

***LA TUTELA DELLA CLIENTELA
AL CENTRO DEL DISEGNO RIFORMATORE
DELL'UNIONE EUROPEA***

15 Marzo 2018

Avv. Marco Rizzo
Partner

Gitti and Partners - Studio Legale Associato

LA TUTELA DELLA CLIENTELA NEL NUOVO QUADRO NORMATIVO

Il quadro complessivo emergente dall'intervento normativo si caratterizza per l'obiettivo primario di realizzare mercati sempre più aperti e sicuri, nonché per la volontà di ristabilire/riequilibrare le responsabilità e recuperare la fiducia degli investitori messa a dura prova dalla crisi economica e finanziaria che ha afflitto il mercato europeo nell'ultimo decennio.

Nel disegno riformatore del legislatore europeo, composto dalla direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II, di seguito «**MiFID II**») e dal regolamento attuatore del Parlamento europeo e del Consiglio (UE) 600/2014 (c.d. MiFIR, di seguito «**MiFIR**»), si pone al centro il rafforzamento della tutela dell'investitore e la necessità di stabilire un riequilibrio tra l'investitore e l'intermediario.

Tale obiettivo si compone di due temi centrali, l'uno rivolto all'investitore e l'altro rivolto alle imprese di investimento. Da un lato, gli investitori dovranno essere in grado di ricevere una consulenza indipendente e «neutrale» mediante la messa a disposizione di un'informativa completa ed trasparente e, dall'altro lato, le imprese di investimento dovranno essere in grado, anche mediante una riorganizzazione della loro struttura interna, di assicurare ai clienti che i prodotti ed i servizi loro offerti siano adeguati alle proprie esigenze e caratteristiche e che i beni nei quali investono siano adeguatamente protetti.

Sul piano generale si evidenzia, per esempio, l'ampliamento della definizione di strumento finanziario (derivati e quote di emissione) e l'inclusione nel perimetro di applicazione di alcune attività di complessa classificazione nell'ambito di MiFID I (l'offerta in sottoscrizione di strumenti propri - emessi dall'intermediario - che ora è espressamente assimilata al servizio di negoziazione).

CLIENTELA AL DETTAGLIO

La disciplina della clientela, anche alla luce del nuovo **Regolamento Consob 20307** (in vigore dal 20/02/2018), non è stata fatta oggetto di importanti riforme, infatti, inserendosi nel solco della precedente direttiva UE (c.d. MiFID I), la direttiva MiFID II definisce il cliente come la persona fisica o giuridica alla quale un'impresa di investimento presta servizi di investimento o servizi accessori (art. 4, par. 1, n. 9) e mantiene il riparto delle diverse tipologie di clientela in tre categorie:

- La clientela al dettaglio
- La clientela professionale
- Le controparti qualificate

La categoria della clientela al dettaglio si configura come residuale rispetto a quella professionale includendo tutta la clientela «non professionale» e ad essa è riservato un livello più elevato di protezione in quanto si tratta di un investitore non esperto.

Tale categoria non presenta novità rispetto alla previgente disciplina se non a livello linguistico con una sostituzione, nella direttiva, del termine «investitori» con il termine «clienti». Il legislatore italiano, nell'opera di trasposizione della direttiva (d.lgs. 129 del 3 agosto 2017) ha optato per il mantenimento di entrambi i termini, da intendersi pertanto come sinonimi ed ha, quindi, modificato l'art. 1 TUF, 1 comma, lettera *m-duodecies* come segue «clienti al dettaglio o investitori al dettaglio: i clienti o gli investitori che non sono clienti professionali o investitori professionali».

CLIENTELA PROFESSIONALE

Il cliente professionale (art. 4, par. 1, n. 10, MiFiD II) è colui che soddisfa i requisiti di cui all'allegato II della direttiva MiFiD II, ovvero un cliente esperto, dotato della conoscenza e competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume.

Sono considerati, pertanto, **clienti professionali**:

- Le imprese di grandi dimensioni che, a livello di singola società, presentano almeno due dei seguenti criteri dimensionali:
 - Totale bilancio pari ad Euro 20.000.000;
 - Fatturato netto pari ad Euro 40.000.000;
 - Fondi propri pari a Euro 2.000.000.
- I governi nazionali e regionali, enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico a livello nazionale o regionale, banche centrali, istituzioni internazionali e sovranazionali (FMI, BCE, BEI, Banca mondiale...).
- Altri investitori istituzionali aventi come attività principale l'investimento in strumenti finanziari.

IL RUOLO DELLA VOLONTÀ DELLE PARTI

La direttiva MiFID II, nel solco della previgente normativa, prevede un sistema che in dottrina è stato definito di «**ascensori**» che consente al cliente professionale e al cliente al dettaglio di scegliere una diversa categoria di riferimento nonché di cambiare la propria categoria nel proseguo del rapporto mediante la mera manifestazione di tale volontà.

Con particolare riguardo al **cliente professionale** che ambisca ad una maggiore tutela:

- quando un'impresa di investimento si trova a trattare con un cliente o potenziale cliente è tenuta ad informare quest'ultimo che, date le informazioni in suo possesso e che è in grado di reperire, egli è considerato un cliente professionale, salvo che detto cliente o potenziale cliente non opti per un maggior livello di protezione.
- Il **cliente professionale mediante una semplice manifestazione** di volontà può chiedere all'impresa di investimento, prima della conclusione del contratto o in corso di rapporto, un livello più elevato di protezione qualora ritenga di non essere in grado di valutare o gestire i rischi assunti.

Con particolare riguardo al Cliente al dettaglio che su richiesta diviene Cliente professionale, si rileva:

- La **manifestazione di volontà dell'impresa di investimento** che emerge maggiormente nel caso in cui il cliente al dettaglio chieda di essere considerato cliente professionale.
- In tale caso, infatti, l'impresa di investimento è tenuta ad accertarsi che il cliente abbia tutti i requisiti previsti dalla MiFID II e che presti il proprio consenso scritto a tale variazione.
- In particolare devono essere rispettati i «criteri di identificazione» ed eseguita la «procedura di rinuncia».

CLIENTI PROFESSIONALI SU RICHIESTA

La direttiva MiFID II prevede taluni **criteri di identificazione** che devono essere intesi come alternativi o integrativi rispetto a quelli generalmente previsti, ovvero:

- il cliente ha effettuato operazioni significative sul mercato rilevante con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei 4 trimestri precedenti;
- il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente supera i 500.000 Euro;
- Il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi prestati.

Al fine dell'inquadramento nella categoria di cliente professionale è necessario che almeno due dei criteri sopra elencati siano soddisfatti.

In ogni caso, qualunque riduzione della protezione prevista in favore del cliente non professionale è valida solo se, all'esito di adeguata valutazione di competenza, esperienza e conoscenze, l'impresa di investimento può ragionevolmente ritenere che il cliente è in grado di adottare decisioni in materia e comprendere i rischi assunti.

LA PROCEDURA DI RINUNCIA

Affinché i clienti non professionali possano essere riqualificati in clienti professionali è necessario che essi effettuino **procedura di rinuncia**, la quale è rimasta invariata rispetto a quanto già disciplinato dalla direttiva MiFID:

- Devono comunicare per iscritto all'impresa di investimento la propria volontà ad essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio di investimento/ prodotto/ transazione;
- L'impresa di investimento deve avvertire i clienti, mediante comunicazione scritta, in ordine alle protezioni ed ai e i diritti;
- I clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni.

Sull'impresa di investimento grava altresì l'onere di predisporre procedure interne appropriate al fini di effettuare una corretta profilatura del cliente e, qualora dovesse constatare che il cliente non soddisfa più i criteri di identificazione necessari per la qualifica di cliente professionale adottare i provvedimenti appropriati.

LE CONTROPARTI QUALIFICATE 1/2

La terza categoria di clienti è quella delle controparti qualificate (considerando 103, MiFID II). Tale categoria è stata fatta oggetto di talune novità normative da parte del legislatore europeo volte a garantire una maggiore tutela della categoria.

Ai sensi della nuova disciplina, infatti, le imprese di investimento anche qualora abbiano qualificato il proprio cliente come controparte qualificata sono tenute al rispetto dei seguenti obblighi (art. 30):

- fornire informazioni sulla propria attività e sui relativi servizi, strumenti finanziari e strategie di investimento, sedi di esecuzione e costi relativi (art. 24, par. 4);
- fornire le informazioni di cui al punto precedenti in forma comprensibile tale da mettere l'investitore nelle condizioni di prendere una decisione in materia di investimento con cognizione di causa (art. 24, par. 5);
- fornire, su supporto durevole, una relazione periodica adeguata circa i servizi prestati (art. 25, par. 6).

Un ulteriore novità introdotta dalla MiFID II riguarda l'obbligo per le imprese di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale, comunicando in modo chiaro e non fuorviante con la controparte qualificata, nonché di tener conto della natura della controparte qualificata e della sua attività.

LE CONTROPARTI QUALIFICATE 2/2

Ogni Stato membro riconosce come controparte qualificata le imprese di investimento, gli enti creditizi, le imprese di assicurazione, gli OICVM e le loro società di gestione, i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto dell'Unione o il diritto nazionale di uno Stato membro, i governi nazionali, le banche centrali e le organizzazioni internazionali.

A differenza di quanto previsto in precedenza gli enti locali non possono essere qualificati automaticamente come clienti professionali o controparti qualificate (considerando 104) salvo che:

- non abbiano optato per tale regime normativo; e
- l'impresa di investimento abbia verificato la sussistenza in capo ad essi dei requisiti necessari di esperienza e competenza.

DISPOSIZIONI SULLA PROTEZIONE DEGLI INVESTITORI E SULLE COMPETENZE E CONOSCENZE RICHIESTE AL PERSONALE DEGLI INTERMEDIARI

Per quanto concerne le misure a protezione degli investitori, il regolamento intermediari recepisce quanto previsto dal Regolamento delegato (UE) 2017/565 in materia di disciplina dei contratti, estendendo la previsione del contratto in forma scritta anche nei rapporti con i clienti professionali e nell'ambito dei servizi di consulenza.

Relativamente alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, invece, si prevede l'introduzione di tale nuova disciplina volta a tutelare l'investitore garantendogli l'innalzamento del livello di qualificazione del personale. Ciò, tuttavia, in un'ottica di flessibilità e autonomia organizzativa degli intermediari i quali possono prevedere l'accesso all'attività a persone provenienti da differenti percorsi formativi, ammettendo un'ampia gamma di titoli di studio e prevedendo un periodo di esperienza formativa di almeno sei mesi.

RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO

La Consob è intervenuta anche in tema di raccomandazioni di investimento volta alla gestione degli obblighi di (i) corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento; (ii) comunicazione degli interessi e dei conflitti di interesse delle persone che producono e/o diffondono le raccomandazioni di investimento (iii) modalità di diffusione delle raccomandazioni.

Le “**raccomandazioni di investimento**” sono le informazioni destinate al pubblico o ai canali di distribuzione volte, implicitamente o esplicitamente, a raccomandare o a consigliare una strategia di investimento in relazione ad uno o più emittenti di strumenti finanziari, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di detti strumenti.

La sezione III della guida operativa prevede, inoltre, le condizioni alle quali la Consob può richiedere la **pubblicazione delle raccomandazioni di investimento** al fine di garantire la corretta informazione del pubblico.

Più pervasivi ed innovativi risultano anche gli obblighi di *pre-trade* e *post-trade transparency*: si punta con determinazione a rafforzare il ruolo degli intermediari soprattutto sul tema di una completa e dettagliata *discovery* dei costi delle attività e dei prodotti offerti e/o prestati.

**LE POSSIBILI EVOLUZIONI GIURISPRUDENZIALI
DELLA
RESPONSABILITÀ PRECONTRATTUALE E CONTRATTUALE NEL
CONTENZIOSO BANCA - CLIENTE**

GLI OBBLIGHI INFORMATIVI

Gli obblighi informativi dell'intermediario nei confronti della clientela riguardano sia la fase di negoziazione o precontrattuale che la fase contrattuale.

È necessario, dunque, analizzare l'incidenza di tali obblighi nelle due fasi e individuare i possibili rimedi in caso di loro violazione.

Di rilevante momento, in tale frangente, risultano le nuove regole in tema di *product governance* che anticipano la tutela dell'investitore alla fase che precede l'immissione del prodotto nel mercato al fine di minimizzare il rischio di «malvenduto».

La direttiva MiFID II risulta sprovvista di qualsivoglia apparato rimediare facendo pertanto propendere la dottrina verso la configurazione del sistema giuridico aperto.

In quanto tale, si deve rilevare l'incidenza nel rapporto tra intermediario e cliente degli obblighi di informazione propri dell'ordinamento giuridico nazionale, quali in particolare la clausola di buona fede precontrattuale e contrattuale. Si giunge così ad ampliare il novero delle informazioni che devono essere messe nella disponibilità del cliente.

CONSEGUENZE DELLA RESPONSABILITÀ PRECONTRATTUALE PER VIOLAZIONE DELL'OBBLIGO DI INFORMAZIONE

Con ogni probabilità, la giurisprudenza si rifà, dunque, ai rimedi previsti dall'ordinamento in materia di contratti in generale. La stessa giurisprudenza non è tuttavia unanime nell'individuazione delle conseguenze derivanti dalla violazione degli obblighi informativi nella fase precontrattuale (obbligazione risarcitoria).

- Parte della giurisprudenza ritiene che il contratto così stipulato debba ritenersi **annullabile** per «dolo omissivo», in quanto la mancata informazione ha generato una falsa rappresentazione della realtà in capo all'investitore che giustifica l'annullabilità del contratto ai sensi dell'art. 1349 c.c.
- Un'altra parte della giurisprudenza, ritiene invece che la violazione dell'obbligo informativo nella fase precontrattuale determini la **nullità** del contratto.

La tesi della **nullità** del contratto, sempre minoritaria sul territorio nazionale, potrebbe essere oggetto di ripensamenti alla luce del disegno normativo previsto dalla MiFID II.

Ed infatti, il nostro ordinamento prevede che la violazione degli obblighi di informazione, in quanto violazione di una regola di condotta, non conduce alla nullità del contratto. Il regime della nullità (per violazione di una regola di condotta) sussiste unicamente in presenza di una previsione espressa della norma in tal senso.

Tuttavia, l'incisività e l'imperatività degli obblighi di comunicazione ed informazione previsti da MiFID II, in quanto posti a tutela non solo dell'investitore ma anche del mercato e della trasparenza, potrebbero suscitare talune evoluzioni giurisprudenziali propendenti per la dichiarazione di nullità del contratto stipulato in assenza di una corretta e piena evidenza probatoria degli adempimenti informativi previsti per la fase precontrattuale.

LA VIOLAZIONE DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI NELL'ESECUZIONE DEL CONTRATTO

Ulteriore esempio di evoluzione giurisprudenziale lo potremo ritrovare nell'ambito dell'esecuzione del contratto: l'intermediario è chiamato a tenere informato il cliente circa il proprio investimento e tale obbligo ha lo scopo ultimo di mantenere invariata la soglia di rischio dello stesso.

Si tratta in questo caso di obblighi accessori volti al mantenimento dell'equilibrio contrattuale successivamente al compimento dell'operazione e che sorgono solo nel caso di una variazione del rischio.

In tale contesto, dunque, la violazione di tali obblighi non può che comportare l'attuazione dei rimedi contrattuali tipici della tutela risarcitoria e, finanche, della richiesta di risoluzione del contratto qualora l'inadempimento possa qualificarsi importate ai sensi dell'art. 1455 c.c..

GRAZIE PER L'ATTENZIONE!

marco.rizzo@grplex.com

MILANO
Via Dante, 9



LONDRA
71, Central Street



BRESCIA
Piazza della Loggia, 5

www.grplex.com

