamati a compilare, cioè quello ai fini dell'adeguata verifica antiriciclaggio: peraltro, alcuni tratti sociologico-comportamentali sembrano potersi utilizzare anche a proposito della consulenza.

8. *Proposta di introduzione di una consulenza indipendente semplificata*

Ancora con riguardo all'adeguatezza, con il dichiarato intento di «incoraggiare la fornitura di consulenza indipendente» espresso già nella proposta della Commissione²⁹ e confermato – ma solo con riguardo alla clientela *retail* – nella proposta del Consiglio, ancora in modifica dell'art. 25 MiFID2, al par. 3, comma 3, si prevede che quando tale servizio sia limitato a strumenti finanziari diversificati, non complessi ed efficienti in termini di costi («restricted to well-diversified, non-complex and cost-efficient financial instruments»), il consulente non avrà l'obbligo di valutare non solo le conoscenze e delle esperienze dei clienti ma neppure la – appena introdotta – diversificazione del loro portafoglio («shall be under no obligation to obtain information on the retail client or potential retail client's knowledge and experience about the considered financial instruments or investment services or on the retail client's existing portfolio composition»).

Questa nuova disposizione, ad avviso di chi parla, suscita qualche perplessità, di cui si darà conto poco più avanti.

9. *Gli obiettivi della direttiva omnibus sono abbastanza chiari ma le scelte attuative si espongono a critiche*

In conclusione, la *policy* sviluppata nella direttiva *omnibus* è mirata all'obiettivo di avvicinare maggiormente la clientela *retail* ai mercati mobiliari e si presenta sostanzialmente fedele all'azione n. 8 del *Capital Marker Union Action Plan* (“*building retail investors' trust in capital markets*”), da cui è scaturita. Coerentemente, risulta aver in certo modo posto al centro dell'intervento la consulenza e i temi strettamente connessi (incentivi, conflitto di interessi, costi, *best interest* del cliente), dovendo superare le perplessità di quella stessa clientela che, dalle indagini preparatorie condotte dalla Commissione, in una percentuale variabile ma comunque non alta non ha mostrato di fidarsi dei propri consulenti o di coloro che dovrebbero diventare tali.

²⁹ Così si esprime la Commissione nella sua *Relazione* alla proposta, p. 21 del documento.

Tutte e tre le proposte – sia pure con accenti diversi sicché, in sede di “revisione” da parte dei co-legislatori, è stato smorzato il più accentuato interventismo della Commissione – hanno comunque mostrato di condividere lo spirito di fondo. Così è nella proposta del Consiglio, su cui si è svolta la maggior parte delle considerazioni fin qui formulate. Le divergenze però rimangono ed è davvero difficile pronosticare quale possa essere l’esito dei negoziati interistituzionali che dovrebbero portare ad un accordo dei co-legislatori per l’attuazione di questa parte del *Retail Investment Package*.

9.1. *La scelta di avvicinare la consulenza “incentivata” a quella indipendente, mantenendo unico il genus, rischia di confondere la clientela retail*

Un tratto trasversale riguarda il presupposto delle considerazioni che seguono. L’impostazione della riforma della disciplina degli incentivi è stata scelta avendo presente il risultato della valutazione di impatto, e cioè che il divieto totale di incentivi sarebbe la misura più efficace per eliminare o comunque contrastare i conflitti di interessi³⁰. Ebbene, la scelta consapevole è stata di mantenere (regolandoli in senso restrittivo) gli incentivi onde evitare «il potenziale impatto negativo che causerebbe produzione di un divieto totale degli incentivi»³¹.

Il punto di partenza è quindi che la Commissione così come il Consiglio e il Parlamento non se la sono sentita non solo di eliminare gli incentivi – e questo è stato dichiarato senza remore – ma neppure di puntare sulla consulenza su base indipendente, il che avrebbe implicato l’accentuazione della differenza rispetto a quella non indipendente. In

³⁰ Vedi il documento SWD(2023)278, nel quale, come ne riferisce la stessa Commissione nella sua *Relazione* alla proposta, risulta che «Nel caso degli incentivi, la scelta di mantenere l’attuale sistema per consentire il pagamento di incentivi a determinate condizioni, migliorando e armonizzando nel contempo le comunicazioni settoriali specifiche al riguardo, è stata valutata rispetto al divieto di tutte le forme di incentivo, compresa la sottovariante del divieto parziale applicato nel caso di servizi senza consulenza (solo esecuzione). La valutazione d’impatto conclude che il divieto totale a livello dell’UE sia la misura più efficace per eliminare o ridurre sensibilmente i potenziali conflitti di interessi, in quanto agirebbe su un’importante fonte di pregiudizio per i consumatori».

³¹ Così il considerando n. 3 della proposta della Commissione ma anche del Consiglio.

tutte e tre le versioni della direttiva *omnibus* la scelta è stata quella di andare in senso contrario, cioè di tentare di avvicinare la consulenza non indipendente a quella indipendente, appunto senza introdurre nuovi divieti agli incentivi, che avrebbe impattato sul modello, largamente adottato, di distribuzione soprattutto di parti di OICR.

D'altro canto, i grandi operatori del mercato mobiliare hanno da tempo scelto di non prestare la consulenza indipendente, e i poteri se non forti ma almeno persuasivi non avranno mancato di far sapere come la pensano.

Ma anche i nomi hanno la loro importanza: continuare a chiamare consulenza sia quella indipendente che quella non indipendente certamente non aiuta la clientela *retail* a mettere a fuoco la differenza dei servizi prestati che, anche a valle degli sforzi compiuti con il progetto di direttiva esaminato, non sono la stessa cosa. Pertanto, ancorché il legislatore non sia vincolato al rigore linguistico e a procedere per generi e differenze, lo stesso dove si sia prefisso di superare le diffidenze di una tipologia di clientela, quella al dettaglio, avrebbe forse dovuto tener presente che l'omonimia di servizi diversi può con elevata probabilità sortire effetti decettivi. Per vero, noi in Italia ci siamo comportati allo stesso modo quando, contestualmente all'introduzione della disciplina della consulenza indipendente, andiamo introdotto l'albo unico dei consulenti.

Ebbene, dalla proposta di direttiva *omnibus*, in tutte le sue "versioni", emerge un quadro caratterizzato da un approccio ibrido che cerca di trainare la consulenza "incentivata" verso una consulenza "ma non troppo" ma quanto basta per continuare a chiamarla consulenza. Il risultato è confuso e non convince. In un misto di ottimismo illuministico e ipocrisia pragmatica, viene, infatti, definito un sistema che finisce con l'assecondare la tendenza degli operatori bancari, probabilmente non più disponibili a prestare consulenza finanziaria gratuita, ad offrire forme di consulenza più o meno "evolute" (vedi par. successivo), ancorché non indipendenti. Il tutto caratterizzato da un significativo incremento di passaggi valutativi, che impongono ulteriori sforzi organizzativi e, in ultima analisi, consentono di ipotizzare ragionevolmente un incremento dei costi a carico nella clientela *retail*.

9.2. *Dubbi sulla scelta di puntare, nella consulenza non indipendente, sulla varietà degli strumenti e non anche dei produttori*

Il punto ulteriore è che, per operare il programmato avvicinamento della consulenza non indipendente a quella indipendente, le proposte (tutte) di direttiva *omnibus* hanno (paradossalmente, direi) depotenziato e indebolito la consulenza indipendente, con un'azione che va anche al di là della pur rilevante comunione di denominazione con le forme di "consulenza" diverse ma separate da uno stesso nome – e già questo non è poco – ma anche attenuandone i tratti distintivi, quelli cioè che dovrebbero essere percepiti dalla clientela *retail* come aventi un ruolo idoneo ad aiutare a superare le perplessità che tengono quegli stessi clienti lontano o non abbastanza vicini ai mercati mobiliari. Questo non riesce del tutto comprensibile.

Va, in effetti, considerato che ampliando il novero degli strumenti finanziari che devono essere proposti nella consulenza non indipendente si vorrebbe accorciare la distanza con quella indipendente, ma questo non è affatto negativo, in quanto non può che migliorare la qualità della prima, se però alla varietà del numero di strumenti finanziari si accompagnasse anche la varietà di produttori, e questo pare perlomeno difficile se non improbabile in un contesto distributivo governato dagli incentivi. Resta comunque che la dichiarata strategia di un approccio graduale, che prevede in prima battuta l'inasprimento degli obblighi relativi a pagamento/ricezione degli incentivi «per sciogliere i potenziali conflitti di interesse e tutelare meglio gli investitori al dettaglio»³², non pare sia particolarmente centrata e realistica, cioè tale che ci si possano ragionevolmente aspettare gli effetti sperati, cioè sciogliere effettivamente i potenziali conflitti di interessi in costanza di pagamento di *inducements* più o meno "compensati".

La realtà resta quella di una consulenza, resa in costanza di percezione di incentivi, che – se si vuol credere alla virtù poetica delle parole e al netto degli obblighi di neutralità imposti e forse inesigibili – se non sarà condizionata risulterà comunque perlomeno influenzata da quegli incentivi e non pare che Commissione, Consiglio e Parlamento

³² Così il considerando n. 3 della proposta di direttiva *omnibus* tanto della Commissione quanto del Consiglio.

abbiano strumenti per misurare effettivamente questa influenza.

Per altro verso, se l'obiettivo degli organi dell'UE è quello di disincentivare la consulenza non indipendente, inducendo le condizioni per una "crisi di rigetto" degli incentivi, il percorso scelto sarebbe, a tacer d'altro, talmente lungo e incerto da superare di gran pezza il triennio che è stato stabilito per la revisione dell'impianto normativo in base ai risultati, come ESMA ed EIOPA non hanno mancato di sottolineare³³.

9.3. Attitudine confusoria della proposta introduzione di una consulenza non indipendente "compensativa" per giustificare gli incentivi

Ma, come già osservato, la maggiore attitudine confusoria tra i sostanziali profili di differenza tra la consulenza indipendente e quella non indipendente deriva dall'introduzione – in modo non diretto ma laterale – di quella che si è in precedenza definita come "consulenza compensativa", cioè prestata per giustificare la percezione di incentivi.

Ebbene la confusione è generata dalla circostanza che nella proposta non sono stati definiti i contorni e i tratti distintivi da quella che si potrebbe definire la consulenza di base (espressione questa in effetti di uso corrente nella pratica). In altri termini la formulazione di quello che, nella proposta del Consiglio, dovrebbe essere il nuovo art. 24a(3)(2) della MiFID2 novellata, ha fatto trapelare che vi sarebbe una graduazione qualitativa (dove, cioè, una consulenza è "migliore" di un'altra) senza però trarre conseguenze normative specifiche sul piano del contenuto né della disciplina del servizio e senza dire neppure se debba essere gratuita o possa essere anche solo in parte onerosa.

Il punto è delicato in quanto riguarda il fenomeno che si sta diffondendo (almeno in Italia) e che consiste nell'offerta di forme – definite dagli intermediari offerenti – di consulenza "evoluta" o "avanzata" o "innovativa", per la quale si sono in effetti adottate forme diverse di remunerazione (ad es. *fee only* o *fee on top*, cioè in aggiunta alla remunerazione degli altri servizi), superando la condizione di

³³ Vedi la lettera, cit. a nota 21, p. 3, dove le due ESAs significativamente rilevano che «consumers are set to wait for several years for noticeable changes to their investing experience».

gratuità tradizionalmente associata alla consulenza non indipendente. Questa consulenza evoluta invero strizza l'occhio alla consulenza indipendente senza esserlo, in quanto ha lo stesso nome ed è a pagamento come quella, promette particolare attenzione alle esigenze del cliente come quella, in taluni casi di remunerazione *fee only* prevede persino di ribaltare al cliente gli incentivi ricevuti, ma resta un servizio di un intermediario che comunque vende strumenti finanziari e riceve incentivi (e tra quelli sceglie), almeno fin quando l'obbligo di valutare anche un *appropriate number* – ma ampio davvero – di strumenti prodotti da *manicfaturer* terzi non disincentiverà gli incentivi, il che allo stato è solo un ottativo. Fino a quel momento si tratterà pure di una vendita accurata con disponibilità di tempo e informazioni, supportate da strutture organizzative rodute ed elevate professionalità ma resta una – ancorché più sofisticata – forma di vendita assistita da parte di un *tied agent*. È lo stesso caso di un avvocato, officiato in una causa da un cliente, che conoscerà bene i fatti di causa ma non per questo lo si sceglierebbe come giudice di quella causa.

Non può nascondersi il sospetto che la ragione dell'evoluzione della consulenza nella prassi dell'industria finanziaria consista anzitutto nella circostanza che non è più gratuita ma a pagamento. E l'approccio perplesso della direttiva *omnibus* sul punto sembra assecondare ma non apertamente (tacendo anzitutto sulla gratuità o meno della consulenza compensativa) ma neppure ostacolare questo disegno.

9.4. *La dubbia efficacia della consulenza indipendente “semplificata”*

Sembra invece assumere i connotati del depotenziamento se non proprio dello svuotamento una misura – presente, per vero in tutte le proposte – introdotta con la espressa finalità di promuovere l'accesso alla consulenza indipendente e consistente nella definizione di un regime di consulenza indipendente “semplificata”, che costa meno però nella quale non è dovuta, non solo la valutazione delle conoscenze e delle esperienze dei clienti, ma neppure la valutazione della diversificazione del loro portafoglio, quando ha ad oggetto strumenti finanziari diversificati, non complessi ed efficienti in termini di costi.

Quest'ultima esenzione dall'obbligo di completezza di analisi balza all'occhio proprio perché per la prima volta proprio nella direttiva *omnibus*, come si è detto, è stata esplicitamente resa necessaria la

valutazione della diversificazione del portafoglio per la consulenza in generale, e invece proprio quella indipendente può esserne esentata. Ciò a ben vedere ha l'effetto di privare quest'ultima di un suo tratto distintivo (verrebbe da dire, di ogni consulenza): quello della sostanziale personalizzazione e adeguatezza delle raccomandazioni, dove si coglie non tanto un rapporto tra il cliente e uno strumento o una tipologia di strumenti finanziari (non complessi non costosi e via seguendo) ma tra il cliente ed il suo complessivo portafoglio di investimento³⁴.

La diffusione di una consulenza indipendente menomata, quindi inidonea a sortire ove del caso i suoi benefici (sebbene un po' meno cara), non pare davvero il miglior modo per farne apprezzare le caratteristiche. Insomma, per la consulenza indipendente il *favor* c'è ma non si vede.

9.5. La restrizione dello spazio di discrezionalità del consulente. Importanza dell'educazione finanziaria anche (forse soprattutto) nella scelta del consulente

Altre considerazioni di contorno possono ancora formularsi sulla fisionomia che la consulenza potrebbe assumere in conseguenza dell'approvazione della direttiva *omnibus*. Da un lato, l'approccio regolamentare assunto può essere compendiato nella volontà di imporre una dettagliata e motivata documentazione dei singoli passaggi in cui si svolge la discrezionalità tecnica degli intermediari, il che risulta particolarmente evidente con riguardo alla consulenza, che consiste esclusivamente esercizio di questa discrezionalità. Invero, alcuni profili, come quello dei prezzi e degli oneri si prestano meglio a questa procedimentalizzazione della valutazione mentre altri, come la

³⁴ Si segnala che un approccio alla consulenza davvero olistica, non dovrebbe tralasciare neppure aspetti, ancorché estranei al mercato dei capitali, che interessano il cliente come gli investimenti immobiliari. Si tratta di un tema cui qui si può fare solo cenno ma che meriterebbe grande attenzione. Si coglie l'occasione di segnalare anche un profilo, quello dei c.d. *financial influencers* che veicolano sui *social media* le loro indicazioni – cui pure nella proposta della Commissione era stata accordata attenzione – non ha trovato spazio nella proposta del Consiglio. Su questo fenomeno vedi E. FRANZA, *I Financial influencers*, 19 febbraio 2025, in <https://www.dirittobancario.it/art/i-financial-influencers/>.

performance, assai meno, cioè espongono al rischio di essere fuorvianti, perché ciò che è successo in passato non può dare certezze per il futuro. Probabilmente sullo sfondo c'è ancora il *robo-advising* e l'intelligenza artificiale la cui esperienza, la sola possibile per le macchine, è codificata negli algoritmi.

Dall'altro lato, ampliando ulteriormente gli elementi che devono tenersi in considerazione nel processo di *product governance* e in particolare il profilo del rapporto qualità/prezzo (*value for money*), l'effetto – probabilmente voluto – è quello di restringere ulteriormente l'ambito nel quale può poi operare il consulente, non solo quello non indipendente ma anche e soprattutto quello indipendente, aumentando non solo gli adempimenti burocratici ma proprio i costi.

Il dato di fatto da cui non si può prescindere è che il mercato è incerto, anzi è sano quando è incerto. Tuttavia, proprio in tempi recenti abbiamo assistito a episodi ripetuti di volatilità estrema quando in circolazione ci sono tipi che vogliono ricostruire l'impero russo oppure un *orange man* che mette i dazi, poi li toglie poi ci ripensa e li raddoppia e poi immagina di annettersi il Canada, invadere la Groenlandia ... i mercati di fronte a queste pazzie sembrano impazzire anch'essi con movimenti giornalieri al ribasso e poi al rialzo con percentuali a due cifre e in pochi mesi possono risultare erose le performance maturate in anni di investimenti. Ed è proprio in queste circostanze che è più difficile convincere a investire o lasciare investiti i propri risparmi sui mercati mobiliari la clientela *retail*, quella di cui si occupa l'azione n. 8 del *Capital Market Union Action Plan*. Ed è proprio lì che la consulenza può dare il suo contributo.

Ma in ultima analisi il consulente, indipendente o anche non (più o meno evoluto), deve essere scelto e per fare questo l'investitore *retail* deve essere finanziariamente alfabetizzato e su questo profilo sarà necessario che gli organi dell'Unione insistono in via prioritaria, perché solo una maggiore consapevolezza potrà evitare che i danni derivanti dagli investimenti finanziari siano superiori a quelli cui chi investe deve essere comunque preparato, forte dell'educazione finanziaria ricevuta. Imparare a razionalizzare la propria (forse inevitabile) avidità è uno dei momenti chiave per poter essere in grado di fornire consapevolmente quelle informazioni di cui gli intermediari hanno bisogno e la cui correttezza è essenziale, quali quelli sull'avversione al rischio, sull'orizzonte temporale e sulla capacità di sopportare le perdite. Senza

un'adeguata formazione finanziaria le risposte che il cliente al dettaglio fornisce, senza una adeguata preparazione, in ordine ai profili appena indicati possono essere sbagliate, inficiando così l'efficacia dell'assistenza che il consulente potrà prestargli fermo restando che anche quest'ultimo dovrebbe essere specificamente attrezzato per arrivare ad ottenere informazioni "adeguate" dal cliente³⁵. Una volta che si sia realisticamente accantonato il modello di un investitore razionale, diventa altrettanto realisticamente necessario puntare sull'investitore educato dal punto di vista finanziario. Sebbene la disciplina – e così anche le proposte di direttiva *omnibus* – non sfugga all'enfasi della trasparenza e del profluvio di informazioni al cliente, siamo in tempi in cui è ormai noto e, purtroppo, diffuso il fenomeno del c.d. analfabetismo funzionale³⁶, e quindi l'obiettivo cui andrebbe mirata l'azione è quello di rendere il cliente anzitutto consapevole di quello che non sa e del bisogno che ha di essere supportato, per non incorrere magari nella devastazione psicologica a valle di ingenti perdite registrate nel *trading* fai da te. Del resto, è minima la percentuale di coloro che investono direttamente: mentre cospicua è la percentuale degli azionisti passivi o, più in generale, degli investitori passivi, che non hanno comunque competenze, capacità e neppure

³⁵ Si tratta di un profilo di "adeguatezza" che meriterebbe di essere sviluppato, ben al di là delle avvertenze sull'essenzialità delle informazioni che al cliente vengono richieste.

³⁶ L'UNESCO definisce dal 1984 l'analfabetismo funzionale (*functional illiteracy*) come «la condizione di una persona incapace di comprendere, valutare, usare e farsi coinvolgere da testi scritti per intervenire attivamente nella società, per raggiungere i propri obiettivi e per sviluppare le proprie conoscenze e potenzialità» (la definizione è tradotta dal glossario dei termini statistici dell'OCSE, vedila in https://www.oecd.org/en/publications/oecd-glossary-of-statistical-terms_9789264055087-en.html, dove si richiama l'*Handbook of Household Surveys*, Revised Edition, Studies in Methods, Series F, No. 31, United Nations, New York, 1984, par. 15.63). Vedi il rapporto 2023 sul sito dell'OCSE – OECD, https://www.oecd.org/en/publications/do-adults-have-the-skills-they-need-to-thrive-in-a-changing-world_b263dc5d-en.html, dove in particolare risulta la preoccupante collocazione dell'Italia sotto la media dei 31 paesi oggetto della *survey*, e tra gli ultimi in Europa.

Comunque, il legislatore europeo è ben consapevole delle difficoltà dell'investitore *retail* nel comprendere informazioni finanziarie che gli vengono fornite: basti in proposito leggere quanto rilevato, ad es., nei considerando nn. 13, 14 e 15 del reg. (UE) n. 1286/2014, sui PRIIPs.

tempo di leggere informative che sono, a tacer d'altro, quasi sempre troppo lunghe.

Una adeguata alfabetizzazione finanziaria è allora il presupposto di ogni discorso, normativo ed economico, sul maggiore coinvolgimento della clientela *retail* nel mercato finanziario dell'UE, ivi compresa la percezione dell'esigenza di un consulente – la cui remunerazione, quando è indipendente, dev'essere percepita come normale – che poi deve essere selezionato e scelto e magari cambiato. Una frase diffusamente attribuita, sul *web*, a Warren Buffet è «*Investing is simple, not easy*»: l'alfabetizzazione di cui parlavo in fondo si riduce a far capire questo, che è semplice da enunciare ma niente affatto facile da assimilare.