



STUDIO MARCELLI

MIFID: PROFILI DELLA NUOVA DISCIPLINA, ASPETTI DI CRITICITA'¹.

Premessa.

Nel corso dell'ultimo ventennio il mercato finanziario è stato interessato da radicali mutamenti evolutivi che si sono succeduti rapidamente nel tempo. La normativa di legge ha accompagnato, spingendo e realizzando un assetto finanziario più consono ed adeguato all'apertura internazionale.

L'attività bancaria e, più specificatamente i servizi finanziari prestati alla clientela, hanno subito frequenti implementazioni normative volte a rendere più trasparenti i rapporti, dettando – nel sovraordinato interesse al corretto funzionamento del mercato – principi di comportamento e livelli informativi tanto più estesi e penetranti quanto più debole è la forza contrattuale e labile l'*expertise* finanziaria del cliente.

Ad un'impostazione dirigistica dell'Autorità Monetaria si è sostituita un'impostazione nella quale regole di mercato, standardizzazioni e trasparenza delle condizioni contrattuali, in linea con i migliori standard internazionali, vengono a costituire presidi e tutele più funzionali all'evoluzione ed emancipazione di operatori economici e risparmiatori.

In questa fase di transizione del mercato sono emerse con maggiore evidenza talune contraddizioni. La coazione a ripetere schemi culturali pregressi ha spesso condotto ad interpretazioni ed applicazioni che non colgono e rispettano compiutamente i nuovi presidi posti a tutela del risparmiatore.

Le disposizioni introdotte nell'ordinamento italiano con il Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e i successivi provvedimenti attuativi emanati dalla Banca d'Italia e dalla Consob, sono stati accompagnati da un'evoluzione interpretativa della giurisprudenza i cui riflessi non hanno tardato a manifestarsi nel contenzioso sottoposto alla gestione dei Tribunali².

¹ Intervento al Convegno: "La nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria" organizzato dal Consiglio Superiore della Magistratura presso la Corte d'Appello di Torino il 20 febbraio 2008.

² Si rinvia al sito www.studiomarcelli.com per un'estesa esposizione della normativa, giurisprudenza e dottrina relativa ai servizi finanziari.

Nel corso degli anni ottanta è venuto gradualmente meno il modello “bancocentrico” sul quale per oltre cinquant’anni si era fondato il trasferimento di risparmio dal principale generatore, le Famiglie, ai principali utilizzatori, prima lo Stato, con il suo enorme debito pubblico, poi le imprese. Le banche sono state in parte sostituite dal mercato al quale, direttamente e attraverso nuovi soggetti istituzionali – creati all’inizio degli anni novanta – SIM, SGR, Fondi comuni e, da ultimo, Fondi Pensione, le Famiglie hanno trovato accesso.

In dieci anni il mercato delle obbligazioni è raddoppiato, la capitalizzazione di borsa è triplicata, il *turnover* del mercato azionario è aumentato di ben sei volte. Si è ampliata la gamma e la complessità dei servizi e degli strumenti offerti: accanto a quelli tradizionali, si sono estesi i derivati, i fondi *hedge*, i titoli indice, i prodotti strutturati, i prodotti assicurativi con contenuto finanziario.

D’altra parte, con la riconduzione del debito pubblico entro limiti definiti e, soprattutto con l’introduzione dell’Euro, si sono allentate le pressioni sul tasso d’inflazione e, di riflesso, sul tasso di interesse. I rendimenti a due cifre, tipici degli anni settanta e ottanta, sono stati ricondotti rapidamente a valori assai modesti. Depurati dall’inflazione, i tassi sugli impieghi *free-risk* sono risultati prossimi allo zero: prima del moderato rialzo dei tassi, intervenuto in questi ultimi due anni, il rendimento dei BOT si era mantenuto assai prossimo al tasso d’inflazione. In tali circostanze il conseguimento di un rendimento reale, non può avvenire senza l’assunzione di rischio, tanto più esteso quanto più ambizioso è l’obiettivo dei risultati che si vuole conseguire nei propri impieghi finanziari.

Da qui l’esigenza di disporre di regole di mercato chiare e trasparenti ed un’opportuna tutela del piccolo risparmiatore che si è venuto affacciando sul mercato.

In altri termini il popolo dei BOT è stato gradualmente iniziato al mercato, attraverso l’istituzione di intermediari che lo possono supportare e attraverso il dispiego di un’estesa normativa volta sia a conseguire livelli di elevata trasparenza dell’operatività sia a creare condizioni giuridiche di tutela di quella forma di risparmio che, nei documenti di studio dei primi anni novanta si definiva “risparmio inconsapevole”, cioè quel risparmio gestito direttamente dal Settore Famiglia, poco emancipato, che poteva facilmente andare incontro a rischi impropri, derivanti da un’asimmetria informativa in un mercato evoluto e sofisticato. Questo, per taluni aspetti, era un fenomeno tutto italiano, sia per la storica concentrazione del risparmio presso il Settore Famiglia, sia per l’assenza di investitori istituzionali, fondi comuni e fondi pensione, da decenni presenti in altri paesi europei.

In Italia il ruolo degli investitori istituzionali non ha ancora avuto uno sviluppo adeguato. I fondi pensione si vengono sviluppando con ritardo, i fondi comuni segnano il passo:

è aumentato, invece, apprezzabilmente nel portafoglio delle Famiglie la presenza di polizze assicurative a contenuto finanziario e di obbligazioni bancarie caratterizzate da una struttura complessa e di difficile valutazione.

Nonostante l'istituzione e diffusione di soggetti istituzionali preposti alla gestione del risparmio, questo è rimasto nelle cure del risparmiatore. Il risparmio gestito dagli Investitori istituzionali è in Italia pari a circa il 30% delle attività finanziarie delle Famiglie, contro valori prossimi al doppio negli altri paesi industrializzati. L'anomala dimensione del risparmio direttamente amministrato dalle Famiglie, condiziona apprezzabilmente comportamenti, scelte di impiego, dinamiche di mercato e, non da ultimo, l'impostazione stessa della normativa relativa alla prestazione dei servizi finanziari.

Nonostante l'estesa e puntuale normativa introdotta negli anni novanta, il risparmio della clientela *retail* non ha potuto beneficiare di un adeguato livello di tutela e protezione. I fatti intervenuti negli ultimi anni – si pensi ai casi di Cirio, Argentina, Parmalat – ma anche le frequenti contestazioni nei servizi finanziari prestati dagli intermediari, hanno minato la fiducia dei risparmiatori³. Le aule dei Tribunali sono piene di vertenze che coinvolgono per lo più piccoli risparmiatori che, ingenuamente – alla ricerca forse di quei rendimenti elevati che avevano caratterizzato il decennio precedente – si sono lasciati indurre ad impieghi ad elevato rischio.

Nelle numerose vicende giudiziarie che si sono susseguite negli ultimi anni si è verificato che i principi del Testo Unico della Finanza e il Regolamento Consob conducono spesso a soluzioni giudiziarie nelle quali il piccolo risparmiatore non è soccombente: la griglia di norme stabilite dal legislatore e i regolamenti operativi predisposti dalla Consob, consentono facilmente di evidenziare violazioni ed irregolarità. Nonostante l'estremo tecnicismo e professionalità della materia finanziaria, i giudici hanno dimostrato nel loro operato un'attenta preparazione e sensibilità agli equilibri contrattuali, alla trasparenza e correttezza dei rapporti e dei comportamenti.

Ma è una magra consolazione: la normativa non è riuscita a prevenire irregolarità e fatti anomali, anche se in molti casi, *ex post*, i risparmiatori hanno trovato ragione nelle aule dei Tribunali. Occorre per altro sottolineare che per una parte di risparmiatori che si attiva per

³ In un intervento del dott. E. Cervone, nell'ambito della Consumer's week, organizzata dalla Unioncamere a Roma il 28/11/05 si riporta: "Una ricerca della Consob, condotta utilizzando i dati derivati da un'indagine campionaria basata su sondaggi e interviste, ha evidenziato che, tra la fine del 2001 e del 2003 il numero di Famiglie che detenevano attività finanziarie è passato dal 42 al 35 per cento. La fiducia riposta da parte delle Famiglie nel servizio di gestione professionale del risparmio è scesa dal 35 al 10 per cento.

trovare soddisfazione in Tribunale, vi è una parte dei risparmiatori non trascurabile che, per timori e vischiosità psicologiche ed operative rinuncia e subisce le conseguenze del disservizio.

La Direttiva 2004/39/CE e i provvedimenti di 2° livello.

Con la Direttiva comunitaria n. 2004/39/CE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, conosciuta come MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*) si è integrato e in buona parte sostituito il quadro normativo della precedente Direttiva del '93 (*ISD Investment Service Directive*).

Come aveva avuto modo di precisare la Commissione al Parlamento e al Consiglio Europeo nel '00, le forze di mercato, amplificate dalla moneta unica, spingono verso un mercato finanziario integrato. La tecnologia dell'informazione sta rivoluzionando le prassi di mercato: si liberano gradi di efficienza e di abbassamento dei costi, il cui conseguimento richiede una radicale revisione della disciplina vigente⁴.

Occorre al riguardo osservare che le disposizioni comunitarie definiscono un sistema normativo estremamente puntuale, dal quale il legislatore e le Autorità di vigilanza non possono discostarsi. La scelta è stata quella di passare da un'armonizzazione minima ad un'armonizzazione forte: l'obiettivo è quello di conseguire una normativa uniforme in tutti i paesi della Comunità onde realizzare condizioni paritarie per gli operatori di mercato ed evitare arbitraggi regolamentari.

Con la Direttiva MiFID si introduce un nuovo approccio normativo, noto come "procedura Lamfalussy" che prevede quattro livelli legislativi:

- provvedimenti di 1° livello, varati dal Consiglio e dal Parlamento Europeo, su proposta della Commissione, nei quali vengono definiti i principi generali;
- provvedimenti di 2° livello, adottati dalla Commissione sulla base di un parere del CESR (*Committee of European Securities Regulators – Comitato delle Autorità Europee di Regolamentazione*), dopo averle sottoposte all'approvazione dell'ESC (*European Securities Committee – Comitato Europeo dei Valori mobiliari*), composto da rappresentanti dei Ministeri

⁴ Dopo gli scandali finanziari il legislatore era intervenuto con la legge del dicembre '05 n. 262 al fine di rafforzare la tutela degli investitori, precisando i termini comportamentali degli intermediari ed imponendo agli stessi di classificare, sulla base di criteri dettati dalla Consob, il grado di rischiosità dei prodotti finanziari e delle gestioni patrimoniali e ribadendo gli obblighi di segnalazione scritta di inadeguatezza. Tale norma non ha avuto alcun seguito: ancor prima di divenire operativa è stata abrogata dall'art. 10 della legge comunitaria del febbraio scorso, con la quale è stato delegato il governo di dare attuazione alla Direttiva 2004/39/CE.

delle Finanze, e previo parere del Parlamento Europeo; tali provvedimenti riguardano le misure tecniche necessarie per implementare a livello operativo le decisioni assunte al 1° livello;

- provvedimenti di 3° livello, costituiti da linee guida non vincolanti, dettate dal CESR per una uniforme applicazione della legislazione europea;
- provvedimenti di 4° livello, riconducibili all'attività di monitoraggio da parte della Commissione sul corretto recepimento della legislazione europea nei contesti legislativi degli Stati membri. Procedure di infrazione presso la Corte Europea di Giustizia, possono essere avviate dalla Commissione nei confronti di chi venga meno al rispetto della normativa.

E' evidente che il processo di accentramento a livello comunitario della definizione di norme sempre più dettagliate va ad occupare spazi regolamentari che sino ad ora erano di esclusiva competenza delle autorità di vigilanza nazionale. Se non si interviene in tali sedi, poco o nulla può essere fatto in sede di recepimento.

Per altro la Direttiva di 2° livello 2006/73/CE prevede espressamente che è precluso agli Stati membri l'aggiunta di norme più stringenti rispetto a quelle previste. Solamente in casi circoscritti e previsti dalla stessa Direttiva, qualora si configurino rischi non adeguatamente gestiti dalla Direttiva stessa, gli Stati possono adottare norme ulteriori, ma in questo caso le misure devono essere comunicate alla Commissione che ne valuta la congruità⁵.

In altri termini, estremizzando il concetto, sarebbe stato sufficiente un solo articolo per recepire la Direttiva.

Le rilevanti modifiche introdotte con la Direttiva hanno trovato applicazione dal 1 novembre '07. La Banca d'Italia e la Consob hanno predisposto i necessari Regolamenti.

Le modifiche sono riportate nella Direttiva 2004/39/CE (MiFID – 1° Livello: principi generali) e nei provvedimenti di esecuzione (2° Livello), emanati dalla Commissione Europea, Direttiva 2006/73/CE (requisiti di organizzazione e condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento) e Regolamento CE 1287/06 (obblighi in materia di comunicazione delle operazioni, trasparenza del mercato, ammissione alla negoziazione). Il D. Lgs 17 settembre '07 n. 164⁶ ha apportato le conseguenti modifiche al precedente D. Lgs. 24 febbraio

⁵ Il settimo considerando della Direttiva 2006/73/CE prevede: per assicurare l'applicazione uniforme delle varie disposizioni della direttiva 2004/39/CE, è necessario stabilire una serie di requisiti armonizzati in materia di organizzazione e di esercizio dell'attività delle imprese di investimento. Di conseguenza gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all'atto del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva, salvo qualora quest'ultima lo preveda espressamente.

⁶ L'art. 10 della legge 6 febbraio '07, n. 13, modificando la legge 18 aprile '05, n. 62 ha specificato i principi e i criteri direttivi per l'esercizio della delega conferita al Governo per recepire la MIFID; il termine per l'esercizio della delega è stato poi prorogato al 30 settembre '07 con legge n. 77/07.

'98 n. 58. I nuovi Regolamenti Consob, in materia di intermediari e mercati, sono stati adottati con Delibere n. 16190 (relativa agli intermediari) e n. 16191 (relativa ai mercati) del 29 ottobre 2007⁷.

E' stato ampliato sia l'ambito dei servizi di investimento, includendovi l'attività di consulenza e la gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione, sia l'ambito degli strumenti finanziari, includendovi anche i derivati su merci e su crediti,

In estrema sintesi le modifiche introdotte con la Direttiva MiFID riguardano:

- a) l'eliminazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi;
- b) la revisione ed estensione della disciplina della *best execution*;
- c) una diversa classificazione della clientela: clientela *retail*, clientela professionale, controparti qualificate;
- d) un diverso assetto degli obblighi di trasparenza, prima e dopo la negoziazione;
- e) l'estensione del novero dei servizi finanziari all'attività di consulenza⁸;
- f) l'introduzione delle operazioni c.d. "*execution only*" per le quali, in presenza di strumenti finanziari "non complessi" vengono meno gli obblighi di informazione al cliente e il controllo di adeguatezza;
- g) una diversa disciplina del conflitto di interesse incentrata sull'assetto organizzativo e regolamentare interno dell'intermediario oltre che sull'informazione al cliente;

Altre, non secondarie, modifiche interessano poi la disciplina degli incentivi, l'elevazione degli studi e ricerche a servizio accessorio, il rafforzamento dell'attività di controllo.

Occorre osservare che l'obiettivo ambizioso della Direttiva è quello di uniformare la normativa su tutto il territorio della Comunità, così che un intermediario finanziario potrà operare ovunque rispettando le regole del proprio paese sia per quanto concerne la procedura di autorizzazione sia, soprattutto, per quanto concerne le regole di comportamento e tutela degli investitori.

⁷ Per completezza occorrerebbe menzionare anche il Regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob, concernente i profili organizzativi degli intermediari, nonché il Regolamento Banca d'Italia relativo al capitale minimo e all'operatività all'estero delle SIM. Si osserva per altro che è stata prevista un'articolata disciplina transitoria.

⁸ La consulenza finanziaria – intesa come raccomandazione personalizzata ad un cliente concernente una o più operazioni relative a strumenti finanziari - è tornata ad essere considerata come servizio finanziario (già lo era nella legge n. 1/91) in considerazione della sua rilevanza nelle scelte di allocazione del risparmio. Ad essa viene inoltre associato il massimo grado di protezione previsto dalla norma.

La direttiva si è posta l'obiettivo di innalzare il grado di concorrenza nella prestazione dei servizi finanziari, rafforzando da un lato la libera circolazione delle imprese di investimento e delle banche e dall'altro estendendo i luoghi di esecuzione delle negoziazioni.

Il controllo sulle prestazioni dei servizi viene, in buona parte, rimesso alle autorità del Paese d'origine: per tale motivo l'armonizzazione è stata portata al grado massimo, pervadendo l'area dell'organizzazione interna, i conflitti di interesse, le regole di condotta e di rapporto con la clientela.

La maggiore concorrenza fra sistemi di negoziazione viene perseguita con l'abolizione degli obblighi di concentrazione degli scambi sui mercati ufficiali, affiancando ai mercati regolamentati i *Multilateral Trading Facilities* (MTFs) e gli internalizzatori sistemici.

In Italia esistono ben 357 sistemi di scambi organizzati (SSO) dove le banche trattano le loro obbligazioni. I sistemi multilaterali previsti dalla Direttiva sono sistemi analoghi che consentono l'incontro – al loro interno e secondo regole predefinite – di interessi relativi a strumenti finanziari multipli di acquisto e vendita di terzi: su un piano pratico l'MTF non si differenzia molto da una borsa. L'internalizzatore costituisce invece l'attività di acquisto e vendita diretta, effettuata in modo organizzato, frequente e sistematico, che l'intermediario potrà effettuare operando dal proprio portafoglio. I rischi di frammentazione degli scambi con conseguenze negative sui processi di *price discovery*, scarsa liquidità e conseguente minor rappresentatività dei prezzi, vengono presidiati da un insieme di regole funzionali alla trasparenza, alla formazione dei prezzi, alla *best execution* delle operazioni⁹.

La fiducia nel corretto funzionamento dei mercati finanziari viene perseguita attraverso un equilibrato concerto di compiti e responsabilità: la vigilanza pubblica, l'etica e autoregolamentazione degli intermediari, i controlli interni, il perseguimento di una maggiore consapevolezza del risparmiatore attraverso forme di educazione più incisive. All'ordinaria funzione giurisprudenziale, l'ordinamento comunitario privilegia la sanzione amministrativa, che risulta più rapida, incisiva e valorizza la funzione tecnica dell'organo di vigilanza.

Aspetti di criticità della Direttiva per i risparmiatori *retail*.

Un cambiamento rilevante, forse il più rilevante, riportato nella Direttiva è l'introduzione di una significativa gradazione del livello di protezione dell'investitore a seconda

⁹ La concentrazione in un solo luogo di tutte le operazioni di acquisto e vendita minimizza la possibilità di esecuzioni di ordini a condizioni sub-ottimali: il mercato concentrato offre a tutti gli investitori (*retail* e professionali) tendenzialmente le medesime condizioni di esecuzione. Questo è un apprezzabile vantaggio per il risparmiatore *retail* che non dispone di adeguata *expertise* e informazione.

del servizio prestato (oltre che delle caratteristiche dell'investitore stesso): gli obblighi di informazione e di comportamento risultano intensi e pervasivi per i servizi di gestione e di consulenza finanziaria, divengono più labili quando si passa a servizi meno discrezionali e possono divenire pressoché assenti nel servizio c.d. “*execution only*”.

Nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di portafogli, dove la discrezionalità dell'intermediario risulta ampia e diffusa, la protezione dell'investitore risulta più elevata, essendo previste le usuali regole di protezione e raccolta di informazioni in materia di: i) conoscenza ed esperienza in materia di investimenti; ii) situazione finanziaria e reddituale; iii) obiettivi di investimento. In assenza di informazioni e/o in presenza di valutazione di inadeguatezza, all'intermediario è posto l'obbligo di non prestare i servizi richiesti.

Mentre per il servizio di consulenza e per le gestioni di portafoglio si parla di “valutazioni di adeguatezza”, per gli altri servizi di investimento si parla invece di “valutazione di appropriatezza”, circoscritta ad un dovere di consulenza incidentale ed ad un accertamento che il cliente abbia il livello di conoscenza ed esperienza necessario per comprendere il servizio e il prodotto offerto o richiesto. L'intermediario quindi non entra nel merito dell'adeguatezza del prodotto alla profilatura del cliente, si limita ad accertare che lo stesso sia in grado di comprendere quanto offerto o richiesto.

Per altro la segnalazione di “non appropriatezza” potrà essere rilasciata anche in forma standardizzata.

Pertanto, nella mera ricezione e trasmissione di un ordine, il principio di adeguatezza viene sostituito dal principio di appropriatezza, che comporta una responsabilità dell'intermediario più limitata e, allorché oggetto di tali ordini siano strumenti finanziari non complessi, l'intermediario finanziario risulta esentato anche da tale valutazione.

Si ritiene che detta modifica possa essere fonte di problemi in quanto svincola, quando non sopprime, quel caposaldo che ha consentito sino ad oggi di presidiare e tutelare l'investitore e ha costituito un punto di forza nelle aule dei Tribunali.

La Direttiva prevede che nelle operazioni di “*execution only*” l'intermediario è esentato dal raccogliere informazioni sul cliente e dal valutare l'appropriatezza dell'operazione stessa al ricorrere di quattro condizioni: a) oggetto dell'operazione è uno strumento finanziario non complesso; b) il servizio è prestato su iniziativa del cliente; c) l'intermediario deve preventivamente informare il cliente che non è tenuto a valutare alcuna idoneità; d) l'intermediario rispetta gli obblighi previsti per il conflitto di interesse.

La definizione di strumento finanziario non complesso è assai ampia, ricomprendendo – oltre ad azioni negoziate in un mercato regolamentato o in un mercato equivalente, gli strumenti

di mercato monetario, obbligazioni, OICR armonizzati – ogni altro strumento finanziario che sia sufficientemente trattato e per il quale siano disponibili sufficienti informazioni sugli elementi che li caratterizzano.

Gli obblighi di informazione e di comportamento sono poi graduati, distinguendo il cliente al dettaglio, l'investitore professionale e la controparte qualificata. Sia per la valutazione di adeguatezza che di appropriatezza delle operazioni, la Direttiva prevede che quando il servizio è prestato a clienti professionali, l'intermediario ha il diritto di presumere un livello di conoscenza adeguato o appropriato all'investimento (appropriatezza). Infatti il cliente professionale è individuato come il cliente che possiede l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni e valutare correttamente i rischi. Per le persone fisiche occorre che ricorrano due presupposti: a) che vi sia un'esplicita richiesta del cliente; b) che vengano soddisfatti due dei tre seguenti requisiti: i) una certa frequenza di operazioni di dimensione apprezzabile; ii) un portafoglio di dimensione significativa; iii) una maturata esperienza nel settore finanziario derivante dalla propria attività lavorativa. Per le imprese la qualifica è riservata a quelle di grandi dimensioni, misurate in termini di fatturato, totale di bilancio e fondi propri. Rimane ferma la possibilità di essere considerati operatori al dettaglio e godere quindi di una protezione più elevata. Le controparti qualificate costituiscono un sottoinsieme degli investitori professionali, che per attività dimensione e natura trovano opportuno rientrare in tale classificazione che, se da un lato offre una minore protezione, dall'altro offre condizioni di servizio e costi migliori.

Alla luce delle succinte puntualizzazioni sopra illustrate, appare evidente che rispetto alla disciplina in essere, la nuova normativa viene a limitare in maniera consistente gli elementi di tutela del cliente *retail*: permane un'apprezzabile protezione nel risparmio gestito, si attenua notevolmente la protezione nel risparmio amministrato.

Le attività finanziarie dei risparmiatori italiani sono per lo più posizionate sul risparmio amministrato: il risparmio gestito, dopo le scarse performance mostrate negli ultimi anni, è venuto assumendo una quota assai limitata nel portafoglio delle famiglie italiane.

In presenza di una cultura finanziaria assai limitata, dove l'emancipazione del risparmiatore italiano – a differenza di altri paesi – è ancora ad uno stadio embrionale, il notevole ridimensionamento delle griglie di protezione del risparmiatore *retail* che si determinerà, rischia di minare ulteriormente la fiducia nei mercati e negli intermediari, già apprezzabilmente compromessa dai fatti intervenuti negli ultimi anni.

Si ha l'impressione che sia mancata un'adeguata rappresentanza delle peculiari esigenze italiane in sede di stesura di Direttive e Regolamenti. La forte riduzione degli spazi

regolamentari nazionali – perseguita con l’adozione della procedura Lamfalussy – richiedeva un processo di maggiore trasparenza, nel quale fossero coinvolte tutte le parti interessate, al fine di rappresentare le proprie esigenze, il proprio punto di vista, le proprie esperienze. Questo non sembra sia stato significativamente conseguito con la Mifid. Si è realizzato sul piano europeo un ridimensionamento di quei presidi giuridici che il T.U.F. del '98 aveva posto a tutela del piccolo risparmiatore: il nuovo testo mal si attaglia alla realtà italiana ed appare invece più rispondente ad una cultura anglosassone che per tradizione, storia e prassi regolamentare è più funzionale ad investitori istituzionali che ad investitori *retail*. l’approccio al mercato del risparmiatore italiano è, invece, per le considerazioni sviluppate in premessa, culturalmente carente, storicamente ancora non consolidato e, soprattutto, è ancora, in buona parte, improntato alla gestione diretta: solo una parte limitata del risparmio risulta affidata ad operatori professionali, gli unici che possano colmare compiutamente il gap tecnico ed informativo che il risparmio incontra quando accede a mercati più sofisticati.

E’ ora necessario intervenire compiutamente in questa fase, incentrata sul 3 livello, in seno al CESR, per addivenire ad una condivisione di prassi attuative (c.d. *best practices*) che vadano, per quanto possibile, a meglio presidiare la prestazione dei servizi finanziari al risparmio *retail*.

I pervasivi dettagli regolamentari e i ristretti margini temporali imposti per una pronta applicazione, costituiscono, per l’Italia, una forzatura che rischia di risolversi in uno stato di confusione e disorientamento. Gli obiettivi della MIFID risultano assai ambiziosi, i margini di efficienza acquisibili elevati, ma, prima che si dispieghino e realizzino gli effetti della nuova disciplina, appaiono non trascurabili i rischi di un travagliato processo di aggiustamento e messa a punto delle numerose componenti che devono, di concerto, interagire: quanto meno nell’immediato, i benefici risultano più rivolti agli investitori istituzionali che al risparmio *retail*: per quest’ultimo le condizioni di trasparenza e tutela appaiono al momento pregiudicate.

dott. Roberto Marcelli

Torino, 20 febbraio 2008