

**UNIVERSITÀ DELLA VALLE D'AOSTA
UNIVERSITÉ DE LA VALLÉE D'AOSTE**



**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E POLITICHE
CORSO DI LAUREA IN SCIENZE DELL'ECONOMIA E DELLA GESTIONE AZIENDALE**

ANNO ACCADEMICO 2025/2026

TESI DI LAUREA

Profili attuali della disciplina del servizio di consulenza finanziaria: Fattispecie e disciplina

DOCENTE 1° relatore:
Prof. Sfameni Paolo Domenico

STUDENTE:
20 C05 744
Ramolivaz Michelle

Sommario

INTRODUZIONE	5
1. Contesto storico e evoluzione normativa della consulenza in materia di investimenti	9
1.1 Introduzione: contesto storico e evoluzione normativa	9
1.2 La legge n. 1/1991 e l'emersione della consulenza nel servizio di investimento	10
1.3 Testo Unico della Finanza e il rafforzamento del quadro normativo	13
1.4 Le crisi societarie Cirio e Parmalat e l'emersione delle criticità del sistema di vigilanza e della tutela dell'investitore.....	15
1.5 La direttiva MiFID I e la prima armonizzazione europea nei servizi di investimento	19
1.6 La direttiva MiFID II e il rafforzamento della tutela dell'investitore	21
1.7 Il sistema delle fonti: il ruolo degli orientamenti ESMA e CONSOB	24
Bibliografia.....	28
2. La consulenza in materia di investimenti: fattispecie e evoluzione	29
2.1 Introduzione	29
2.2 La fattispecie della consulenza finanziaria.....	31
2.3 La riserva di attività e i presupposti organizzativi	34
2.4 Il principio di adeguatezza nella consulenza in materia di investimenti	39
2.4.1 Il quadro normativo	39
2.4.2 La nozione di adeguatezza	41
2.4.3 Il contenuto della valutazione di adeguatezza e la raccolta delle informazioni	43
2.4.4 La valutazione di adeguatezza e la funzione nella raccomandazione	45
2.4.5 La centralità dell'investitore nella valutazione di adeguatezza.....	46
2.5 Le modalità di erogazione della consulenza in materia di investimenti	47
2.5.1 Inquadramento normativo e obblighi informativi.....	48
2.5.2 La consulenza su base indipendente	51
2.5.3 La consulenza non indipendente.....	54
2.5.4 Prestazione congiunta della consulenza indipendente e non indipendente.....	56
2.5.5 Soggetti e assetto organizzativo della prestazione del servizio.....	57
2.5.6 Modello distributivi e organizzativi del servizio di consulenza	59
2.6 La disciplina della product governance.....	60
2.6.1 La disciplina della product governance	62
2.6.2 La product governance nella consulenza in materia di investimenti.....	64
2.7 L'evoluzione del settore finanziario e l'automazione	64
Bibliografia.....	67
3. La consulenza automatizzata	69
3.1 Introduzione	69

3.2 La funzione del robo-advice e le ragioni della diffusione	70
3.2.1 La riduzione dei costi del servizio	71
3.2.2 Ampliamento della clientela e riduzione dell’advice gap	74
3.2.3 L’incremento dell’efficienza operativa	75
3.3 Il modello organizzativo	76
3.3.1 Il modello puro	77
3.3.2 Il modello ibrido	78
3.3.3 I modelli di business: B2B e B2C	80
3.3.4 Il funzionamento algoritmico e la supervisione umana	81
3.3.5 I controlli interni e i conflitti di interesse	82
3.3.6 La product governance	84
3.4 La valutazione di adeguatezza nella consulenza automatizzata	85
3.5 I problemi applicativi della disciplina MiFID II.....	87
3.6 Il quadro europeo: IA Act e la privacy	93
3.7 La diffusione del robo-advice	96
Bibliografia.....	99
Conclusione.....	101

INTRODUZIONE

Nel contesto dello sviluppo economico contemporaneo, il mercato finanziario ha progressivamente assunto un ruolo centrale, svolgendo una funzione essenziale di allocazione del risparmio verso gli investimenti e contribuendo, in tal modo, alla promozione della crescita economica nel suo complesso.

Parallelamente a tale evoluzione, si è registrato un costante aumento del numero di soggetti che, con livelli di esperienza eterogenei, si avvicinano al mercato finanziario e, in particolare, ai mercati regolamentati, allo scopo di investire i propri risparmi e conseguire un rendimento. Le crescenti complessità dei mercati e degli strumenti finanziari, nonché la difficoltà di comprenderne il funzionamento e i rischi connessi, hanno tuttavia reso evidente la necessità di affiancare l'investitore mediante un servizio idoneo a supportare le scelte di investimento. In tale contesto si colloca il servizio di consulenza finanziaria, prestato dagli intermediari autorizzati, che si pone l'obiettivo di consentire al risparmiatore di accedere al mercato in modo informato e consapevole.

La consulenza finanziaria si sostanzia nella formulazione di una raccomandazione personalizzata, coerente con il profilo del cliente, attraverso la quale il consulente suggerisce se effettuare o meno determinate operazioni di investimento relative a specifici strumenti finanziari. La raccomandazione ha carattere orientativo e non vincolante: la decisione finale di investimento ricade in capo al risparmiatore, il quale si assume la piena titolarità delle scelte e delle relative conseguenze economiche.

La consulenza finanziaria si distingue nettamente dal servizio di gestione di portafogli, nel quale l'intermediario assume in via diretta e prevalente le decisioni di investimento per conto del cliente. Nel servizio di consulenza, al contrario, l'intermediario svolge una funzione di supporto e orientamento, senza sostituirsi all'investitore nelle scelte operative.

Il ruolo centrale della consulenza finanziaria risiede nella gestione dell'incertezza che caratterizza l'attività di investimento. Tale incertezza deriva, in primo luogo, dall'asimmetria informativa strutturalmente esistente tra il cliente e il mercato, nonché dalla complessità degli strumenti finanziari e dei meccanismi che ne determinano i rendimenti. Attraverso la raccomandazione, la consulenza consente all'investitore di comprendere i rischi e le opportunità connesse alle operazioni proposte, favorendo l'assunzione di decisioni maggiormente consapevoli. Occorre tuttavia precisare che la consulenza non è idonea a eliminare l'incertezza dell'attività di investimento, né a garantire il successo dell'operazione,

essendo l'incertezza un elemento fisiologico del mercato finanziario, strettamente connessa al rischio dell'emittente e all'andamento dei mercati.

Accanto a questa incertezza di natura oggettiva, si configura una ulteriore forma di incertezza, riconducibile alla difficoltà dell'investitore di comprendere pienamente le caratteristiche, il funzionamento e rischi degli strumenti finanziari. In questo senso, la consulenza finanziaria si configura come strumento di riduzione della disinformazione e di riduzione dell'asimmetria informativa, ponendo il risparmiatore nelle condizioni di assumere decisioni razionali e consapevoli.

La crescente rilevanza della consulenza finanziaria assume particolare importanza soprattutto in relazione agli investitori privi di adeguata esperienza, per i quali l'accesso non assistito al mercato risulterebbe eccessivamente rischioso. La mancanza di idoneo supporto può, infatti, determinare perdite significative e compromettere la fiducia nel mercato, con effetti negativi non per il singolo investitore, ma per il corretto funzionamento del mercato nel suo complesso.

La consulenza finanziaria riveste, inoltre, un ruolo rilevante anche sotto il profilo macroeconomico, in quanto, indirizzando le scelte di investimento, favorisce il trasferimento del risparmio dai soggetti in surplus ai soggetti con fabbisogno finanziario, contribuendo, a date condizioni, a una più efficiente allocazione delle risorse e incentiva il reinvestimento dei capitali nel mercato. Tali effetti incidono positivamente sul benessere generale e sulla crescita economica.

Da un lato, dunque, il ricorso diretto al mercato dei capitali da parte degli investitori, consente la disintermediazione bancaria, rendendo potenzialmente più efficiente il finanziamento delle imprese; dall'altro, tuttavia la sollecitazione dell'investimento può prestarsi a comportamenti abusivi e scorretti, con ricadute reputazionali e sistemiche volte ad allontanare il risparmio dai mercati di raccolta diretta.

La protezione dell'investitore, parte contraente debole in linea di principio (si ricordi infatti la classificazione degli investitori in clienti professionali e non).

Alla luce delle suddette considerazioni, emerge la necessità di una disciplina giuridica specifica del servizio di consulenza finanziaria che sappia contemperare le diverse esigenze sopra menzionate. Tale esigenza trova fondamento nei comportamenti opportunistici posti in essere, in passato, da alcuni intermediari a danno dei risparmiatori, in particolare di quelli meno esperti, nonché in episodi di collocamento di strumenti finanziari ad elevato rischio presentati come investimenti sicuri, che hanno comportato ingenti perdite per il pubblico degli

investitori. A ciò si è aggiunto un contesto socio-economico caratterizzato da una riduzione delle forme di protezione sociale, che ha indotto famiglie e risparmiatori a esporsi sul mercato finanziario, al fine di costruire forme di previdenza e sicurezza future.

In tale scenario, l'assenza di un'adeguata regolamentazione ha accentuato la vulnerabilità degli investitori, rendendo urgente l'introduzione di strumenti normativi volti a disciplinare l'attività di consulenza e a rafforzare la tutela del risparmio. È in questo contesto che si colloca l'adozione della legge 2 gennaio 1991, n. 1, recante la prima disciplina del mercato mobiliare, cui hanno fatto seguito numerosi interventi normativi a livello nazionale ed europeo. Le successive evoluzioni rappresentate dalle direttive MiFID I e MiFID II, unitamente all'attività delle autorità di vigilanza, hanno progressivamente ampliato e definito il quadro regolatorio, nel tentativo di colmare le lacune esistenti e di assicurare una maggiore protezione dell'investitore.

Questo processo ha tuttavia condotto a una significativa stratificazione normativa, che ha reso complessa l'individuazione dei confini della fattispecie della consulenza finanziaria, delle modalità di prestazione del servizio e delle forme di tutela applicabili al risparmiatore. Solo con l'introduzione della direttiva MiFID II, a partire dal 2014, il legislatore europeo ha definito un assetto più coerente della disciplina, ponendo la tutela dell'investitore al centro del sistema regolatorio.

Le criticità emerse nel percorso evolutivo della disciplina della consulenza per l'investimento assumono oggi nuove forme nel contesto della crescente digitalizzazione dei servizi finanziari e dell'aumento dei risparmiatori retail che si avvicinano ai mercati mobiliari, determinando una fase di profonda innovazione della consulenza finanziaria. Con lo sviluppo e l'integrazione delle tecnologie di Intelligenza Artificiale, sono stati introdotti servizi di consulenza automatizzati e algoritmici, comunemente definiti *robo-advisor*. Le raccomandazioni fornite da tali sistemi sono oggi oggetto di analisi e dibattito in materia di consulenza, in particolare sotto il profilo della necessaria personalizzazione e dell'adeguatezza rispetto al profilo dell'investitore. Ci si interroga, inoltre, se la regolamentazione giuridica sviluppatasi nel corso degli ultimi decenni sia idonea a garantire un'appropriata tutela dell'investitore anche in un contesto tecnologicamente evoluto.

1. Contesto storico e evoluzione normativa della consulenza in materia di investimenti

1.1 Introduzione: contesto storico e evoluzione normativa

La disciplina della consulenza in materia di investimenti si sviluppa nell'ambito di un più ampio processo evolutivo del mercato finanziario, delineatosi a partire dal secondo dopoguerra, caratterizzato da una tutela del risparmio prevalentemente formale. Tale evoluzione si colloca nel quadro costituzionale delineato dall'art. 47 Cost, che attribuisce alla Repubblica il compito di incoraggiare e tutelare il risparmio in tutte le sue forme e di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito.

L'analisi del contesto storico consente di individuare le criticità originarie del sistema e di ricostruire il percorso evolutivo che ha condotto alla progressiva affermazione della consulenza in materia di investimenti come servizio autonomo e alla necessità di implementare la tutela dell'investitore.

In tale contesto, il mercato si caratterizzava per una struttura prevalentemente bancocentrica, in cui le attività di gestione del risparmio e di investimento risultavano accentrate in capo al medesimo intermediario. Ne derivavano criticità rilevanti sotto il profilo della tutela dell'investitore, in quanto le banche tendevano a privilegiare il collocamento di propri strumenti finanziari in assenza di una corretta informativa nei confronti degli investitori. Tale carenza di tutela sostanziale era riconducibile alla frammentazione normativa e all'assenza di una disciplina unitaria, anche a livello europeo.

La vigilanza sui mercati e sugli intermediari era affidata alla Banca d'Italia¹ e alla CONSOB², il cui controllo non risultava tuttavia idoneo a limitare la diffusione di mercati extra-borsistici, quali sedi di negoziazione di titoli atipici caratterizzati da elevata complessità e rischio.³

In ragione del progressivo accumulo di risparmio e dalla crescente esigenza di strumenti per integrare il reddito, si assiste a un aumento della diffusione dell'investimento retail, con un accesso sempre più ampio dei piccoli risparmiatori al mercato finanziario⁴. In tale contesto,

¹ Banca d'Italia, *Dagli anni Cinquanta a Maastricht* disponibile sul sito istituzionale della Banca d'Italia.

² CONSOB, *50 anni di storia. La regolamentazione e la vigilanza sui mercati finanziari dal 1974 al 2024*, volume celebrativo disponibile sul sito istituzionale della CONSOB.

³ CONSOB, *50 anni di storia. La regolamentazione e la vigilanza sui mercati finanziari dal 1974 al 2024*, cit.

⁴ Banca d'Italia, *Relazione annuale per l'anno 1980*, p. 275, disponibile sul sito istituzionale della Banca d'Italia.

la crescente complessità degli strumenti finanziari determina un'accentuazione dell'asimmetria informativa tra investitori e intermediari.

Alla fine degli anni '80 si assiste ad una crisi del sistema dei servizi di investimento, legata all'insufficienza degli strumenti di tutela del risparmio e alla crescente sfiducia nel mercato da parte degli investitori. Emerge dunque la necessità di un intervento normativo volto a disciplinare in modo organico i servizi di investimento e il rapporto tra intermediario e cliente. Su tali basi si sviluppa la disciplina dei servizi di investimento, che trova una prima affermazione, nell'ordinamento italiano, nella legge 2 gennaio 1991 n. 1 e nel Testo Unico della Finanza.

In questo contesto, la progressiva evoluzione della disciplina non si limita alla regolazione del servizio, ma si orienta verso la costruzione di un modello di consulenza fondato sulla qualità della raccomandazione e sulla centralità dell'intermediario quale garante della tutela del risparmio e soggetto responsabile della corretta prestazione del servizio.

Tale evoluzione si inserisce in un più ampio processo di integrazione e armonizzazione dei mercati finanziari a livello europeo, volto a superare la frammentazione normativa degli ordinamenti nazionali e garantire un livello uniforme di tutela degli investitori.

In questa prospettiva, si colloca l'introduzione della direttiva 2004/39/UE (MiFID I), che rappresenta il primo intervento organico europeo in materia di servizi di investimento, successivamente rafforzato dalla direttiva 2014/65/UE (MiFID II), che consolida e amplia il modello di tutela, attribuendo un ruolo centrale alla valutazione di adeguatezza e alla qualità della raccomandazione.

L'attuazione della disciplina europea si caratterizza per il crescente ricorso alle fonti di natura secondaria e degli strumenti di soft law, attraverso i quali le autorità di vigilanza, in particolare l'ESMA a livello europeo e la CONSOB a livello nazionale, contribuiscono a orientare l'applicazione delle disposizioni normative e a garantire un'interpretazione uniforme.

1.2 La legge n. 1/1991 e l'emersione della consulenza nel servizio di investimento

Nel contesto delineato, il primo intervento organico volto a disciplinare i servizi di investimento è rappresentato dalla legge 2 gennaio 1991, n. 1. Le carenze del quadro normativo precedente e la frammentazione della disciplina conducono all'emanazione di tale

legge, che segna un punto di svolta nel processo di regolamentazione del mercato finanziario italiano. Con tale normativa emerge una visione unitaria dei mercati mobiliari e dell'attività di intermediazione, superando la precedente disorganicità del quadro regolatorio e ponendo le basi per una progressiva evoluzione della tutela del risparmio.

La legge introduce una disciplina strutturata delle attività di intermediazione mobiliare, individuando una pluralità di servizi, tra cui la negoziazione per conto proprio, il collocamento di strumenti finanziari, la gestione di portafogli e patrimoni, **la consulenza in materia di valori mobiliari** e l'attività di promozione finanziaria⁵. La consulenza in materia di valori mobiliari risulta ricompresa tra le attività di intermediazione mobiliare riservate agli intermediari autorizzati, mentre ulteriori attività, quali la consulenza in materia di struttura finanziaria, strategia e organizzazione dell'impresa, rientrano nel perimetro delle attività accessorie rispetto ai servizi di investimento.

La nozione di consulenza in materia di valori mobiliari definita dalla legge n. 1/1991 risulta, inoltre, particolarmente ampia, anche in ragione dell'intervento regolamentare della CONSOB⁶, la quale ricondusse nell'ambito dell'attività di consulenza anche le pubblicazioni, documentazioni informative, ricerche e altri documenti scritti relativi a strumenti finanziari.

Viene così effettuata una prima distinzione funzionale tra le diverse attività svolte dagli intermediari, ponendo le basi per la successiva evoluzione della consulenza finanziaria come servizio autonomo. In tale fase, tuttavia, la consulenza non assume ancora piena autonomia, collocandosi all'interno delle attività esecutive e distributive dell'attività dell'intermediario.

Elemento centrale della nuova disciplina è rappresentato dall'introduzione di un sistema di regole di condotta in capo agli intermediari, quali diligenza, correttezza e professionalità nel rapporto con il cliente, volte a incrementare il livello di tutela del risparmio.

La legge disciplina, inoltre, le modalità di esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare, individua i soggetti abilitati e prevede un sistema di vigilanza affidato alla CONSOB nonché un regime sanzionatorio di natura amministrativa che penale.

A decorrere dall'entrata in vigore della legge n. 1/1991, l'esercizio dei servizi di investimento è assoggettato a riserva di attività in favore di società di intermediazione mobiliare (SIM)⁷, subordinata all'autorizzazione e all'iscrizione in apposito albo tenuto dalla CONSOB.

⁵ Legge 2 gennaio 1991 n. 1, art. 1, comma 2, relativo all'individuazione delle attività di intermediazione mobiliare.

⁶ La quale interviene mediante il regolamento n. 5387/1991 e il regolamento n. 8850/1994.

⁷ Legge 2 gennaio 1991 n. 1, art. 2, comma 1, in tema di soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi di investimento.

L'accesso all'attività è condizionato al possesso di requisiti rigorosi, volti a garantire l'affidabilità e la solidità dell'intermediario, tra cui la forma societaria per azioni, la sede legale nel territorio nazionale, un capitale minimo e requisiti di onorabilità e professionalità in capo agli esponenti aziendali⁸.

Per lo svolgimento dell'attività di offerta dei servizi di investimento al di fuori della sede sociale, la legge prevede il ricorso esclusivo a promotori finanziari iscritti in apposito albo istituito presso la CONSOB. La società di intermediazione risponde dei danni eventualmente cagionati dai promotori nell'esercizio dell'attività, configurando un primo modello di responsabilità dell'intermediario⁹. Alla CONSOB è attribuito il potere di prescrivere, mediante regolamenti, le regole di condotta dei promotori nei confronti del pubblico, i sistemi di controllo interno e i provvedimenti disciplinari. In caso di gravi violazioni o di recidiva è prevista la cancellazione del promotore dall'albo¹⁰.

Oltre alla regolamentazione dei promotori, la legge impone specifici obblighi di comportamento in capo alle società di intermediazione, che devono operare nei confronti del pubblico nell'osservanza dei principi di diligenza, correttezza e professionalità. In questo contesto risulta significativamente rafforzato il ruolo della CONSOB e della Banca d'Italia in qualità di autorità di vigilanza sui mercati mobiliari, alle quali sono attribuiti poteri ispettivi e di richiesta di documentazione attestante l'attività svolta dalle società di investimento.

Nonostante il rafforzamento del quadro normativo, risultano ancora presenti alcuni limiti strutturali, che circoscrivono la tutela del risparmiatore. In particolare, il concetto di adeguatezza dell'investimento in relazione al profilo del cliente, non risulta ancora strutturato al fine di garantire un'effettiva personalizzazione della raccomandazione. La disciplina non prevede ancora una distinzione tra categorie di cliente in relazione al grado di esperienza e conoscenza del mercato, né introduce una classificazione tra investitori retail e professionali, né determina obblighi in materia di gestione dei conflitti di interesse.

La tutela del risparmio, seppur rafforzata rispetto al passato, risulta ancora indiretta e non pienamente adeguata in relazione alla crescente complessità dei mercati finanziari. In tale contesto, la consulenza non si configura ancora come servizio fondato sulla qualità della raccomandazione, ma si inserisce in un più ampio contesto di attività svolte

⁸ Legge 2 gennaio 1991 n. 1, art 3, commi 1 e 2, concernenti i requisiti patrimoniali e organizzativi degli intermediari.

⁹ Legge 2 gennaio 1991 n. 1, art. 5, commi 1 e 2, relativo alla disciplina dei promotori finanziari e alla responsabilità dell'intermediario nella prestazione del servizio.

¹⁰ Legge 2 gennaio 1991 n. 1, art. 5, comma 8, in materia di poteri regolamentari della CONSOB e obblighi di comportamento degli intermediari.

dall'intermediario. Nonostante le innovazioni, persistono spazi di incertezza e lacune normative che contribuiranno al verificarsi di rilevanti criticità applicative e renderanno necessario un ulteriore intervento del legislatore nazionale e europeo.

L'impostazione delineata dalla legge 1/1991 subirà un significativo mutamento con il recepimento della direttiva 93/22/CE (Investment Services Directive - ISD) mediante il d.lg 23 luglio 1996 n. 415 (c.d decreto Eurosim). In tale contesto, il legislatore liberalizza la consulenza, sottraendola alla riserva di attività e ricollocandola tra i servizi accessori. La consulenza in materia di valori mobiliari, rinominata consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, non costituisce più attività di intermediazione mobiliare riservata, potendo essere svolta anche da soggetti non autorizzati. Il Testo Unico della Finanza del 1998 confermerà tale impostazione, che verrà successivamente modificata con il recepimento della direttiva MiFID I, che ricondurrà nuovamente la consulenza tra i servizi assoggettati a riserva di attività.

La legge 1/1991 si configura, quindi, come il primo passaggio di un ampio processo di regolamentazione dei servizi di investimento, destinato ad essere gradualmente sviluppato e integrato, a livello nazionale, con l'introduzione del Testo Unico della Finanza e, a livello europeo, con l'introduzione della direttiva MiFID. Si delinea dunque un primo assetto normativo, caratterizzato da un rafforzamento delle tutele e da una più attenta regolamentazione dei mercati mobiliari e delle operazioni di negoziazione.

1.3 Testo Unico della Finanza e il rafforzamento del quadro normativo

Nel 1998 viene emanato il Testo Unico della Finanza mediante il decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58¹¹, con l'obiettivo di introdurre una regolamentazione organica in materia di tutela degli investitori, stabilità del sistema finanziario e dei mercati¹².

Tale intervento si colloca in un più ampio percorso di progressiva sistematizzazione e coordinamento della disciplina, volte a superare la frammentazione del quadro normativo vigente. In tale prospettiva risulta fondamentale il rafforzamento della tutela del risparmio e della fiducia degli investitori nei mercati finanziari.

Prosegue la tipizzazione dei servizi di investimento, avviata con la legge n. 1/1991. Il TUF fornisce una definizione più precisa delle attività aventi ad oggetto strumenti finanziari,

¹¹ Nel presente paragrafo i riferimenti al TUF devono intendersi effettuati al testo originario del d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58, vigente al momento della sua introduzione.

¹² d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, art. 5, comma 1, in materia di finalità della vigilanza sui mercati finanziari.

disciplinando la negoziazione per conto proprio, l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, la gestione di portafogli e i servizi accessori, tra i quali viene identificata anche la consulenza in materia di investimenti¹³. Viene così confermata la separazione funzionale tra le diverse attività svolte dall'intermediario, mentre la consulenza continua a collocarsi nell'ambito dei servizi accessori, pur inserendosi in un quadro normativo più strutturato e maggiormente orientato alla tutela dell'investitore. Essa rimane, infatti, strettamente collegata ad altre attività di investimento, senza che sia chiaramente delineata la sua funzione in relazione alla qualità della raccomandazione.

Nel nuovo assetto delineato dal TUF assume rilievo la disciplina del comportamento degli intermediari, che viene disciplinata attraverso un sistema di regole di condotta e mediante l'intervento delle autorità di vigilanza, individuate nella CONSOB e nella Banca d'Italia¹⁴. In particolare, la normativa prevede che gli intermediari operino nel rispetto dei principi di diligenza, correttezza e trasparenza nei confronti dei clienti, imponendo il divieto di porre in essere comportamenti non chiari o fuorvianti. In tale assetto normativo si configura una prima disciplina dei conflitti di interesse, imponendo agli intermediari di dotarsi di strutture organizzative idonee a minimizzare tale rischio, garantendo nei confronti dei clienti trasparenza e equo trattamento.

Non risultano ancora pienamente strutturati i principi di adeguatezza e di appropriatezza dell'investimento, che assumeranno un ruolo centrale nella disciplina successiva. Tuttavia, il TUF pone le basi per il loro sviluppo, introducendo un primo rafforzamento degli obblighi informativi e di acquisizione di informazioni sul cliente, al fine di orientare la prestazione del servizio di investimento in modo coerente con le sue esigenze¹⁵. Permane quindi una tutela del risparmiatore, che sebbene rafforzata rispetto al passato, non risulta ancora pienamente orientata alla personalizzazione della raccomandazione.

Il TUF prevede che il rapporto tra intermediario e cliente per la prestazione di servizi di investimento e accessori, sia regolata mediante un contratto redatto per iscritto¹⁶, a pena di nullità, introducendo così una disciplina formale nel rapporto tra le parti.

¹³ d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, art. 1, comma 5, relativo alla definizione dei servizi e delle attività di investimento.

¹⁴ d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, art. 5 comma 1, in tema di esercizio della vigilanza sui mercati e sugli intermediari, e art. 21, relativo ai principi generali di comportamento degli intermediari.

¹⁵ d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, art. 21, comma 1, in tema di obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento.

¹⁶ d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, art. 23, comma 1, relativo alla forma scritta del contratto per la prestazione dei servizi di investimento.

Rispetto alla legge n. 1/1991, si assiste ad un rafforzamento della vigilanza sui mercati mobiliari, realizzato mediante l'attribuzione alla CONSOB e alla Banca d'Italia di più incisivi poteri ispettivi, regolatori e sanzionatori, nell'ambito delle finalità indicate dall'articolo 5 del decreto¹⁷. Ne deriva un sistema di vigilanza più efficace, volte a garantire il corretto funzionamento dei mercati e la tutela del risparmio.

Nonostante l'introduzione di una disciplina più articolata, il TUF presenta ancora limiti strutturali. Persistono, in particolare, significative asimmetrie informative tra intermediario e cliente e una tutela non pienamente adeguata per il risparmiatore retail. Ulteriori criticità emergono nella difficoltà di delineare con precisione l'ambito applicativo della consulenza in materia di investimenti, soprattutto in relazione alla definizione della fattispecie e dell'attività svolta. Tali carenze contribuiranno all'emersione di rilevanti criticità negli anni successivi, rendendo evidente la necessità di ulteriori interventi normativi.

Il TUF costituisce il quadro normativo nazionale di riferimento su cui si baserà il successivo recepimento delle direttive europee, in particolare della direttiva MiFID, che interverrà in modo significativo sulla disciplina della consulenza finanziaria e sulla tutela dell'investitore.

1.4 Le crisi societarie Cirio e Parmalat e l'emersione delle criticità del sistema di vigilanza e della tutela dell'investitore

All'inizio degli anni 2000, la fiducia dei investitori nei mercati finanziari risulta fortemente compromessa a seguito di gravi crisi di società quotate, che evidenziano le criticità del sistema normativo e di vigilanza vigente. Tali eventi, incidono in maniera significativa non solo sul mercato mobiliare, ma anche sul mercato delle obbligazioni societarie, determinando una contrazione degli investimenti del risparmio e una riduzione della fiducia nel sistema finanziario.

In tale contesto, emergono in modo evidente le lacune del sistema di vigilanza e dei controlli interni, con particolare riferimento all'inefficacia dei presidi di primo livello e alla scarsa indipendenza dei soggetti preposti alla vigilanza interna. La sovrapposizione tra soggetti controllanti e controllati, nonché l'esistenza di conflitti di interesse, incidono significativamente sulla capacità di intercettare tempestivamente situazioni di dissesto. Ne

¹⁷ d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, art. 5 e 6, in materia di finalità della vigilanza, e art. 6, relativo ai poteri regolamentari delle autorità di vigilanza.

deriva un sistema di vigilanza che, pur formalmente strutturato, risulta inefficiente in relazione alla crescente complessità delle operazioni societarie e finanziarie.

La carenza di efficaci controlli interni rende particolarmente gravoso l'intervento dell'autorità di vigilanza esterna, in particolare della CONSOB, la cui capacità di intervento risulta limitata dalla difficoltà di acquisire informazioni complete e tempestive. La presenza di condotte illecite volte a occultare situazioni di crisi contribuisce ad incrementare le asimmetrie informative tra emittenti, intermediari e investitori, rendendo più complesso l'esercizio delle funzioni di vigilanza.

Il caso Parmalat costituisce un esempio pragmatico di tali criticità. La complessità della struttura societaria del gruppo, caratterizzata da un elevato numero di società estere e da un ampio ricorso a centri off-shore¹⁸, ha reso particolarmente gravosa l'attività di vigilanza e di ricostruzione della reale situazione economico-patrimoniale. A tali criticità si affiancarono evidenti problematiche e carenze nei sistemi di controllo interno. Il comitato di controllo interno alla società era, infatti, composto da un solo amministrato indipendente, mentre altri membri risultavano appartenenti al comitato esecutivo, tra cui il direttore finanziario, successivamente individuato come uno dei responsabili delle frodi contabili, amplificando l'effetto dei conflitti di interesse¹⁹.

Le criticità dei controlli risultavano ulteriormente accentuate dalla struttura proprietaria concentrata in pochi soggetti, tipica di molte società italiane all'inizio degli anni 2000. Poiché le quote azionarie erano detenute in prevalenza dai soggetti che assumevano decisioni, si determinava un'importante influenza sulle nomine degli organi amministrativi e di controllo. In particolare, la coincidenza degli interessi proprietari e di quelli di gestione contribuiva a compromettere l'indipendenza dei controlli interni²⁰. Le carenze nei sistemi di controllo e nella trasparenza delle informazioni societarie, nonché la presenza di evidenti conflitti di interesse dovuti all'accentramento dei poteri decisionali, si rifletterono direttamente sul collocamento dei titoli.

In tale contesto, la quotazione delle azioni della società nei mercati regolamentati ha evidenziato l'importanza del ruolo degli intermediari nella fase distributiva. Il comportamento dell'intermediario ha assunto, infatti, un ruolo determinante, in quanto la distribuzione degli

¹⁸ Trattasi di territori o Stati che offrono condizioni fiscali e finanziarie particolarmente vantaggiose. Utilizzati principalmente per la riduzione del carico fiscale e la gestione di capitali all'estero.

¹⁹ PARDOLESI R., PORTOLANO A., A. M. P., *Latte, lacrime (da coccodrillo) e sangue (dei risparmiatori). Note minime sul caso Parmalat*, in Mercato Concorrenza Regole, aprile 2004, p. 203.

²⁰ BENEDETTO F., DI CASTRI S., *Il "caso Parmalat" e l'indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova del crack*, in Banca Impresa Società, agosto 2005, p.215-216.

strumenti finanziari presso la clientela è stata eseguita in assenza di un adeguato livello di trasparenza e di una effettiva valutazione della coerenza dei strumenti rispetto al profilo degli investitori. Le valutazioni positive espresse dagli operatori di mercato e il collocamento diffuso di tali strumenti, contribuirono a rafforzare le operazioni di investimento negli strumenti finanziari societari, nonostante la presenza di segni di criticità.

La dottrina ha evidenziato come gli intermediari, pur in presenza di segnali negativi in merito alla situazione economico-finanziaria della società Parmalat, non abbiano arrestato la distribuzione dei titoli, trasferendo presso gli investitori retail anche i titoli detenuti in portafogli dalle banche stesse, contribuendo a riversare il rischio di impresa e il rischio di credito sugli investitori. In tale contesto, le asimmetrie informative e i conflitti di interesse connessi all'attività di collocamento, nonché l'assenza di un'effettiva valutazione di adeguatezza rispetto al profilo dell'investitore, contribuirono alla diffusione dei titoli presso la clientela al dettaglio²¹.

L'occultamento della crisi fu realizzato principalmente attraverso la falsificazione dei bilanci e delle scritture contabili, poste in essere dagli amministratori e in accordo con gli organi di controllo. A partire dalla fine del 2002, l'impossibilità della società Parmalat di giustificare la nuova emissione di obbligazioni e di chiarire la propria strategia finanziaria fece emergere i primi segnali di crisi, influenzando i titoli, che subirono una significativa perdita di valore. Nel corso del 2003, a seguito delle pressioni esercitate della CONSOB, emerse definitivamente la reale situazione finanziaria della società. Ciò determinò un crollo del valore dei titoli, con conseguenze gravissime per gli investitori e per il sistema finanziario nel suo complesso, conducendo a una profonda destabilizzazione della fiducia nel sistema finanziario e negli intermediari.

Analoghe problematiche emersero nel caso Cirio, caratterizzato da una grave situazione di dissesto finanziario riconducibile a un elevato indebitamento e a una gestione non trasparente delle informazioni societarie. In tale contesto, la carenza informativa e l'inadeguatezza dei controlli incisero significativamente sulla diffusione di strumenti obbligazionari presso il pubblico degli investitori. Anche in questa vicenda il comportamento degli intermediari assunse un ruolo centrale. Nella fase iniziale i titoli furono collocati prevalentemente presso investitori professionali e istituzionali; successivamente, gli intermediari bancari ne estesero la distribuzione presso il pubblico retail, nonostante l'indicazione nei documenti integrativi della fragilità del gruppo societario e dell'impossibilità da parte dello stesso di garantire del

²¹ CHIARUTTINI S., *Parmalat, un caso di trasferimenti di rischio industriale e di credito sui risparmiatori: cause e rimedi*, in *Analisi Giuridica dell'economia*, dicembre 2010, p. 367, 368, 371.

rimborso del debito. Gli intermediari ignorarono tali informazioni, estendendo il collocamento presso il pubblico assicurando l'affidabilità dei titoli²². L'assenza di presidi efficaci in grado di garantire la qualità e la veridicità delle informazioni diffuse al mercato, evidenziò i limiti strutturali del sistema.

Le crisi societarie Parmalat e Cirio si inseriscono in un contesto caratterizzato dalla sovrapposizione del ruolo delle grandi imprese e delle banche quali finanziatrici delle società emittenti e, allo stesso tempo, collocatrici presso il pubblico dei relativi strumenti finanziari. La duplice funzione contribuì ad accentuare le asimmetrie informative e i conflitti di interesse, favorendo la distribuzione dei titoli presso investitori retail privi di idonei mezzi per la comprensione dei rischi²³.

Dall'analisi congiunta dei casi Parmalat e Cirio, emerge, pertanto, la necessità di un rafforzamento della disciplina del comportamento degli intermediari e dei sistemi di vigilanza, nonché l'introduzione di regole idonee a garantire una maggiore trasparenza e una più efficace tutela dell'investitore. In particolare, si evidenzia l'esigenza di assicurare una più attenta valutazione dell'adeguatezza dell'operazione rispetto al profilo del cliente e una gestione più rigorosa dei conflitti di interesse e dei controlli interni²⁴.

Considerata la dimensione globale di fenomeni analoghi, emerge l'esigenza di un intervento di livello sovranazionale, volto a favorire una convergenza delle strategie di vigilanza e a garantire una maggiore uniformità nella tutela degli investitori. In questa prospettiva si inserisce il successivo intervento del legislatore europeo, volto a realizzare un processo di armonizzazione normativa e di convergenza applicativa. A tali esigenze risponde l'adozione della **direttiva 2004/39/CE (MiFID I)**, che segna un passaggio fondamentale nella costruzione di un quadro normativo europeo unitario in materia di servizi di investimento e nella progressiva affermazione di un modello di tutela incentrato sulla qualità della raccomandazione e sulla centralità dell'investitore.

²² ONADO M., *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta. Storie di ordinaria spoliazione di azionisti e obbligazionisti*, Mercato Concorrenza Regole, dicembre 2003, p. 521

²³ ODDO G., *Il capitalismo dei amici*, in Equilibri, agosto 2006, p. 224

²⁴ Ricostruzione crisi societarie Parmalat e Cirio e contesto ricostruite mediante relazione annuale CONSOB: *Relazione per l'anno 2003*, presentata al Ministero dell'Economia e delle Finanze, disponibile sul sito dell'Autorità

1.5 La direttiva MiFID I e la prima armonizzazione europea nei servizi di investimento

Le criticità emerse nei diversi ordinamenti nazionali, unitamente alla frammentazione della disciplina dei mercati finanziari, evidenziano la necessità di un processo di armonizzazione a livello europeo²⁵. Tale esigenza trova attuazione nell'adozione della direttiva 2004/39/CE *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID I), attraverso la quale il legislatore europeo introduce una prima disciplina organica dei servizi di investimento e dei mercati finanziari.

Con la MiFID si realizza il passaggio da un sistema di regolazione prevalentemente nazionale a un assetto armonizzato a livello europeo, volto a favorire l'integrazione dei mercati e il superamento delle barriere normative tra Stati membri.

La direttiva persegue l'obiettivo di creare un mercato unico dei servizi di investimento, idoneo a garantire condizioni concorrenziali uniformi e un'adeguata tutela degli investitori. In tale contesto viene introdotta una più puntuale definizione del servizio di consulenza in materia di investimenti, qualificata come la prestazione di raccomandazioni personalizzate in relazione al cliente, fornite su sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari²⁶.

Elemento centrale della direttiva è rappresentato dal rafforzamento della tutela dell'investitore, perseguito mediante l'introduzione di un sistema di regole di condotta in capo agli intermediari, finalizzato a ridurre le asimmetrie informative e a ristabilire la fiducia nei mercati finanziari. In particolare, l'art 19 della direttiva prevede che gli intermediari agiscano in modo onesto, equo e professionale, nel migliore interesse dei clienti. A tal fine viene consolidato il sistema di obblighi informativi, imponendo la comunicazione di informazioni corrette, chiare e non fuorvianti in relazione ai servizi prestati, agli strumenti finanziari e ai relativi rischi, nonché ai costi e agli oneri connessi²⁷. Tali obblighi svolgono la funzione di consentire all'investitore di assumere decisioni di investimento consapevoli.

Nell'ambito delle regole di condotta si inserisce, inoltre, la disciplina della valutazione di adeguatezza, che impone all'intermediario di acquisire informazioni in merito alla conoscenza ed esperienza del cliente, alla situazione finanziaria e ai gli obiettivi di investimento, al fine di

²⁵ Art. 114 Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), in tema di armonizzazione delle legislazioni nazionali ai fini del funzionamento del mercato interno.

²⁶ Direttiva 2004/39/CE, art 4, par 1, punto 4, definizione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

²⁷ Direttiva 2004/39/CE, art 19, par 1-3 e 8, i materia di regole di condotta e obblighi informativi.

valutare la coerenza delle operazioni proposte in relazione al suo profilo²⁸. Tale introduzione segna il superamento di un modello meramente formale, introducendo un primo approccio sostanziale della tutela dell'investitore.

La direttiva introduce, inoltre, una classificazione della clientela distinguendo tra clienti al dettaglio, clienti professionali e controparti qualificate, sulla base del livello di esperienza, conoscenza e competenza. Tale distinzione consente di adattare il livello di tutela in funzione delle caratteristiche del cliente, prevedendo un grado di protezione maggiore per gli investitori retail²⁹.

Un ulteriore profilo rilevante è rappresentato dalla disciplina dei conflitti di interesse, che impone agli intermediari di adottare misure organizzative idonee a individuare, prevenire e gestire situazioni che potrebbero incidere negativamente sugli interessi del cliente. Qualora tali misure non risultino sufficienti, l'intermediario è tenuto a informare chiaramente il cliente circa la natura e le fonti del conflitto³⁰.

La direttiva introduce, altresì, specifici requisiti organizzativi in capo alle imprese di investimento, con particolare riferimento ai sistemi di controllo interno e alla gestione dei rischi, al fine di garantire un corretto svolgimento dell'attività.

Il recepimento della direttiva 2004/39/CE nell'ordinamento italiano avviene mediante il d.lgs 17 settembre 2007 n. 164, che modifica il Testo Unico della Finanza, rafforzando il ruolo della CONSOB e della Banca d'Italia nell'esercizio delle funzioni di vigilanza.

Nonostante le innovazioni introdotte, la disciplina presenta ancora profili di criticità. In particolare, la valutazione di adeguatezza non risulta pienamente strutturata in termini di effettiva personalizzazione della raccomandazione, la consulenza non assume ancora piena autonomia rispetto agli altri servizi di investimento e la gestione dei conflitti di interesse risulta in parte inefficace.

Emergono, dunque, difficoltà applicative che evidenziano l'esigenza di un ulteriore rafforzamento della tutela dell'investitore, con particolare riferimento alla qualità della raccomandazione, alla personalizzazione, alla trasparenza e all'adozione di adeguati presidi organizzativi. A tali esigenze il legislatore europeo risponderà con l'introduzione della MiFID II.

²⁸ Direttiva 2004/39/CE, art 19, par. 4, in tema di valutazione di adeguatezza.

²⁹ Direttiva 2004/39/CE, art. 4, art. 24 e allegato II, in materia di classificazione della clientela.

³⁰ Direttiva 2004/39/CE, art. 18 e 13, par. 3, in materia di conflitti di interesse e requisiti organizzativi.

1.6 La direttiva MiFID II e il rafforzamento della tutela dell'investitore

La crisi finanziaria del 2008 ha evidenziato rilevanti criticità nel sistema dei mercati finanziari, sottolineando l'insufficienza degli strumenti di regolamentazione e vigilanza vigenti. In particolare, la crisi ha mostrato come i meccanismi di controllo non fossero in grado di cogliere tempestivamente la formazione di squilibri sistemici, né di prevenire la diffusione dei rischi all'interno del sistema finanziario³¹. È emersa, inoltre, la limitata efficacia di un sistema di vigilanza incentrato prevalentemente sulla dimensione micro-prudenziale, ovvero sul controllo dei singoli intermediari, senza un coordinamento o una visione complessiva dei rischi a livello macroeconomico³².

La crisi del 2008 non ha rappresentato un evento isolato, ma l'apice di una serie di crisi finanziarie di portata globale, nate negli Stati Uniti e rapidamente diffuse in Europa, che hanno evidenziato la fragilità del sistema di tutela del risparmio, come evidenziato in ambito nazionale dai casi Cirio e Parmalat. Queste vicende fecero emergere l'inadeguatezza delle discipline di settore³³, nonché di un sistema di tutela fondato esclusivamente sulla trasparenza informativa e sulla presunta razionalità dell'investitore, ritenuto capace di svolgere accurate analisi di costi e benefici, nonché di comprendere i rischi dell'investimento³⁴. Sotto a tale profilo, emergono importanti limiti cognitivi da parte dell'investitore retail, che mostra una significativa difficoltà nell'elaborare correttamente le informazioni tecniche fornite da documenti standardizzati di accompagnamento degli strumenti finanziari, evidenziando ancora una volta gli effetti delle asimmetrie informative. Tale difficoltà, derivante dalla scarsa conoscenza dei mercati finanziari e da un overflow informativo, viene talvolta sfruttata dagli intermediari che utilizzano a proprio favore le asimmetrie³⁵.

In tale contesto, la crisi non derivò unicamente dalle fluttuazioni di mercato e da situazioni di dissesto societarie, ma dalla forte destabilizzazione della fiducia degli investitori nei mercati

³¹ SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, III ed., p.45, dove si evidenzia come la crisi abbia mostrato l'incapacità dei sistemi di vigilanza di individuare tempestivamente gli squilibri macroeconomici e i rischi sistemici.

³² SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, III ed., p.45, in cui si sottolinea l'inadeguatezza di un modello fondato su un approccio prevalentemente micro-prudenziale e la necessità di rafforzare la dimensione macro-prudenziale della vigilanza.

³³ MICHIELI N., *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, Mercato Concorrenza Regole, dicembre 2018, p. 555.

³⁴ PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, p. 1.

³⁵ LIACE G., *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in Banca Impresa Società, dicembre 2018, p. 447, 458.

PARACAMPO M.T., *Educazione finanziaria e protezione dei risparmiatori: miti e realtà*, in Analisi Giuridica dell'Economia, dicembre 2010, p. 537.

e negli intermediari finanziari. Il ruolo degli intermediari fu determinante nel crollo fiduciario, in quanto attraverso lo sfruttamento delle asimmetrie informative mascheravano la presenza di conflitti di interesse, indirizzando le scelte dei clienti verso i titoli detenuti in portafogli, scaricando il rischio di impresa sull'investitore retail³⁶,

Un'ulteriore problematica è rappresentata dalla difficoltà di garantire un'applicazione uniforme nei diversi ordinamenti nazionali, evidenziando i limiti del processo di armonizzazione europea e rendendo necessario l'intervento del legislatore, volto a rafforzare l'integrazione dei mercati finanziari e l'uniformità della disciplina.

A tali esigenze il legislatore europeo risponde con l'adozione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II), che interviene colmando le lacune emerse nel quadro regolatorio precedente. La direttiva segna un'evoluzione verso una tutela sostanziale dell'investitore, rafforzando gli obblighi in capo all'intermediario e rafforzando la tutela del risparmiatore.

In particolare, la disciplina introduce un importante rafforzamento degli obblighi informativi, imponendo agli intermediari di fornire informazioni chiare, corrette e non fuorvianti, nonché adeguate alle caratteristiche e alle conoscenze del cliente, al fine di garantire un'effettiva comprensione e di consentire l'assunzione di decisioni di investimento consapevoli. Viene altresì ampliata la disciplina relativa ai costi e agli oneri, prevedendo l'obbligo di fornire al cliente una relazione contenente una rappresentazione aggregata degli stessi, volta a consentire al cliente di valutare l'impatto economico complessivo del servizio³⁷.

La MiFID II rafforza, inoltre, il principio di adeguatezza, specificando in modo più puntuale le informazioni che l'intermediario è tenuto ad acquisire in relazione alle conoscenze ed esperienze del cliente, alla sua situazione finanziaria, alla capacità di sostenere eventuali perdite e ai suoi obiettivi di investimento. In tale prospettiva, la raccomandazione deve essere accompagnata da una dichiarazione di adeguatezza, che espliciti le ragioni per cui l'operazione proposta risulta coerente con il profilo del cliente³⁸. Il principio di adeguatezza assume così un ruolo centrale nella valutazione della qualità della raccomandazione fornita.

La consulenza in materia di investimenti viene ulteriormente valorizzata, configurandosi come servizio autonomo e distinguendosi tra consulenza indipendente e non indipendente. In particolare, la consulenza indipendente richiede la valutazione di una gamma

³⁶ MICIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2020, p. 521, 522.

³⁷ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, art. 24, par. 4, lett. a) e c), e par. 5, in materia di informazioni fornite ai clienti.

³⁸ Direttiva 2014/65/UE, art. 25, par. 2, 3 e 6, in materia di valutazione dell'adeguatezza e dell'idoneità.

sufficientemente ampia di strumenti finanziari e l'assenza di incentivi da parte di soggetti terzi, salvo benefici minori non monetari, al fine di garantire l'effettivo svolgimento del servizio nell'interesse del cliente³⁹.

In materia di conflitti di interesse, la direttiva consolida e rafforza il quadro previgente, imponendo agli intermediari di adottare misure organizzative idonee a garantire l'identificazione tempestiva e la gestione degli stessi. Qualora tali misure non risultino sufficienti a evitare il pregiudizio per il cliente, è previsto l'obbligo informativo, fornito su supporto durevole, esplicitando la fonte e la natura del conflitto, affinché il cliente possa decidere consapevolmente se proseguire nel rapporto⁴⁰.

Un'ulteriore introduzione è rappresentata dalla disciplina in materia di *product governance*, che impone agli emittenti e ai distributori di strumenti finanziari di individuare un preciso mercato di riferimento (*target market*) e di valutare costantemente la coerenza dei prodotti rispetto alla clientela destinataria⁴¹.

Sotto al profilo organizzativo, la direttiva rafforza gli obblighi in capo agli intermediari, imponendo l'adozione di assetti organizzativi e di sistemi di controllo interni idonei a garantire il rispetto della normativa e il corretto svolgimento dell'attività, nonché l'obbligo di conservazione e tracciabilità documentale delle operazioni eseguite al fine di agevolare l'attività di vigilanza⁴².

Nonostante le innovazioni introdotte, l'applicazione della disciplina ha evidenziato significativi profili di complessità operativa, con particolare riferimento alla raccolta e alla valutazione delle informazioni sul cliente, nonché alla costruzione di procedure idonee a garantire la correttezza e l'affidabilità dei dati acquisiti⁴³. Tali difficoltà hanno reso necessario un intervento interpretativo da parte delle autorità di vigilanza, in particolare dell'ESMA, volto a garantire un'applicazione coerente e uniforme della disciplina.

La MiFID II consolida e sviluppa il modello delineato dalla disciplina precedente, orientandolo verso un rafforzamento della qualità del servizio di consulenza per l'investimento e della tutela

³⁹ Direttiva 2014/65/UE, art. 24, par. 7, in relazione alla prestazione della consulenza su base indipendente.

⁴⁰ Direttiva 2014/65/UE, art. 23, in materia di individuazione e gestione dei conflitti di interesse.

⁴¹ Direttiva 2014/65/UE, art. 16, comma 3, definizione e funzione della *product governance*.

⁴² Direttiva 2014/65/UE, art. 16, in materia di requisiti organizzativi degli intermediari.

⁴³ ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 2022, in particolare: par. 5-6 necessità di applicazione uniforme; par. 21-22 criticità nella raccolta di informazioni; par. 58 rischio di distorsione della profilazione; par. 90-95 complessità operativa nella valutazione dei prodotti.

del risparmio, pur lasciando emergere alcune complessità operative che saranno oggetto di successivi interventi interpretativi da parte delle autorità competenti.

1.7 Il sistema delle fonti: il ruolo degli orientamenti ESMA e CONSOB

L'evoluzione del sistema delle fonti nel diritto dei mercati finanziari è caratterizzato da una progressiva moltiplicazione degli strumenti normativi e da una conseguente difficoltà nella loro classificazione, dalla quale derivano conflitti interpretativi e criticità applicative. Al fine di superare tali problematiche, si è assistito, soprattutto negli ultimi decenni, all'affermazione del modello di amministrazione regolatrice, elaborato in dottrina, alla quale vengono attribuite potestà normative e quasi-normative⁴⁴.

In tale ambito si colloca la soft law, attraverso cui le autorità possono emanare atti non vincolanti sul piano delle fonti ma idonei ad orientare il comportamento dei destinatari. Si assiste, quindi, a un progressivo processo di delegificazione⁴⁵ volto a garantire una più tempestiva risposta regolatoria rispetto alle esigenze di un mercato in continua evoluzione, nonché all'attribuzione della potestà normativa a soggetti dotati di elevata competenza tecnica in materia.

In un contesto caratterizzato da possibili divergenze interpretative tra ordinamenti nazionali, si evidenzia la necessità di creare un'armonizzazione normativa. Tale esigenza si inserisce in un più ampio processo evolutivo del diritto dei mercati finanziari europei. Rispetto alle prime direttive degli anni '90, fondate su un modello di armonizzazione essenziale e sul principio del mutuo riconoscimento, la disciplina introdotta con la MiFID II si introduce in un modello di armonizzazione massima. Questo mutamento è volto a garantire una maggiore uniformità delle regole applicabili nei diversi Stati membri e a ridurre il rischio di divergenze interpretative e applicative⁴⁶.

In tale prospettiva si inserisce l'art. 114 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), che prevede il riavvicinamento delle legislazioni degli Stati membri al fine di garantire il corretto funzionamento del mercato interno. Tale disposizione costituisce la base giuridica per l'introduzione di misure armonizzate e per la costruzione di un sistema europeo di

⁴⁴ SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, III ed, in tema di amministrazione regolatrice e trasformazione del sistema delle fonti

⁴⁵ Per delegificazione si intende il fenomeno di attribuzione di potestà regolamentare ad autorità amministrative indipendenti, le quali intervengono mediante atti secondari al fine di garantire maggiore flessibilità e tempestività nell'azione normativa.

⁴⁶ TUCCI A., *Il diritto del mercato finanziario europeo: armonizzazione massima e persistenti disarmonie*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, dicembre 2025, p. 667, 668.

vigilanza finanziaria. L'art. 114 TFUE rappresenta la base per la costituzione del SEVIF⁴⁷, articolato da una pluralità di autorità, tra cui l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (*European Securities and Markets Authority* – ESMA), istituita con il Regolamento (UE) n. 1095/2010⁴⁸.

Il regolamento istitutivo dell'ESMA attribuisce all'autorità una serie di poteri a carattere generale. L'ampliamento delle competenze attribuite a tale autorità si collocano nell'ambito del sistema normativo multilivello sviluppatosi in seguito alla procedura Lamfalussy, finalizzata al raggiungimento dell'armonizzazione massima e che ha consentito di distinguere tra disciplina primaria, misure tecniche di attuazione e strumenti interpretativi volti alla convergenza applicativa⁴⁹.

In particolare, l'ESMA esercita: a) poteri di regolamentazione tecnica, consistenti nella predisposizione di progetti di norme tecniche di regolazione e attuazione da sottoporre alla Commissione Europea; b) poteri di soft law, esercitati mediante l'emanazione di linee guida e raccomandazioni ai sensi dell'art. 16 del Regolamento UE n. 1095/2010 c) poteri di coordinamento delle autorità di vigilanza nazionali e promozione della convergenza verso un'applicazione uniforme della disciplina europea.

Tali poteri, attribuiti in via generale dal regolamento istitutivo, sono implementati da ulteriori fonti settoriali, in particolare dalla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), la quale individua espressamente il ruolo dell'ESMA nell'ambito della cooperazione tra autorità nazionali. In tal senso, l'art. 89 della direttiva, prevede l'intervento dell'ESMA quale soggetto volto a garantire il coordinamento tra le autorità di vigilanza, mentre l'art. 90, ne disciplina l'intervento in caso di disaccordo tra le stesse.

L'ESMA interviene, inoltre, mediante l'adozione di orientamenti e linee guida in relazione a specifici ambiti applicativi della disciplina dei servizi di investimento, quali la regolamentazione del principio di adeguatezza, gli obblighi organizzativi delle imprese e le regole di comportamento degli intermediari. In tale prospettiva, gli orientamenti adottati ai sensi dell'art. 16 del Regolamento UE n. 1095/2010, svolgono una funzione essenziale di

⁴⁷ Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria istituito mediante i Regolamenti (UE) 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010 e 1095/2010.

⁴⁸ Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, che istituisce l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA)

⁴⁹ TUCCI A., *Il diritto del mercato finanziario europeo: armonizzazione massima e persistenti disarmonie*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, dicembre 2025, P. 667
CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, P. 11

convergenza applicativa, contribuendo a garantire un'interpretazione uniforme delle disposizioni europee nei diversi ordinamenti nazionali.

Questa funzione si inserisce nel più ampio obiettivo perseguito dall'ESMA di contribuire alla predisposizione di un vero e proprio Single Rule Book europeo, ovvero un insieme di regole applicabili ai mercati finanziari degli Stati membri. Le linee guida, gli orientamenti e gli strumenti di soft law assumono un ruolo centrale, promuovendo standard omogenei di tutela degli investitori⁵⁰.

Nel sistema delineato, si inseriscono a livello nazionale le autorità di vigilanza quali la CONSOB e la Banca d'Italia, che, esercitano le proprie funzioni in armonia e coordinamento con il livello europeo, anche mediante l'attuazione degli orientamenti emanati dall'ESMA. Tali autorità si caratterizzano per l'indipendenza rispetto al potere esecutivo e per l'elevato grado di specializzazione tecnica.

L'adesione agli orientamenti dell'ESMA avviene mediante comunicazione espressa da parte delle autorità nazionali, nell'ambito del meccanismo di *comply or explain*⁵¹. La CONSOB, una volta dichiarata la conformità alle linee guida europee, promuovere la loro applicazione a livello nazionale attraverso l'attività di vigilanza e mediante comunicazioni rivolte agli operatori di mercato⁵².

In particolare, la CONSOB svolge il ruolo di autorità di vigilanza sui mercati mobiliari e sugli intermediari, con particolare riferimento alla verifica del rispetto degli obblighi di comportamento, del principio di adeguatezza e alla sussistenza di idonei assetti organizzativi e dei sistemi di controllo interno. Accanto ai poteri di vigilanza, alla CONSOB sono attribuiti poteri regolamentari, ai sensi dell'art. 6 del d.lgs n. 58/1998 (TUF), nonché poteri sanzionatori in caso di violazioni da parte degli intermediari.

In tale contesto si collocano le comunicazioni emanate dalla CONSOB, le quali, pur non rappresentando fonti normative primarie, svolgono un ruolo centrale nell'orientamento dell'attività degli intermediari e nel chiarire le modalità applicative della disciplina vigente. Tali atti si inseriscono nell'ambito dell'esercizio del potere di vigilanza e risultano strettamente

⁵⁰ CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, p. 11

⁵¹ Si intende il principio che regola l'efficacia degli atti di soft law emanati dalle autorità di vigilanza europee, tra cui l'ESMA. In particolare, le autorità nazionali sono tenute ad informare espressamente in merito all'adesione agli orientamenti, qualora l'autorità decida di non conformarsi ha l'obbligo di spiegarne le ragioni.

⁵² CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, p. 14, 15.

connessi al processo di attuazione degli orientamenti dell'ESMA, contribuendo a realizzare, anche a livello nazionale, gli obiettivi di convergenza interpretativa perseguiti a livello europeo.

In questa prospettiva, gli orientamenti emanati dall'ESMA assumono un ruolo centrale nel sistema delle fonti del diritto dei mercati finanziari, in quanto strumenti idonei a garantire l'armonizzazione applicativa della disciplina e a promuovere standard uniformi di tutela degli investitori nei diversi ordinamenti.

Bibliografia

Dottrina

- BENEDETTO F., DI CASTRI S., *Il “caso Parmalat” e l’indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova del crack*, in Banca Impresa Società, agosto 2005
- CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell’investitore retail*, luglio 2025
- CHIARUTTINI S., *Parmalat, un caso di trasferimenti di rischio industriale e di credito sui risparmiatori: cause e rimedi*, in Analisi Giuridica dell’economia, dicembre 2010
- LIACE G., *L’investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in Banca Impresa Società, dicembre 2018
- MICHIELI N., *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, Mercato Concorrenza Regole, dicembre 2018
- MICHIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2020
- ONADO M., *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta. Storie di ordinaria spoliazione di azionisti e obbligazionisti*, in Mercato Concorrenza Regole, dicembre 2003
- ODDO G., *Il capitalismo dei amici*, in Equilibri, agosto 2006
- PARDOLESI R., PORTOLANO A., A. M. P., *Latte, lacrime (da coccodrillo) e sangue (dei risparmiatori). Note minime sul caso Parmalat*, in Mercato Concorrenza Regole, aprile 2004
- PARACAMPO M.T., *Educazione finanziaria e protezione dei risparmiatori: miti e realtà*, in Analisi Giuridica dell’Economia, dicembre 2010
- PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento . Dalla trasparenza alla fiducia*
- SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, III edizione
- TUCCI A., *Il diritto del mercato finanziario europeo: armonizzazione massima e persistenti disarmonie*, in Analisi Giuridica dell’Economia, dicembre 2025

Fonti istituzionali

- BANCA D’ITALIA, *Dagli anni Cinquanta a Maastricht*, disponibile sul sito istituzionale
- BANCA D’ITALIA, *Relazione annuale per l’anno 1980*, disponibile sul sito istituzionale
- CONSOB, *50 anni di storia. La regolamentazione e la vigilanza sui mercati finanziari dal 1974 al 2024*, volume celebrativo, disponibile sul sito istituzionale
- CONSOB, *Relazione per l’anno 2003*, disponibile sul sito istituzionale
- ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 2022

Normativa

- Legge 2 gennaio 1991 n. 1
- Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo Unico della Finanza (TUF)
- Direttiva 2004/39/CE Del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (MiFID I)
- Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (MiFID II)
- Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio
- Art. 114 Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea (TFUE)

2. La consulenza in materia di investimenti: fattispecie e evoluzione

2.1 Introduzione

A seguito dell'evoluzione normativa avente oggetto il servizio di consulenza in materia di investimenti, occorre analizzare più dettagliatamente gli assetti essenziali della disciplina, partendo dalla definizione della fattispecie della consulenza, con particolare riferimento ai profili giuridicamente qualificanti ai fini della delimitazione dell'ambito applicativo della normativa¹.

L'evoluzione della disciplina europea, soprattutto a seguito della direttiva MiFID II, ha introdotto e ampliato gli obblighi gravanti sull'intermediario, affiancando agli obblighi comportamentali, un sistema volto a disciplinare i profili organizzativi, informativi e procedurali².

In capo agli intermediari sono previsti specifici obblighi relativi all'assetto organizzativo, con particolare riferimento ai sistemi di controllo interno e *compliance*, nonché di disciplina dei conflitti di interesse e degli incentivi³. Tale organizzazione incide direttamente sulla tipologia di consulenza prestata, con particolare riferimento alla distinzione tra consulenza su base indipendente e non indipendente, assoggettate a regimi differenti sotto il profilo della selezione degli strumenti finanziari per la formulazione della raccomandazione e per la percezione di benefici o incentivi⁴.

L'assetto organizzativo dell'intermediario incide, inoltre, sul modello di business adottato e sulle modalità di prestazione del servizio di consulenza. La direttiva MiFID II, infatti, non si limita a regolamentare la singola raccomandazione, considerando la consulenza come attività esercitata nell'ambito dell'organizzazione imprenditoriale dell'intermediario,

¹ Direttiva MiFID II, art. 4, recepita nell'ordinamento italiano dall'Art. 1 comma 5-septies del TUF.

² Direttiva MiFID II, ART. 16 stabilisce i requisiti organizzativi delle imprese di investimento Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, 25 aprile 2016, art. 21.

³ Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, 25 aprile 2016, artt. 21 e 22

⁴ Direttiva MiFID II, art. 24 distingue la consulenza su base indipendente e non indipendente, dettagliata dal Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, 25 aprile 2016, artt. 52 e 53, art. 33 in materia di gestione dei conflitti di interesse.

imponendo specifici obblighi organizzativi, procedurali e di controllo volti a garantire la corretta prestazione del servizio e la tutela dell'investitore⁵.

Nell'ambito della disciplina della consulenza in materia di investimenti assume rilievo anche la product governance, inserendosi all'interno del modello di business dell'intermediario e incidendo direttamente sul processo di ideazione, distribuzione e monitoraggio degli strumenti finanziari durante il loro intero ciclo di vita. La collaborazione tra produttori e distributori degli strumenti finanziari consente di monitorare la coerenza degli strumenti finanziari in relazione alla clientela destinataria⁶. La disciplina della product governance è volta a garantire che gli strumenti finanziari siano progettati e distribuiti nel rispetto delle caratteristiche e delle esigenze del target market individuato⁷, evitando fenomeni di mis-selling.

Tali introduzioni normative sono volte a implementare il livello di tutela del risparmiatore, garantendo standard qualitativi armonizzati a livello europeo e imponendo all'intermediario di agire nel miglior interesse del cliente⁸. La product governance consente, inoltre, di ampliare la tutela dell'investitore a decorrere dalla fase di progettazione dello strumento finanziari fino alla formulazione della raccomandazione.

La disciplina ha, tuttavia, subito ulteriori evoluzioni negli ultimi anni, in ragione dell'introduzione di piattaforme digitali e dell'automazione di alcune fasi del servizio, con particolare riferimento al fenomeno del robo-advising⁹. La digitalizzazione del settore finanziario ha sollevato ulteriori criticità sotto al profilo applicativo della normativa, richiedendo l'intervento dell'ESMA mediante l'adozione di specifiche linee guida volte a disciplinare un fenomeno in continua espansione.

⁵ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 35, 36 e 37, par. 4.1.

⁶ Direttiva MiFID II, art. 16, comma 3 e art. 24 comma 2, in materia di product governance Direttiva delegata (UE) 2017/593 considerando (15).

⁷ BELLEGGIA S., GARUFFI L., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti - Profili giuridici, operativi e rischi legali*, Parte seconda, capitolo 5, p. 113.

⁸ Direttiva MiFID II, considerando 86, definisce la necessità di tutelare gli investitori.

Direttiva delegata 2017/593, Capo III, art. 9, definisce gli obblighi di governance dei prodotti

⁹ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee, Discussion Paper on automation in financial advice*, dicembre 2015.

2.2 La fattispecie della consulenza finanziaria

In seguito all'analisi dell'evoluzione normativa del servizio di consulenza in materia di investimenti, risulta necessario procedere alla ricostruzione della relativa fattispecie, individuandone gli elementi giuridicamente rilevanti ai fini della qualificazione, nonché l'oggetto, il destinatario e i confini applicativi dell'istituto.

La consulenza in materia di investimenti si configura, ai sensi dell'art. 1, comma 5-septies del Testo Unico della Finanza e dell'art. 4, par. 1, n. 4 della Direttiva MiFID II, come “la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, su sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari”¹⁰. La coincidenza tra definizione nazionale e europea evidenzia il grado di armonizzazione raggiunto dalla disciplina, confermando la centralità della raccomandazione personalizzata quale elemento identificativo del servizio.

Elemento centrale della fattispecie è, dunque, la raccomandazione, che costituisce la forma attraverso cui si realizza la prestazione del servizio di consulenza. La CONSOB afferma esplicitamente che la formulazione di raccomandazioni costituisce il “proprium” del servizio di consulenza in materia di investimenti, qualificandola come elemento caratterizzante ed essenziale, consentendo la distinzione da attività meramente informativa¹¹. Sotto il profilo strutturale, la raccomandazione si compone, secondo l'elaborazione dottrinale, di due momenti distinti ma funzionalmente connessi: un momento valutativo e un momento comunicativo (o enfatico)¹². Nel primo, l'intermediario procede alla valutazione della coerenza dell'operazione rispetto alle caratteristiche del cliente, sulla base delle informazioni raccolte; nel secondo, tale valutazione viene tradotta nella comunicazione al cliente della raccomandazione stessa. La raccomandazione rappresenta, quindi, il momento in cui si concretizza l'attività di consulenza, racchiudendo il processo istruttorio e la successiva trasmissione del risultato della valutazione al cliente.

La consulenza si caratterizza, inoltre, per l'assenza del momento volitivo, ossia della fase esecutiva dell'operazione, infatti, la raccomandazione non produce quindi effetti diretti sul

¹⁰ Direttiva MiFID II, art. 4, par.1, punto 4;

Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF), art. 1, comma 5-septies.

¹¹ Comunicazione CONSOB n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014, p. 6.

¹² GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 16 e 17, par. 2.4, dove si distingue tra elemento valutativo ed elemento comunicativo (o enfatico) della raccomandazione.

patrimonio del cliente¹³. Ne deriva che, la funzione del servizio di consulenza si esaurisce nell'orientamento della scelta dell'investitore, fornendo informazioni ritenute coerenti con il suo profilo, senza determinare l'esecuzione dell'operazione. La decisione finale di investimento è rimessa al cliente, che conserva piena autonomia decisionale rispetto alla raccomandazione ricevuta. Tale elemento consente di distinguere la consulenza dagli altri servizi di investimento, in particolare dalla gestione di portafogli e dall'esecuzione di ordini, nei quali il ruolo dell'intermediario comporta effetti diretti sul patrimonio del cliente.

Ai fini della qualificazione della fattispecie, sono rilevanti anche **l'oggetto e il destinatario della raccomandazione**. In particolare, la consulenza può avere ad oggetto una o più operazioni relative a strumenti finanziari, quali, a titolo esemplificativo, l'acquisto, la vendita, la sottoscrizione o il rimborso degli stessi, come emerge dalla definizione normativa contenuta nella direttiva MiFID II e nel TUF¹⁴. Il regolamento delegato (UE) 2017/565, nell'art. 9, precisa che la raccomandazione può riguardare specifiche operazioni relative a strumenti finanziari delineando l'ambito di applicazione del servizio.

In riferimento al destinatario, la raccomandazione deve essere rivolta a un cliente, inteso come qualsiasi persona fisica o giuridica alla quale un'impresa di investimento presta servizi di investimento, ai sensi dell'art. 4 par. 1, n. 9 della MiFID II¹⁵. La disciplina distingue, inoltre, tra clienti al dettaglio, clienti professionali e controparti qualificate, al fine di modulare il livello di tutela in funzione delle conoscenze, esperienze e competenze del cliente¹⁶. Tale classificazione assume importante rilievo, incidendo direttamente sull'intensità degli obblighi che gravano sull'intermediario.

Elemento qualificante della fattispecie è la **personalizzazione della raccomandazione**, che implica che essa sia presentata come adatta a uno specifico cliente e alle sue caratteristiche¹⁷. In tale prospettiva, a livello europeo sono stati individuati criteri precisi per

¹³ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 17 e 18, par. 2.4, in tema di assenza del momento volitivo della consulenza e della mancanza di effetti patrimoniali diretti.

¹⁴ Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF), art. 1, comma 5-septies;

Direttiva MiFID II, art. 4, par. 1, n. 4;

Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, 25 aprile 2016, art. 9, par. 2, lett. a), con riferimento alle tipologie di operazioni su strumenti finanziari.

¹⁵ Direttiva MiFID II, art. 4, par. 1, n. 9, definizione di cliente.

GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 14, par. 2.3

¹⁶ Direttiva MiFID II, art. 4, par. 1, n. 10 e 11;

Allegato II alla Direttiva 2014/65/UE in tema di classificazione della clientela.

¹⁷ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 12, par. 2.3

qualificare la raccomandazione come personalizzata, richiedendo che essa abbia ad oggetto strumenti finanziari, sia coerente con la situazione del cliente e non sia destinata alla diffusione al pubblico. In questo senso, la raccomandazione si distingue dalle comunicazioni rivolte al pubblico o da pareri di carattere generale, che non tengono conto della situazione del singolo investitore¹⁸.

La personalizzazione contribuisce, pertanto, a definire il criterio decisivo per la qualificazione del servizio, in quanto consente di individuare il momento in cui l'attività informativa si trasforma in servizio di consulenza. In tale prospettiva, la CONSOB ha evidenziato come il confine tra attività di promozione e prestazione del servizio di consulenza risulti particolarmente sottile, soprattutto nei casi di interazione diretta con la clientela. L'elemento decisivo ai fini della qualificazione della fattispecie viene identificato, pertanto, nella formulazione di raccomandazioni presentate come adatte al cliente, restando esterne alla fattispecie le comunicazioni generiche prive di carattere di personalizzazione¹⁹.

La disciplina trova completamento, infine, nel **principio di adeguatezza**, in base al quale la raccomandazione deve risultare coerente con il profilo del cliente, sulla base delle informazioni relative alla sua conoscenza ed esperienza, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento²⁰. Tale principio previsto dall'art. 25 della direttiva MiFID II dal regolamento delegato (UE) 2017/565, costituisce il criterio attraverso cui si valuta la correttezza della raccomandazione, configurandosi come elemento imprescindibile della fattispecie. Il tema della valutazione di adeguatezza, per la sua centralità nel sistema di tutela dell'investitore, sarà oggetto di specifico approfondimento nel paragrafo 2.4.

Le comunicazioni effettuate dalla CONSOB chiariscono che vi è una netta distinzione tra la configurazione della fattispecie e la sua disciplina operativa. In particolare, la fattispecie si configura al momento della presentazione della raccomandazione come adatta al cliente o coerente con le sue caratteristiche individuali. In tal senso, la consulenza si concretizza, pertanto, al momento della manifestazione degli elementi essenziali della definizione

¹⁸ Regolamento delegato (UE) 2017/565, considerando 14 e 15, in tema di distinzione tra raccomandazioni personalizzate e comunicazioni di carattere generale.

¹⁹ Comunicazione CONSOB n. DIN/9076005 del 18 agosto 2009, p. 2, definisce la nozione di personalizzazione, affermando che la raccomandazione deve essere "presentata come adatta per quel cliente". Comunicazione CONSOB n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014, che definisce il confine tra mera attività informativa e consulenza finanziaria.

²⁰ Direttiva MiFID II, art. 25, par. 2, in materia di valutazione di adeguatezza; Regolamento delegato (UE) 2017/565, artt. 54-56, relativi alla raccolta e valutazione delle informazioni del cliente.

normativa, indipendentemente dal fatto che l'intermediario abbia effettivamente svolto la valutazione di adeguatezza o abbia formalizzato il contratto per la prestazione del servizio²¹.

La ricostruzione della fattispecie consente di individuare, pertanto, nella raccomandazione personalizzata il fondamento del servizio di consulenza, la cui correttezza dipende dalla qualità del processo valutativo e dalla coerenza con il profilo del cliente. In tale prospettiva, assumono rilievo centrale i profili concernenti le modalità di erogazione del servizio e l'organizzazione dell'intermediario, che saranno oggetto di analisi nei paragrafi successivi.

2.3 La riserva di attività e i presupposti organizzativi

A seguito della ricostruzione della fattispecie della consulenza in materia di investimenti, emerge come tale attività svolga un ruolo centrale nell'orientamento allocativo delle risorse e risulta, pertanto, oggetto di una disciplina rigorosa sotto il profilo organizzativo e soggettivo.

La riserva di attività implica, in particolare, che la prestazione della consulenza sia consentita esclusivamente a soggetti autorizzati, con conseguente divieto di esercizio da parte di soggetti non abilitati. La disciplina trova applicazione quando l'attività sia esercitata professionalmente nei confronti del singolo investitore, di una pluralità determinata di soggetti o a categorie di investitori²², configurandosi come attività riservata in ragione della sua rilevanza sotto al profilo allocativo e dell'incidenza sulle decisioni di investimento dei risparmiatori.

In tal senso, la riserva di attività trova il suo fondamento nella funzione svolta: l'attività di consulenza svolta in via occasionale e non rivolta al pubblico non comporta externalità negative per il mercato, a differenza del servizio svolto professionalmente e in modo sistemico, che riflette i suoi effetti direttamente nel sistema finanziario²³. Non rientrano quindi nell'attività soggetta a riserva i servizi prestati esclusivamente a imprese dello stesso gruppo societario²⁴, nonché qualsiasi servizio prestato in via occasionale o accessorio privo di schemi organizzativi definiti.

²¹ Comunicazione CONSOB n. DIN/9076005 del 18 agosto 2009, p. 2
Comunicazioni CONSOB, *Provvedimenti di vigilanza nei confronti di intermediari*, in "Consob Informa" n. 6. dell'8 febbraio 2010, p. 1.

²² BELLEGGIA S., GARUFFI L., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti - Profili giuridici, operativi e rischi legali*, Parte prima, capitolo 2, riserva di attività, pag. 35 e 36.

²³ PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè Editore, p. 160.

²⁴ RUGGI M., SETTANNI G., *Ricerca in materia di investimenti e consulenza: differenze reali?*, in Banca Impresa Società, aprile 2012, p. 110.

Ai sensi dell'art. 18 del TUF, possono esercitare il servizio di consulenza in materia di investimenti le società di intermediazione mobiliare, le imprese di investimento italiane e dell'Unione Europea, le banche italiane e dell'Unione Europea, nonché le imprese di paesi terzi autorizzate. La disciplina non esclude, inoltre, la possibilità che persone fisiche prestino il servizio, purché in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, previsti dalla normativa e previa iscrizione negli appositi albi²⁵.

Il regime autorizzatorio costituisce, quindi, il presupposto per l'esercizio dei servizi di investimento. Ai fini dell'ottenimento dell'autorizzazione, ai sensi dell'art 19 del TUF, in attuazione delle disposizioni della MiFID II, è richiesto all'intermediario il possesso di determinati requisiti, volti a garantire il corretto svolgimento del servizio e un adeguato standard qualitativo. In particolare, è necessario che l'impresa assuma la forma di società per azioni, che la sede legale e la direzione generale siano stabilite nel territorio nazionale, che il capitale versato sia almeno pari a quello determinato dalla Banca d'Italia e che siano fornite alle autorità di vigilanza tutte le informazioni necessarie per l'adempimento delle loro funzioni, unitamente a un piano di attività. Accertata la sussistenza di tali requisiti, viene rilasciata l'autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento²⁶.

Sotto al profilo organizzativo, la disciplina europea impone agli intermediari l'adozione di assetti idonei ad assicurare la corretta prestazione dei servizi, in funzione della qualità della raccomandazione. In tal senso, l'art. 16 della direttiva MiFID II, unitamente all'art. 21 del TUF e alle disposizioni in dettaglio contenute nel regolamento delegato (UE) 2017/565, richiedono l'adozione di un'organizzazione interna adeguata e incentrata sui criteri di professionalità, correttezza e trasparenza.

La consulenza in materia di investimenti si configura, quindi, come attività di impresa, caratterizzata da un assetto organizzativo stabile e da un processo strutturato di analisi e formulazione delle raccomandazioni. L'intermediario svolge, infatti, una funzione di selezione e valutazione delle informazioni rilevanti, contribuendo a ridurre l'asimmetria informativa che caratterizza le decisioni di investimento, pur non eliminando la fisiologica incertezza connessa all'andamento dei mercati finanziari²⁷.

In tale contesto, la struttura organizzativa dell'impresa assume particolare rilievo, deve, infatti, essere definita in modo chiaro e coerente, attraverso una corretta ripartizione delle

²⁵ Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF), art.18 e 18-bis.

²⁶ Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF), art.19.

²⁷ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 12 e 13, par. 4 e 4.1.

funzioni e delle responsabilità, nonché attraverso l'impiego di personale dotato delle competenze e delle conoscenze necessarie per l'esercizio dell'attività.

L'intermediario è altresì tenuto a garantire la continuità del servizio, adottando politiche e procedure idonee ad assicurare la stabilità operativa e la salvaguardia dei dati e delle funzioni essenziali.²⁸

Un ruolo fondamentale è svolto, inoltre, dalle procedure amministrativo-contabili, che devono garantire la correttezza, la completezza e la veridicità delle registrazioni effettuate, rappresentando fedelmente la situazione finanziaria dell'impresa e svolgendo un adeguato monitoraggio dei rischi, con particolare riferimento a dissesti societari²⁹. La disciplina impone, inoltre, la registrazione e la conservazione, su supporto durevole, di tutte le informazioni rilevanti relative all'attività svolta e ai rapporti con i clienti, al fine di assicurare la tracciabilità delle operazioni e il corretto esercizio delle funzioni di vigilanza da parte delle autorità competenti, con particolare riferimento alla CONSOB³⁰.

Un elemento centrale dell'assetto organizzativo è rappresentato dalla disciplina dei conflitti di interesse, previsto dall'art. 23 della direttiva MiFID II, che impone agli intermediari di adottare misure idonee a individuare e gestire situazioni, anche potenziali, di conflitto che possano pregiudicare gli interessi del cliente. In particolare, devono essere predisposte politiche e procedure scritte, adeguate alla dimensione e alla complessità dell'impresa, volte a prevenire tali situazioni e a ridurne gli effetti, anche attraverso la separazione delle funzioni, il controllo dei flussi informativi e l'eliminazione di legami tra soggetti coinvolti in attività potenzialmente in conflitto.

La direttiva MiFID II struttura la disciplina dei conflitti di interesse secondo un approccio di natura preventiva, volto a evitare che situazioni potenzialmente pregiudizievoli incidano negativamente sugli interessi del cliente³¹. Il regolamento delegato (UE) 2017/565, specifica e amplia tale impostazione, introducendo una più puntuale classificazione delle situazioni di conflitto, che possono verificarsi, ad esempio, quando l'impresa di investimento abbia un interesse distinto da quello del cliente nella conclusione dell'operazione, ovvero quando

²⁸ Direttiva MiFID II, art. 16, par. 4 e regolamento delegato 2017/565, art. 21 e 22, in materia di requisiti organizzativi.

²⁹ Direttiva MiFID II, art. 16, par. 5, in materia di procedure contabili-amministrative.

³⁰ Direttiva MiFID II, art. 16, par. 6 e regolamento intermediari n. 20307 del 15 febbraio 2018, Parte IV, artt. 94 e 95.

³¹ SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, III ed, Capitolo 3, par. 3.6, p. 119-120, in materia di conflitti di interesse.

riceve incentivi da terzi non idonei a incrementare il livello qualitativo della raccomandazione fornita.

Occorre, tuttavia, sottolineare che i conflitti di interesse risultano ineliminabili, in quanto fisiologicamente presenti nella prestazione dei servizi di consulenza per l'investimento, in particolare nei casi di prestazione congiunta con altri servizi bancari³². In tale contesto, il sistema delineato dalla MiFID II e dal TUF impone agli intermediari una specifica gerarchia di azione volta a implementare la tutela dell'investitore. Nello specifico, l'intermediario è tenuto ad adottare una politica di gestione dei conflitti di interesse, redatta per iscritto e adeguata alla dimensione e all'assetto organizzativo dell'impresa, che risulti idonea a identificare tempestivamente qualsiasi situazione di conflitto³³. A tal fine, devono essere previste misure organizzative e procedurali volte a prevenire e gestire tali situazioni, tra cui la separazione delle funzioni, il controllo sulle informazioni, la vigilanza sui soggetti coinvolti e l'eliminazione di legami tra attività che possano generare conflitti³⁴.

Qualora le misure adottate non risultino sufficienti ad escludere con ragionevole certezza il rischio di pregiudizio per il cliente, l'intermediario è tenuto a informare quest'ultimo della natura e delle fonti del conflitto di interesse. Tale *disclosure* assume carattere residuale e non esonera l'intermediario dall'obbligo di adottare misure organizzative idonee alla prevenzione e gestione dei conflitti di interesse. In questa situazione, la decisione di proseguire nel rapporto è rimessa al cliente che, mediante dichiarazione scritta, può comunque accettare le condizioni emerse³⁵.

Accanto alla gestione dei conflitti di interesse, un ruolo essenziale nell'assetto organizzativo è svolto dai sistemi di controllo interno, che sono finalizzati a garantire il rispetto degli obblighi normativi e la corretta prestazione dei servizi. La MiFID II conferisce alla funzione di compliance un ruolo centrale: si evidenzia la necessità di una separazione tra i controlli di secondo livello, svolti in modo continuativo e finalizzati alla verifica della conformità agli

³² ANNUNZIATA F., *Governance delle banche e conflitti di interessi. Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, giugno 2004, p. 178.

³³ LENER R. *Conflicts of Interests in the Provision of Investment Services and of Collective Management Services under Italian Law*, Università di Roma Tor Vergata, p. 346, 348.

ANNUNZIATA F., *Governance delle banche e conflitti di interessi. Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, giugno 2004, p. 179.

³⁴ Direttiva MiFID II, art. 23 in materia di conflitti di interesse e integrazione del regolamento delegato 2017/565, Sezione 3, art. 33, 34 e 35;

Regolamento intermediari CONSOB n. 20307 del 15 febbraio 2018, Parte III, artt. 92 e 93; concernenti la materia dei conflitti di interesse, la classificazione e le procedure da adottare ai fini della gestione degli stessi.

³⁵ MICHIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in *Banca Impresa Società*, dicembre 2020. p. 528.

obblighi per la prestazione dei servizi di investimento; e i controlli di terzo livello, incentrati sulla valutazione della funzionalità e adeguatezza dell'intero sistema di controlli interni dell'intermediario³⁶.

In particolare, le funzioni di controllo interno hanno il compito di monitorare il rispetto degli obblighi imposti dalla normativa di settore e verificare periodicamente l'efficacia e la correttezza delle politiche adottate, nonché di fornire assistenza e consulenza agli addetti allo svolgimento dei servizi, al fine di verificare il rispetto del principio di adeguatezza³⁷. I soggetti incaricati al controllo sono, inoltre, tenuti a riferire periodicamente agli organi di gestione l'esito delle verifiche svolte e le eventuali criticità riscontrate, contribuendo al miglioramento continuo dell'assetto organizzativo. Un esempio concreto di tale attività è rappresentato dal monitoraggio dei processi di product governance, in cui la funzione di compliance verifica che le analisi di scenario effettuate dal produttore e l'individuazione del target market siano svolte correttamente³⁸. Ulteriore esemplificazione può essere individuata nel contesto delle operazioni di switch, ovvero quando l'intermediario raccomanda al cliente la vendita di uno strumento finanziario detenuto in portafoglio, al fine di acquistare uno strumento differente. In tal caso, vi è un elevato rischio di conflitti di interesse, in quanto l'operazione consigliata potrebbe essere suggerita al fine di collocare strumenti finanziari per i quali l'intermediario percepisce delle commissioni. Nel contesto delineato assumono, pertanto, un ruolo essenziale i controlli interni al fine di monitorare il rispetto degli obblighi procedurali e comportamentali.

Per adempiere alla funzione di compliance, l'intermediario può avvalersi di idonei supporti tecnologici, basati su sistemi di intelligenza artificiale, adottando un approccio di tipo probabilistico, finalizzato ad individuare le maggiori aree di rischio o criticità sulle quali focalizzare l'intervento umano³⁹.

Ai fini dell'efficace svolgimento dei propri compiti, la funzione di controllo deve operare in condizioni di indipendenza e disporre di adeguate risorse e competenze, inserendosi in un sistema di controlli più ampio, legato all'attività di vigilanza della CONSOB e finalizzato a monitorare il corretto svolgimento del servizio e la prevenzione di situazioni di crisi.

³⁶ Comunicazioni CONSOB, *Provvedimenti di vigilanza nei confronti di intermediari*, in "Consob Informa" n. 6. dell'8 febbraio 2010, p.1

³⁷ Regolamento (UE) 2017/565, art. 54, par. 11.

³⁸ Direttiva Delegata (UE) 2017/593, art. 9

³⁹ BRAGANTE ., PALLAVICINO F., *La compliance nell'era dell'intelligenza artificiale: un approccio probabilistico*, in Mercati Finanziari e Transizione Digitale: una Tassonomia, Giappichelli Editore, p. 223.

Si delinea, quindi, un assetto organizzativo complesso che, oltre a costituire un requisito normativo per la prestazione dell'attività, rappresenta il presupposto per la corretta valutazione di adeguatezza, incidendo direttamente sulla qualità della raccomandazione e sulla tutela dell'investitore.

2.4 Il principio di adeguatezza nella consulenza in materia di investimenti

L'attività di investimento è caratterizzata, per sua natura, da un'incertezza fisiologica, in quanto l'esito delle scelte di allocazione del capitale dipende da fattori esterni connessi all'andamento dei mercati e, pertanto, non è riconducibile alla volontà dell'investitore. In tale contesto, la consulenza assume un ruolo centrale: pur non potendo eliminare l'incertezza, essa consente di gestirla, riducendo, come già osservato, l'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra cliente e mercato e favorendo l'assunzione di decisioni di investimento consapevoli, fondate sulla comprensione dei rischi e delle opportunità connesse agli strumenti finanziari⁴⁰. Da tale funzione emerge l'esigenza di verificare la coerenza tra le caratteristiche dell'operazione raccomandata e il profilo del cliente: esigenza che si traduce nel principio di adeguatezza, il quale si configura come elemento strutturale del servizio di consulenza in materia di investimenti.

2.4.1 Il quadro normativo

Il principio di adeguatezza trova il suo fondamento nella disciplina europea dei servizi di investimento, in particolare nella direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e nel regolamento delegato (UE) 2017/565, che ne specifica e integra il contenuto. Ai sensi dell'art. 25, par 2 della direttiva MiFID II, l'intermediario che presta il servizio di consulenza in materia di investimenti è tenuto ad acquisire le informazioni necessarie relative al cliente al fine di raccomandare operazioni adeguate al suo profilo.

In particolare, la normativa richiede che l'intermediario raccolga informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente nel settore degli investimenti, alla sua situazione finanziaria, con specifico riferimento alla capacità di sostenere eventuali perdite, e ai suoi obiettivi di investimento. A seguito delle modifiche introdotte dal regolamento delegato (UE) 2021/1253, tra le informazioni da acquisire sono previste anche le preferenze di sostenibilità

⁴⁰ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 62-66, par. 8.1 e 8.2.

del cliente, da considerare nell'ambito della valutazione di adeguatezza. Tali informazioni costituiscono il presupposto per la valutazione della coerenza dell'operazione con il profilo dell'investitore e per la formulazione della raccomandazione personalizzata⁴¹.

Il regolamento delegato (UE) 2017/565 precisa ulteriormente il contenuto e il volume delle informazioni che l'intermediario è tenuto ad acquisire, richiedendo di considerare la natura, il volume e la frequenza delle operazioni effettuate dal cliente, nonché, il livello di istruzione e la professione, ove pertinenti, al fine di valutarne il grado di esperienza e di comprensione dei rischi connessi agli strumenti finanziari. La raccolta delle informazioni deve essere proporzionata alla natura e alla complessità del servizio prestato, volto a garantire una valutazione effettiva e non meramente formale dell'adeguatezza⁴².

Nella valutazione di adeguatezza, l'intermediario può fare affidamento sulle informazioni fornite dal cliente, salvo che esse risultino incomplete, non aggiornate o incoerenti con il profilo dell'investitore⁴³. In tale ipotesi, l'intermediario è tenuto a svolgere le opportune verifiche e, qualora le informazioni non siano sufficienti per effettuare la valutazione, deve astenersi dal prestare il servizio di consulenza, informando il cliente dell'impossibilità di procedere⁴⁴.

Al fine di valutare l'idoneità dell'operazione rispetto al profilo del cliente, l'intermediario deve accertare, in particolare, che quest'ultimo sia in grado di comprendere i rischi connessi all'operazione o al servizio di investimento, nonché il rapporto tra rischio e rendimento degli strumenti finanziari oggetto di raccomandazione⁴⁵. Tale valutazione assume carattere sostanziale e non può limitarsi all'acquisizione formale delle informazioni.

La disciplina prevede, inoltre, specifici obblighi informativi e documentali. In particolare, nel caso di consulenza in materia di investimenti, l'intermediario è tenuto a fornire al cliente, prima della conclusione dell'operazione, una dichiarazione di adeguatezza, che specifichi le ragioni per cui la raccomandazione risulta coerente con il suo profilo. Qualora il rapporto preveda la valutazione continuativa, l'intermediario deve inoltre fornire una relazione periodica sull'adeguatezza delle operazioni effettuate. In caso di valutazione negativa,

⁴¹ Direttiva MiFID II, art. 25, par 2, parr. 5 e 6, in materia di valutazione di adeguatezza.

⁴² Regolamento delegato (UE) 2017/565, Sezione III, art. 55, par. 1, specifica le informazioni da acquisire per la valutazione di adeguatezza e la misura.

⁴³ Regolamento delegato (UE) 2017/565, Sezione III, art. 55, par. 3, in materia di disposizioni per l'adeguatezza.

⁴⁴ Direttiva MiFID II, art. 25, par. 2.

⁴⁵ Regolamento delegato (UE) 2017/565, Sezione III, art. 56, par. 1, in materia di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni raccomandate rispetto al profilo del cliente.

l'intermediario è tenuto a informare il cliente dell'inadeguatezza dell'operazione, conservando evidenza documentale delle valutazioni effettuate e delle informazioni fornite⁴⁶.

Sul piano applicativo, **le linee guida ESMA** precisano che tali disposizioni sono volte a garantire un'applicazione uniforme e coerente dei requisiti di adeguatezza nell'ambito della prestazione dei servizi di consulenza e gestione di portafogli⁴⁷.

A livello nazionale, il principio di adeguatezza trova fondamento nell'art. 21 del TUF, che impone agli intermediari obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza, nonché l'acquisizione delle informazioni necessarie al fine di operare nel miglior interesse del cliente. In attuazione della disciplina europea, la CONSOB ha recepito tali principi nel regolamento intermediari, prevedendo specifici obblighi in materia di acquisizione delle informazioni e di valutazione dell'adeguatezza⁴⁸.

La valutazione di adeguatezza si configura, quindi, come un aspetto centrale del sistema di tutela dell'investitore, ponendosi come elemento essenziale per l'effettiva personalizzazione della raccomandazione.

2.4.2 La nozione di adeguatezza

La nozione di adeguatezza costituisce l'elemento centrale della disciplina della consulenza in materia di investimenti e consiste nella verifica della coerenza tra le caratteristiche dell'operazione raccomandata e il profilo del cliente⁴⁹.

L'introduzione della valutazione di adeguatezza è volta a implementare il livello di tutela dell'investitore, evolvendosi da un modello basato sulla semplice trasparenza a una tutela sostanziale ed effettiva⁵⁰.

In base alla disciplina europea, una raccomandazione è adeguata se risulta coerente con gli obiettivi dell'investitore, compatibilmente con la sua situazione finanziaria, con particolare

⁴⁶ Direttiva MiFID II, art. 25, par. 6, tratta della comunicazione della dichiarazione di adeguatezza e della valutazione periodica della sussistenza dell'adeguatezza.

⁴⁷ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, pag. 2-4, funzione delle linee guida ESMA e emanazione ai sensi del regolamento (UE) 1095/2010 che specifica le funzioni di ESMA.

⁴⁸ Regolamento intermediari CONSOB n. 20307 del 15 febbraio 2018, artt. 40 e 41

⁴⁹ Direttiva Mifid II, art. 25, par. 2, definizione di valutazione di adeguatezza.

⁵⁰ PERRONE A., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato?*, in Banca Impresa Società, dicembre 2008, p. 94.

riferimento alla capacità di sostenere eventuali perdite, e adeguata rispetto al livello di conoscenza ed esperienza da esso posseduto nel settore degli strumenti finanziari.

La valutazione di adeguatezza si configura come un giudizio necessariamente formulato *ex ante*, in quanto deve precedere la raccomandazione e guidarne la formulazione. Essa dà inoltre attuazione al principio di personalizzazione, essendo costruita sulla base delle specifiche caratteristiche del singolo cliente, e non può essere effettuata in via astratta o standardizzata. Ne consegue che l'adeguatezza deve essere verificata con riferimento alla singola operazione oggetto della consulenza, in relazione al profilo complessivo dell'investitore.

In questa prospettiva, la valutazione di adeguatezza si configura come un processo articolato, basato sul principio Know Your Customer, che prevede la raccolta di informazioni sul cliente e la successiva valutazione della coerenza tra tali informazioni e le caratteristiche dello strumento finanziario raccomandato. Le linee guida ESMA chiariscono, infatti, che la *suitability assesment*⁵¹ deve essere intesa come l'insieme delle attività mediante le quali l'intermediario acquisisce le informazioni rilevanti sul cliente e le utilizza per definire se l'investimento oggetto di consulenza sia adatto al suo profilo.

Ne deriva che l'adeguatezza non rappresenta unicamente l'esito valutativo, ma costituisce un processo unitario e integrato, della fase di acquisizione delle informazioni e di valutazione del risultato, che si conclude con la consegna della dichiarazione di adeguatezza.

La tutela dell'investitore si concretizza, altresì, nel fatto che l'intermediario non risulta esonerato dell'obbligo di valutare l'adeguatezza, neppure nel caso in cui il cliente abbia rifiutato di fornire tutte le informazioni necessarie. In questa casistica, la valutazione di adeguatezza deve comunque essere svolta sulla base delle informazioni disponibili e nel rispetto dei principi di correttezza, diligenza e trasparenza. Qualora le informazioni risultino gravemente insufficienti, l'intermediario è tenuto ad informare il cliente della carenza informativa e ad astenersi dalla formulazione della raccomandazione⁵².

In tale processo si realizza, quindi, la funzione della consulenza, che consiste nel tradurre le caratteristiche soggettive dell'investitore in una raccomandazione concreta, coerente e giustificata.

⁵¹ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, pag. 3, che definisce il *suitability assesment* come il processo di reperimento di informazioni e valutazione per valutare l'adeguatezza.

⁵² LIACE G., *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in Banca Impresa Società, dicembre 2018, p. 446.

2.4.3 Il contenuto della valutazione di adeguatezza e la raccolta delle informazioni

Al fine del corretto svolgimento della valutazione di adeguatezza, l'intermediario è tenuto a raccogliere tutte le informazioni necessarie sul cliente, adottando procedure e strumenti adeguati per comprendere i fatti e le caratteristiche rilevanti. A tal fine possono essere utilizzati, ad esempio, questionari compilati dal cliente, purché strutturati in modo tale da garantire chiarezza, completezza e comprensibilità delle domande, evitando linguaggio fuorviante o ambiguo. Il questionario deve, inoltre, essere predisposto in modo da non influenzare le scelte dell'investitore, anche attraverso un'attenta definizione dell'ordine delle domande, al fine di garantire l'attendibilità delle informazioni raccolte⁵³.

La valutazione di adeguatezza si fonda su tre pilastri informativi principali: la conoscenza ed esperienza del cliente, con riferimento, in particolare, alla tipologia di strumenti, alla frequenza delle operazioni e alla comprensione dei rischi; alla situazione finanziaria, che comprende la capacità di sostenere perdite, il livello di reddito e patrimonio, nonché ulteriori elementi personali rilevanti; gli obiettivi di investimento, inclusivi dell'orizzonte temporale, della tolleranza al rischio e delle finalità dell'investimento⁵⁴.

Per quanto concerne la tolleranza al rischio, parte della dottrina ha evidenziato come tale fattore non dipenda esclusivamente dalla situazione finanziaria o dalla propensione al rischio dichiarata, ma anche da fattori emotivi e comportamentali che possano influenzare concretamente le scelte di investimento. Sotto a tale profilo, risulta opportuno costituire un "curriculum finanziario" che tenga conto delle reali esperienze finanziarie, inclusi i successi e gli insuccessi conseguiti nell'ambito degli investimenti⁵⁵. Ne deriva l'esigenza di un progressivo miglioramento degli strumenti utilizzati per la raccolta delle informazioni sul cliente, al fine di ridurre il rischio che la profilazione rifletta una rappresentazione formale dell'investitore, ma non pienamente coerente con la sua sfera soggettiva⁵⁶.

Gli orientamenti ESMA precisano ulteriormente, anche ai fini esemplificativi, che la valutazione deve tenere conto di ulteriori elementi rilevanti, quali la situazione familiare, l'età, la situazione lavorativa e il fabbisogno di liquidità del cliente. A tali informazioni si affiancano, a seguito delle modifiche introdotte dal regolamento delegato (UE) 2021/1253, anche le

⁵³ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, pag. 7 e 8, punti 19-22.

⁵⁴ Diretti MiFID II, art. 25 par. 2. Regolamento (UE) 2017/565, art. 54.

⁵⁵ PARACAMPO M.T., *Educazione finanziaria e protezione dei risparmiatori: miti e realtà*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, dicembre 2010, p. 554.

⁵⁶ LINCIANO N., *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, giugno 2012, p. 136.

preferenze di sostenibilità, che devono essere integrate nel processo di valutazione di adeguatezza.

In particolare, le preferenze di sostenibilità si identificano nella scelta dell'investitore di integrare, e in quale misura, strumenti finanziari caratterizzati da specifici requisiti ESG all'interno del proprio investimento. Il cliente può indicare la preferenza verso strumenti che contengano una quota minima di investimenti ecosostenibili o che tengano conto dei principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità. L'introduzione delle preferenze ESG determina un ampliamento del contenuto informativo della valutazione di adeguatezza, imponendo agli intermediari di acquisire ulteriori informazioni rilevanti ai fini della formulazione della raccomandazione personalizzata e della selezione degli strumenti finanziari coerenti con il profilo dell'investitore. Nel caso in cui l'investitore non fornisca informazioni sulle preferenze per tali titoli, quest'ultimo viene considerato "neutrale in termini di sostenibilità"⁵⁷.

Le linee guida ESMA sottolineano, inoltre, che l'intermediario non deve limitarsi all'acquisizione formale di informazioni, ma è tenuto a verificare l'effettiva comprensione da parte del cliente delle caratteristiche dei prodotti e dei relativi rischi. In tale prospettiva, assume rilievo anche la necessità di valutare la coerenza delle informazioni fornite, individuando eventuali incongruenze e adottando misure idonee a gestirle⁵⁸.

Gli intermediari sono altresì tenuti a modulare il livello di dettaglio delle informazioni e delle spiegazioni fornite al cliente, modificandole in relazione al grado di conoscenza ed esperienza di quest'ultimo, al fine di garantire una comunicazione chiara e comprensibile.

Nel caso in cui sia previsto un rapporto continuativo tra impresa e cliente, l'intermediario è tenuto a verificare periodicamente l'aggiornamento delle informazioni raccolte, richiedendo, qualora necessario, dati integrativi o ulteriori chiarimenti. In questo contesto, l'impresa deve garantire che le informazioni sul cliente non risultino obsolete, inesatte o incomplete, al fine di garantire una valutazione di adeguatezza fondata su dati sempre aggiornati. La frequenza

⁵⁷ Regolamento delegato (UE) 2021/1253, art. 2, in materia di preferenze su strumenti sostenibili; ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, pag. 8, punti 24-26.

⁵⁷ GHETTI R., *Il conflitto fra sostenibilità e adeguatezza nella disciplina dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2024, p. 537.

SALERNO M.E., *Le nuove linee guida dell'ESMA in materia di requisiti di sostenibilità nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di patrimoni*, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2024 p. 313-314.

⁵⁸ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, pag. 11, punti 31 e 32.

dell'aggiornamento può variare in relazione al profilo del cliente, all'avversione al rischio o alla tipologia degli strumenti finanziari raccomandati⁵⁹.

La raccolta e il costante aggiornamento delle informazioni costituiscono, quindi, il presupposto essenziale per il corretto svolgimento della valutazione di adeguatezza, che deve basarsi su dati accurati, completi, veritieri e attuali sul cliente.

In tale prospettiva, le modalità di raccolta delle informazioni assumono importante rilievo, in quanto condizionano direttamente la qualità della valutazione di adeguatezza. Le linee guida ESMA evidenziano, infatti, che l'intermediario non può limitarsi a una mera acquisizione formale di dati, ma deve assicurare che le informazioni raccolte siano sufficienti, aggiornate, attendibili e coerenti tra loro, utilizzando strumenti idonei a garantire l'affidabilità delle informazioni raccolte.

2.4.4 La valutazione di adeguatezza e la funzione nella raccomandazione

La valutazione di adeguatezza rappresenta il momento centrale del servizio di consulenza in materia di investimenti, in quanto consente di tradurre le informazioni raccolte sul cliente in una raccomandazione personalizzata. In tale prospettiva, l'adeguatezza costituisce un processo valutativo che pone in relazione il profilo del cliente con le caratteristiche dello strumento finanziario oggetto di raccomandazione⁶⁰.

Sotto il profilo giuridico, la valutazione di adeguatezza svolge una funzione decisiva, in quanto condiziona la legittimità della raccomandazione: l'intermediario, infatti, non può raccomandare operazioni che non risultino coerenti con il profilo dell'investitore, dovendo astenersi dalla prestazione del servizio in caso di informazioni insufficienti o di esito negativo della valutazione.

Le linee guida ESMA qualificano la valutazione di adeguatezza come uno dei principali strumenti di tutela dell'investitore⁶¹, in quanto finalizzata ad assicurare che le raccomandazioni rispondano effettivamente alle esigenze, alle caratteristiche e agli obiettivi del cliente. Ne deriva che il giudizio di adeguatezza non rappresenta solo una fase procedimentale, ma costituisce il presupposto sostanziale dell'intero servizio di consulenza.

⁵⁹ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, pag. 17, punti 53 - 55

⁶⁰ Direttiva MiFID II, art. 25;

Regolamento delegato (UE) 2017/565 artt. 54 e 55.

⁶¹ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, Sezione III, punto 6, pag. 4.

Da un punto di vista applicativo, tale valutazione deve essere effettuata in riferimento a ciascuna operazione raccomandata e deve essere nuovamente eseguita nei casi in cui si verifichino modifiche rilevanti nelle caratteristiche degli strumenti finanziari o nel profilo del cliente⁶².

In una prospettiva più ampia, la valutazione di adeguatezza si inserisce nella consulenza finanziaria come strumento di gestione dell'incertezza: attraverso di essa, infatti, le caratteristiche soggettive dell'investitore vengono tradotte in scelte di investimento coerenti e giustificate dal suo profilo, riducendo l'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra investitore e mercato finanziario⁶³. In questo contesto, la valutazione di adeguatezza si pone come strumento di riequilibrio nel rapporto informativo tra intermediario e cliente, favorendo la tutela del cliente e il rafforzamento della fiducia degli investitori nel mercato finanziario, nonché a una più efficiente allocazione delle risorse⁶⁴.

2.4.5 La centralità dell'investitore nella valutazione di adeguatezza

La disciplina della consulenza in materia di investimenti è orientata alla tutela dell'investitore, ponendo quest'ultimo al centro del processo decisionale. In tale prospettiva, la valutazione di adeguatezza non è costruita in funzione delle caratteristiche del prodotto o degli interessi dell'intermediario, ma principalmente sulla base del profilo dell'investitore e delle sue esigenze.

Questa impostazione trova fondamento nel principio del “miglior interesse del cliente”⁶⁵, sancito dalla disciplina MiFID II, che impone agli intermediari di agire in modo onesto, equo e professionale, basandosi sulle esigenze dell'investitore. In questo contesto, la valutazione di adeguatezza rappresenta lo strumento attraverso cui si concretizza tale principio, consentendo di verificare la coerenza tra le caratteristiche dell'operazione e il profilo del cliente.

In dottrina è stato inoltre osservato come, nell'ambito della valutazione di adeguatezza, sia necessario distinguere le preferenze dell'investitore, legate alla sfera soggettiva, come ad esempio le preferenze per titoli ESG, e le circostanze dell'investimento, rappresentate da

⁶² ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, pag. 17, punti 53-57.

⁶³ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 62-66, par. 8.1 e 8.2.

⁶⁴ MICHIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2020, p. 524-525.

⁶⁵ Direttiva MiFID II, art. 24 e Testo Unico della Finanza, art. 21.

elementi oggettivi ed esterni, come, la possibilità di sostenere perdite e alla situazione finanziaria. La valutazione di adeguatezza si costruisce, pertanto, non solo in base alle preferenze espresse dall'investitore, ma principalmente sulla verifica della compatibilità dell'operazione finanziaria con le componenti oggettive⁶⁶.

Le linee guida ESMA ribadiscono, inoltre, che il processo di *suitability assessment* deve essere costruito intorno al cliente, valorizzando le sue caratteristiche personali, la sua situazione finanziaria e i suoi obiettivi di investimento, al fine di garantire che le raccomandazioni siano effettivamente coerenti con le esigenze del cliente e in linea con i suoi obiettivi⁶⁷.

Ne deriva che la valutazione di adeguatezza non costituisce unicamente un adempimento procedurale, ma si configura come il fulcro del modello della tutela dell'investitore delineato dalla normativa europea, assicurando che ogni raccomandazione sia il risultato di un attento processo di valutazione e personalizzazione.

2.5 Le modalità di erogazione della consulenza in materia di investimenti

La disciplina della consulenza in materia di investimenti non si limita a definire il contenuto della raccomandazione personalizzata, ma si estende alla regolazione attraverso cui il servizio viene prestato. Tali modalità assumono rilievo nel sistema di tutela dell'investitore, in quanto incidono sia sulla struttura del servizio sia sulle concrete modalità di formazione della raccomandazione e di gestione dei conflitti di interesse.

In questa prospettiva, la normativa europea introduce una distinzione tra consulenza prestata **su base indipendente e consulenza non indipendente**, a cui si collegano specifici obblighi informativi e organizzativi in capo agli intermediari. La qualificazione della modalità di prestazione del servizio assume rilievo ai fini dell'individuazione del regime applicabile, incidendo direttamente sugli obblighi in capo all'intermediario e sul livello di tutela riconosciuto al cliente.

La consulenza in materia di investimenti comporta potenzialmente, seppur in assenza del momento volitivo, un'operazione di mercato. Ai fini dello svolgimento del servizio di consulenza, l'impresa di investimento è tenuta ad adottare un modello organizzazione e

⁶⁶ GHETTI R., *Il conflitto fra sostenibilità e adeguatezza nella disciplina dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2024, p. 542.

⁶⁷ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, pag. 4, punto 5.

operativo idoneo a garantire la corretta prestazione del servizio, adattando il proprio assetto interno alla natura della consulenza prestata e alle altre attività svolte⁶⁸.

Le modalità di erogazione della consulenza si inseriscono, inoltre, nel più ampio assetto organizzativo e nel modello di business dell'intermediario, riflettendo le scelte distributive e il rapporto con la clientela. Esse assumono, quindi, rilievo non solo sul piano formale, ma anche sotto al profilo sostanziale, in quanto idonee a incidere sulla qualità della raccomandazione e l'effettiva tutela del risparmio.

2.5.1 Inquadramento normativo e obblighi informativi

La distinzione tra consulenza prestata su base indipendente e consulenza non indipendente trova il proprio fondamento nella disciplina europea, e in particolare nella direttiva MiFID II, la quale prevede espressamente che l'intermediario sia tenuto a informare il cliente se la consulenza è prestata su base indipendente o non indipendente.

In tal senso, l'art. 24 della direttiva distingue tra due modelli di consulenza ai quali sono associati differenti requisiti in relazione alla struttura del servizio, ampiezza dell'analisi degli strumenti finanziari e regime degli incentivi. La qualificazione della consulenza come indipendente o non indipendente incide direttamente sugli obblighi gravanti sull'intermediario⁶⁹.

La disciplina europea si limita, tuttavia, a delineare i tratti essenziali della distinzione, rimandando alla normativa di secondo livello la definizione più puntuale delle condizioni di esercizio del servizio. In particolare, il regolamento delegato (UE) 2017/565 specifica gli obblighi informativi e organizzativi connessi alle differenti configurazioni della consulenza, imponendo, inoltre, che l'intermediario adotti presidi idonei a garantire la chiara distinzione tra consulenza indipendente e non indipendente, soprattutto nei casi in cui siano offerte entrambe dalla medesima società⁷⁰.

In tale contesto, assume rilievo centrale l'obbligo di informazione preventiva nei confronti del cliente, che deve essere posto nelle condizioni di comprendere, prima della prestazione del

⁶⁸ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 39, par. 4.2

⁶⁹ Direttiva MiFID II, art. 24, par. 4 e 7 in materia di consulenza su base indipendente e non indipendente.

Direttiva MiFID II, art. 24, par. 7, lett. a), impone che ai fini della prestazione della consulenza su base indipendente occorre analizzare una gamma sufficientemente ampia di strumenti finanziari.

⁷⁰ Regolamento delegato (UE) 2017/565, art. 52, par. 1 e 2 e art. 53, par. 3, lett. c).

servizio, la natura della consulenza ricevuta e gli effetti che ne derivano in termini di ampiezza dell'analisi degli strumenti finanziari e possibili conflitti di interesse⁷¹. Tale obbligo si inserisce in un più ampio sistema di trasparenza previsto dalla disciplina MiFID II, volto a consentire al cliente di assumere decisioni di investimento consapevoli.

Sul piano applicativo, le autorità di vigilanza europee hanno contribuito a definire il contenuto della disciplina attraverso l'adozione di orientamenti finalizzati a garantire un'applicazione uniforme delle disposizioni e a rafforzare la tutela dell'investitore. In particolare, le linee guida ESMA sottolineano la necessità di fornire al cliente informazioni sulla natura del servizio che siano chiare, corrette e non fuorvianti.

Nell'ordinamento italiano, il recepimento della disciplina europea avviene attraverso il Testo Unico della Finanza e soprattutto, mediante l'intervento della CONSOB, la quale specifica nel regolamento intermediari, le condizioni di esercizio del servizio e disciplina in modo dettagliato il regime degli incentivi e gli obblighi informativi⁷². Il legislatore nazionale, pur non introducendo una definizione autonoma della consulenza indipendente e non indipendente, integra la disciplina attraverso regole di comportamento quali diligenza, correttezza e trasparenza.

La distinzione tra consulenza indipendente e non indipendente si configura, quindi, come un elemento strutturale della disciplina del servizio, idoneo a incidere sull'erogazione della prestazione e sul regime di obblighi applicabili all'intermediario.

In questo senso, la consulenza prestata su base indipendente e non indipendente introduce un sistema di obblighi informativi volti a garantire la trasparenza nel rapporto tra intermediario e cliente.

La normativa MiFID II richiede, infatti, che l'intermediario specifichi la natura del servizio offerto, imponendo un obbligo informativo preventivo, volto a rendere il cliente consapevole del tipo di consulenza richiesta e dei relativi effetti. Tale informazione deve essere fornita prima della prestazione del servizio, in quanto consente al cliente di comprendere le modalità attraverso le quali sarà formulata la raccomandazione⁷³.

La qualificazione della consulenza come indipendente o non indipendente implica, infatti, differenze sostanziali, delle quali l'intermediario è tenuto ad informare il cliente. In questo

⁷¹ Regolamento delegato (UE) 2017/565, artt. 52 e 53, concernenti le disposizioni in materia di consulenza su base indipendente e non indipendente

⁷² Regolamento intermediari CONSOB n. 20307/2018, Titolo V, Capo II, art. 54.

⁷³ Regolamento delegato (UE) 2017/565, art. 52, comma 1.

senso, l'informativa deve consentire di comprendere l'ampiezza dell'analisi svolta dall'intermediario, le modalità di selezione degli strumenti finanziari, la disciplina degli incentivi e l'eventuale presenza di elementi che incidano sull'imparzialità della raccomandazione⁷⁴. La disciplina introdotta dalla MiFID II prevede, inoltre, una trasparenza particolarmente ampia in materia di costi e oneri, imponendo che essi siano rappresentati ex ante sia in forma aggregata sia analitica, al fine di consentire all'investitore di comprendere l'incidenza economica del servizio e dell'investimento nel suo complesso, tenendo conto anche di eventuali costi impliciti e della durata dell'investimento⁷⁵.

La trasparenza assume, quindi, un ruolo essenziale in quanto permette al cliente di formulare un'aspettativa in relazione al servizio e di valutare con maggiore consapevolezza l'affidabilità della raccomandazione ricevuta. La modalità di prestazione può incidere, infatti, sul modo in cui il cliente percepisce il ruolo dell'intermediario, influenzando il livello di fiducia del cliente nel servizio e nel mercato. La trasparenza viene identificata, pertanto, come uno strumento mediante il quale si concretizza la riduzione dell'asimmetria informativa tra investitore e intermediario, garantendo che il cliente assuma decisioni di investimento consapevoli e non derivati dal mero affidamento inconsapevole⁷⁶.

Un'indicazione della diffusione della consulenza su base indipendente nel mercato italiano può essere ricavata dai dati del report dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF). Al 31 dicembre 2024 risultavano infatti iscritti all'albo 741 consulenti finanziari autonomi e 89 società di consulenza finanziaria, confermando il progressivo sviluppo delle figure professionali che svolgono istituzionalmente attività di consulenza indipendente. Più nel dettaglio, dei 741 consulenti finanziari autonomi, 339 operano esclusivamente per conto proprio, 377 prestano la propria attività per conto di una società di consulenza finanziaria e 12 operano in entrambe le modalità. Per quanto concerne gli intermediari autorizzati, la Relazione annuale OCF del 2024, registra 171 intermediari attivi che si avvalgono di una rete complessiva di 52.779 consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. I dati disponibili non consentono, tuttavia, di individuare con precisione quanti di tali intermediari prestino il servizio di consulenza su base indipendente ai sensi della

⁷⁴ GARUFFI L., BELLEGIA S., *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, Giuffrè Francis Lefebvre, p. 67-68.

⁷⁵ ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, 2018, p. 16.

Direttiva MiFID II, ART. 24, PART. 4.

⁷⁶ CAVAZZUTI F., *La trasparenza dei mercati finanziari*, in Banca Impresa Società, dicembre 2004, p. 419.

COSTA S., *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, in Sistema Finanziario e Diritto dell'Impresa, Giuffrè Francis Lefebvre, p. 1-3.

disciplina MiFID II, Limitandosi a distinguere le figure professionali che svolgono istituzionalmente attività di consulenza su base indipendente dai soggetti operanti nell'ambito delle reti distributive degli intermediari⁷⁷.

2.5.2 La consulenza su base indipendente

Ai fini della qualificazione della consulenza su base indipendente, la direttiva europea definisce, ai sensi dell'art. 24 della Direttiva MIFID II (cfr art TUF), specifici requisiti in relazione alla gamma di strumenti presi in analisi per la formulazione della raccomandazione. Nello specifico, quest'ultimi devono essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia o emittenti, e non limitati a strumenti finanziari emessi o forniti da soggetti aventi stretti legami con l'intermediario, al fine di soddisfare gli obiettivi di investimento del cliente⁷⁸. L'impresa di investimento è tenuta, altresì, a specificare al cliente la sussistenza di rapporti o legami economici con fornitori dei quali si considerano strumenti finanziari e che potrebbero incidere sull'indipendenza della consulenza⁷⁹.

Tale disciplina viene ulteriormente dettagliata dal regolamento delegato (UE) 2017/565, che sancisce che nel processo di selezione degli strumenti finanziari l'intermediario è tenuto a considerare una quantità e varietà proporzionale all'ambito del servizio, nonché rappresentativa degli strumenti presenti sul mercato. A tal fine, non si richiede all'intermediario di considerare tutte le categorie di strumenti, ma di selezionare un insieme "adeguatamente significativo", mediante un processo di analisi e selezione comparativa degli strumenti, le cui modalità operative sono rimesse alla discrezionalità dell'intermediario⁸⁰. Nella gamma di strumenti presi in analisi, è possibile vi siano anche titoli dell'intermediario stesso o di soggetti ad esso collegati, purché il loro peso non sia tale da compromettere l'indipendenza della raccomandazione e che la selezione complessiva rimanga idonea a individuare lo strumento più adeguato alle esigenze del cliente⁸¹.

Risulta possibile per l'impresa prediligere un'unica categoria di strumenti finanziari o focalizzarsi su specifici settori di mercato; in tale ipotesi, tuttavia, l'intermediario è tenuto

⁷⁷ Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari, Relazione annuale 2024, Roma, 26 giugno 2025, p. 55, 56, 57, 71.

⁷⁸ GARUFFI L., BELLEGIA S., *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, Giuffrè Francis Lefebvre, p. 66.

⁷⁹ Direttiva MiFID II, RT. 24, par. 7.

⁸⁰ MICHIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2020, p. 547.

⁸¹ Regolamento delegato (UE) 2017/565, art. 53, par. 1, definisce il processo di selezione degli strumenti finanziari nel caso di prestazione su base indipendente.

strutturare il servizio in modo tale da rivolgersi ad una clientela orientata all'investimento in tale categoria. Prima della prestazione del servizio risulta, infatti, necessario informare il cliente della gamma di strumenti finanziari analizzati, verificando l'allineamento tra le caratteristiche del servizio e gli interessi del cliente. Anche nel caso di accettazione da parte del cliente l'intermediario è comunque tenuto a verificare che la categoria di strumenti finanziari sia congrua rispetto al suo profilo, con particolare riferimento alla valutazione di adeguatezza, in relazione ai rischi, ai costi e alla complessità dello strumento⁸².

Le linee guide ESMA, pur non introducendo obblighi ulteriori, intervengono per precisare l'ambito applicativo definito dalla normativa primaria e di secondo livello, chiarendo le modalità concrete di applicazione del requisito di indipendenza. In particolare, l'autorità osserva che, qualora un intermediario che si qualifichi come indipendente raccomandi frequentemente prodotti propri o di soggetti con i quali intrattiene stretti legami, possa essere posto in discussione il requisito di indipendenza, pur dichiarando che la valutazione sia estesa a una gamma sufficientemente ampia di strumenti finanziari disponibili sul mercato. L'ESMA precisa, tuttavia, che la raccomandazione di prodotti propri non risulta incompatibile con la consulenza su base indipendente, purché sia il risultato di un'accurata valutazione di adeguatezza, di un'analisi imparziale e non presenti carattere sistematico.⁸³

Un ulteriore elemento centrale nella disciplina della consulenza in materia di investimenti prestata su base indipendente è rappresentato dal **regime degli incentivi**. In particolare, la MiFID II prevede espressamente, nei casi di prestazione su base indipendente, il divieto per l'intermediario di percepire incentivi, commissioni o altri benefici provenienti da terzi. La disciplina consente esclusivamente la percezione di benefici monetari o non monetari di entità minima, unicamente nei casi in cui siano volti ad incrementare la qualità del servizio e non pregiudichino il rispetto dell'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente. L'intermediario è tenuto in ogni caso ad informare preventivamente il cliente in merito agli incentivi e, salvo il caso di benefici minori, tali importi devono essere integralmente trasferiti al cliente⁸⁴.

Il regime degli incentivi consente di operare una netta distinzione tra consulenza prestata su base indipendente e consulenza non indipendente. In particolare, parte della dottrina

⁸² Regolamento delegato (UE) 2017/565, art. 53, par. 2, selezione di una specifica gamma o categoria di strumenti finanziari nella consulenza indipendente.

GARUFFI L., BELLEGGIA S., *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, Giuffrè Francis Lefebvre, p. 66-67.

⁸³ ESMA 35-43-349, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, pag. 55, *Investments advice on an independent basis*.

⁸⁴ Direttiva MiFID II, art. 24, par. 7, lett. b), disciplina il divieto di incentivi.

definisce il divieto di percepire incentivi come un elemento “ovvio”, in quanto la percezione di un compenso da parte di un soggetto diverso dal cliente si pone in naturale contrasto con il principio di imparzialità che caratterizza la consulenza indipendente. Nell’ambito della consulenza su base indipendente, il legislatore ha optato per l’introduzione di un sistema fee-only, che prevede per l’intermediario la percezione della remunerazione esclusivamente dal cliente. Tale impostazione, è finalizzata all’eliminazione radicale di possibili situazioni oggetto di conflitto di interesse, al fine di garantire l’effettiva indipendenza del servizio e l’azione dell’intermediario nel miglior interesse del cliente⁸⁵.

Sotto il profilo applicativo, le indicazioni dell’ESMA chiariscono che anche la ricerca in materia di investimenti costituisce un beneficio assoggettabile alla disciplina degli incentivi. In particolare, nella prestazione della consulenza su base indipendente, l’impresa non può ricevere attività di ricerca da terzi a titolo gratuito, dovendo sostenere un costo attraverso appositi meccanismi di pagamento previsti dalla normativa di secondo livello⁸⁶. Questa impostazione svolge una funzione di separazione tra la prestazione della consulenza e i servizi accessori, al fine di evitare conflitti di interesse e garantire una maggiore trasparenza nei confronti del cliente⁸⁷.

Nell’ambito dell’ordinamento nazionale, la disciplina degli incentivi è stata recepita mediante il regolamento intermediari, emanato dalla CONSOB, che ha specificato la gestione di tali benefici, definendo, inoltre, l’ambito di ammissibilità dei benefici minori. In particolare, l’art. 54 stabilisce che gli intermediari che offrono gestione di portafogli o consulenza indipendente sono tenuti a restituire integralmente al cliente ogni compenso o commissione ricevuto da terzi in relazione al servizio prestato. Gli intermediari possono accettare benefici di entità minima, quali informazioni o documentazione su uno specifico strumento finanziario prive di carattere personalizzato, la partecipazione ad eventi formativi, nonché forme ospitalità di valore ragionevole nel corso di convegni o conferenze. Tali benefici non devono in ogni caso pregiudicare il carattere di indipendenza della consulenza⁸⁸.

⁸⁵ PERRONE A., *Tanto rumore per nulla? Per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, p. 6-7

⁸⁶ Direttiva delegate (UE) 2017/593, art. 13, definisce le condizioni per la ricerca in materia di investimenti.

⁸⁷ ESMA 35-43-349, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, pag. 62, answer 3, pag. 63-64, answer 5, pag. 69, answer 10.

⁸⁸ Regolamento intermediari CONSOB n. 20307/2018, Titolo V, Capo II, art. 54, commi 1, 2, 3, 4 e 5, in materia di gestione degli incentivi nella prestazione della consulenza indipendente.

Nel caso della prestazione della consulenza su base indipendente, il rapporto con il cliente assume carattere bilaterale, in quanto l'intermediario si pone come soggetto autonomo rispetto agli emittenti, operando come interlocutore diretto tra investitore e mercato⁸⁹.

2.5.3 La consulenza non indipendente

La seconda configurazione è rappresentata dalla consulenza non indipendente; tale distinzione viene operata ai sensi dell'art. 24 della direttiva MiFID II, che, imponendo specifici obblighi per la consulenza indipendente, consente di delinearne il perimetro e, per differenza, di individuare la consulenza non indipendente⁹⁰. L'intermediario è tenuto a informare esplicitamente il cliente della natura del servizio prestato, chiarendo le caratteristiche e le implicazioni che ne derivano in relazione alla selezione degli strumenti finanziari, nonché il regime degli incentivi.

La consulenza su base non indipendente si caratterizza, quindi, per l'assenza dei requisiti richiesti per la qualificazione come indipendente. La disciplina prevede che l'intermediario possa basare la propria valutazione su una gamma di strumenti finanziari anche limitata, con la possibilità di includere prodotti propri o di soggetti collegati.

In tale contesto, la consulenza non indipendente si inserisce e si integra all'interno del modello di business dell'intermediario, collocandosi in una più ampia attività distributiva. In particolare, la consulenza in materia di investimenti risulta, in questo caso, strettamente connessa ad altri servizi offerti dall'intermediario e frequentemente funzionale alla distribuzione e al collocamento di strumenti finanziari⁹¹.

Ne deriva la presenza fisiologica di potenziali conflitti di interesse tra il soggetto che formula la raccomandazione e l'emittente o il soggetto che ottiene un beneficio economico dalla distribuzione dello strumento finanziario. Le imprese di investimento sono tenute a verificare la presenza di situazioni che possano ledere all'interesse del cliente, nelle quali rientrano: il guadagno a spese del cliente, ovvero la realizzazione un utile o l'evitamento di una perdita da parte dell'impresa a scapito del cliente; il caso in cui l'intermediario abbia un interesse distinto dal cliente; la percezione di incentivi che favoriscano il collocamento di titoli di determinati emittenti; qualora il consulente svolga un'attività in concorrenza con quella del

⁸⁹ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 39, par. 4.2.

⁹⁰ Direttiva MiFID II, art. 24, par. 4, distinzione tra consulenza indipendente e non indipendente.

⁹¹ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, pag. 39, par. 4.2.

cliente⁹². Nel caso di collocamento di titoli propri, l'intermediario è tenuto ad adottare presidi rigorosi, al fine di evitare di privilegiare la propria situazione finanziaria rispetto al profilo del cliente, astenendosi nei casi in cui non sia possibile garantire la gestione del conflitto⁹³.

Anche nella consulenza non indipendente risultano, pertanto, applicabili le disposizioni in materia di individuazione e gestione dei conflitti di interesse, al fine di garantire che l'intermediario operi nel miglior interesse del cliente.

A differenza della consulenza su base indipendente, l'intermediario può ricevere incentivi, commissioni o altri benefici da parte di terzi, purché siano rispettate le condizioni previste dalla normativa⁹⁴. In particolare, tali incentivi devono essere volti a incrementare il livello qualitativo del servizio prestato al cliente e non devono pregiudicare l'adempimento dell'obbligo dell'intermediario di agire nel miglior interesse dello stesso. Inoltre, l'intermediario è tenuto a fornire preventivamente al cliente un'informativa chiara in merito alla natura, all'importo e alle modalità di percezione degli incentivi, al fine di garantire adeguata trasparenza.

Nonostante la possibilità di basare la valutazione su una gamma limitata di strumenti finanziari, l'intermediario è comunque tenuto a effettuare la valutazione di adeguatezza, raccogliendo le informazioni necessarie ai fini della profilatura del cliente e verificando la coerenza degli strumenti raccomandati con le caratteristiche soggettive dell'investitore.

Le linee guida ESMA in materia di adeguatezza non distinguono, infatti, tra consulenza indipendente e non indipendente, risultando applicabili a entrambe le prestazioni del servizio. In particolare, esse chiariscono che l'intermediario è tenuto a formulare raccomandazioni adeguate in relazione alle caratteristiche del cliente e ad adottare procedure e controlli interni idonei a evitare che gli incentivi o il modello organizzativo incidano negativamente sul processo di formazione della raccomandazione⁹⁵.

Il rapporto con il cliente può assumere un assetto trilaterale, in quanto, oltre al rapporto tra intermediario e cliente, può inserirsi anche il produttore dello strumento finanziario,

⁹² LENER R. *Conflicts of Interests in the Provision of Investment Services and of Collective Management Services under Italian Law*, Università di Roma Tor Vergata

⁹³ Regolamento delegato (UE) 2017/565, art. 41, par. 3, in materia di *self-placement*.
CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025

⁹⁴ Direttiva MiFID II, art. 24, par. 7, disciplina l'ammissibilità degli incentivi.

⁹⁵ ESMA 35-43-3172, *Final Report: Guidelines on certain aspect of the MiFID II suitability requirements*.

soprattutto nei casi in cui la prestazione della consulenza non sia remunerata direttamente dal cliente, ma avvenga attraverso i meccanismi di distribuzione dei prodotti⁹⁶.

2.5.4 Prestazione congiunta della consulenza indipendente e non indipendente

La direttiva MiFID II, ai sensi dell'art. 24, specifica che l'impresa possa prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti sia su base indipendente che non indipendente⁹⁷. In tale contesto, l'intermediario è tenuto ad adottare un sistema organizzativo che consenta la prestazione del servizio nel rispetto degli obblighi di trasparenza, correttezza e professionalità. Inoltre, è necessario specificare espressamente al cliente la natura del servizio prestato e le relative caratteristiche, con particolare riferimento alla gamma di strumenti finanziari considerati e al regime di incentivi applicabile, al fine di garantire l'assunzione di decisioni di investimento consapevoli⁹⁸.

La disciplina prevista dalla normativa primaria trova il suo completamento, sul piano europeo, nel Regolamento delegato (UE) 2017/565, che regola lo svolgimento dell'attività da parte dell'impresa di investimento che presta il servizio sia su base indipendente sia non indipendente. In particolare, oltre all'obbligo informativo nei confronti del cliente in merito alla natura del servizio, l'impresa è tenuta ad adottare un comportamento chiaro e non fuorviante, presentando come consulenza su base indipendente esclusivamente l'attività che presenti i requisiti per la sua qualificazione come tale⁹⁹.

Sotto al profilo organizzativo, la società deve essere dotata di idonee strutture organizzative e di controlli interni volti a garantire la separazione delle due configurazioni del servizio, al fine di non pregiudicare la corretta comprensione da parte del cliente della natura del servizio prestato. In particolare, la società che si avvale di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede deve assicurare la distinzione dei ruoli di tali soggetti, in quanto la medesima persona fisica non può, nell'ambito dello stesso rapporto con il cliente, prestare entrambe le forme di consulenza, al fine di garantire l'effettiva indipendenza del servizio¹⁰⁰. Tale divieto è volto a garantire l'effettiva indipendenza del servizio prestato e l'assenza di conflitti di interesse, svolgendo, inoltre, una funzione di tutela nei confronti del cliente, che potrebbe non essere

⁹⁶ GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmiatore*, pag. 39, par. 4.2.

⁹⁷ Direttiva MiFID II, art. 24, comma 4

⁹⁸ MICHIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2020, p. 545.

⁹⁹ Regolamento delegato (UE) 2017/565, art. 53.

¹⁰⁰ Regolamento delegato (UE) 2017/565, art. 53,

nelle condizioni di distinguere i due regimi e le relative caratteristiche se gestiti dallo stesso consulente¹⁰¹.

Nell'ordinamento nazionale, tale impostazione è confermata dalla prassi applicativa, che prevede la coesistenza delle due configurazioni della consulenza all'interno del medesimo intermediario, subordinandola alla sussistenza dei requisiti normativi e, in particolare, all'adozione di idonei presidi organizzativi volti a garantire la corretta prestazione del servizio e la tutela dell'investitore¹⁰².

Parte della dottrina ha confermato come la possibilità di prestare congiuntamente consulenza indipendente e non indipendente possa risultare particolarmente vantaggiosa per gli intermediari di maggiori dimensioni, in quanto consente di soddisfare segmenti di clientela differenti. Al contempo, è stato evidenziato come l'incompatibilità individuale nella prestazione di entrambe le configurazioni di consulenza, comporti rilevanti esigenze organizzative, obbligando l'intermediario a strutturare apposite reti di vendita o team separati. È stato inoltre evidenziato il rischio che la clientela percepisca la consulenza su base indipendente come qualitativamente superiore rispetto alla consulenza non indipendente, dimostrandosi disposta a sostenere costi più elevanti, non necessariamente giustificati dall'effettiva qualità del servizio¹⁰³.

2.5.5 Soggetti e assetto organizzativo della prestazione del servizio

Dopo l'analisi dell'attività di consulenza in materia di investimenti prestata su base indipendente e non indipendente e a seguito dell'analisi dei requisiti normativi per la qualificazione del servizio, nonché dell'assetto organizzativo, occorre analizzare le forme attraverso cui il servizio viene prestato. In particolare, la prestazione del servizio può avvenire nell'ambito dell'organizzazione dell'impresa di investimento mediante differenti modalità operative, che possono essere adottate anche congiuntamente. L'attività di consulenza può infatti essere svolta tramite consulenti finanziari abilitati, attraverso strumenti automatizzati oppure attraverso modelli ibridi che combinano l'intervento umano con soluzioni tecnologiche di supporto al processo di raccomandazione.

¹⁰¹ DI CIOMMO F., *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: Profili giuridici*, p.56-57.
Regolamento delegato (UE) 2017/565, considerando 74

¹⁰² BELLEGGIA S., GARUFFI L., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti - Profili giuridici, operativi e rischi legali*, Parte Prima, Capitolo 1, p.22-23.

¹⁰³ DI CIOMMO F., *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: Profili giuridici*, p.61-63.

Nel caso delle imprese di investimento, possono prestare il servizio unicamente i soggetti abilitati ai sensi dell'art. 18 del Testo Unico della Finanza¹⁰⁴, che individua specificatamente l'elenco delle imprese soggette ad abilitazione, quali le Banche, le SIM, le imprese di investimento UE e extra-UE e le SGR.

Il servizio di consulenza si colloca in un più ampio assetto organizzativo dell'impresa e integrato negli altri servizi erogati dalla stessa. Tale struttura richiede la presenza di adeguate procedure interne, sistemi informativi e controlli volti a garantire un monitoraggio continuo dell'attività di impresa. Per il corretto adempimento delle attività e per il rispetto dei requisiti specificati dal regolamento delegato (UE) 2017/565¹⁰⁵, la società è tenuta ad adottare un assetto organizzativo strutturato, anche mediante un'attenta definizione dei ruoli e la chiara suddivisione delle responsabilità tra i vertici aziendali. Risulta inoltre necessario che le risorse umane e i sistemi impiegati nell'attività siano idonei a garantire un'efficace prestazione dei servizi, assicurando competenza e affidabilità, nel rispetto dell'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente.

Gli organi di controllo interno svolgono la funzione di verifica della conformità alle disposizioni normative, accertando il rispetto delle politiche e delle procedure interne e svolgendo un ruolo centrale anche ai fini della garanzia di un elevato livello qualitativo della raccomandazione¹⁰⁶.

Il servizio non è svolto esclusivamente mediante strutture interne, ma può essere erogato anche attraverso soggetti inseriti nella rete distributiva dell'intermediario, quali i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, che operano per conto dell'impresa e nel rispetto delle sue procedure organizzative. Tali soggetti, nell'ambito della MiFID II, coincidono con la figura dell'agente collegato e operano sotto la responsabilità dell'impresa di investimento preponente. Ne deriva che l'intermediario è tenuto ad adottare idonee procedure organizzative e di controllo interno, nonché a monitorare continuativamente l'attività svolta da tali soggetti, al fine di assicurare che l'attività sia conforme alla disciplina di settore¹⁰⁷.

La prestazione del servizio può altresì avvenire mediante consulenti finanziari che operano al di fuori dell'organizzazione dell'impresa di investimento. A tal fine occorre distinguere tra consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, inseriti nella rete distributiva

¹⁰⁴ Testo Unico della Finanza, art. 18, riserva l'esercizio dell'attività della consulenza in materia di investimenti a soggetti preventivamente autorizzati che possiedano determinati requisiti organizzativi e patrimoniali.

¹⁰⁵ Regolamento delegato (UE) 2017/565, artt. 21, 22, 23 e 24, in materia di requisiti organizzativi dell'impresa.

¹⁰⁶ Direttiva MiFID II, art. 16, par. 2, in materia di funzioni di conformità

¹⁰⁷ GRIPPO E., in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, Giuffrè Francis Lefebvre, Capitolo 7, p. 107-109

dell'intermediario e che operano per suo conto, e i consulenti finanziari autonomi, che prestano il servizio in condizioni di autonomia rispetto all'organizzazione dell'impresa. Ne consegue che il servizio di consulenza finanziaria può essere svolto non unicamente dalle banche e dagli intermediari, ma anche da professionisti privati persone fisiche o giuridiche preventivamente autorizzate e in possesso di requisiti patrimoniali, di professionalità, onorabilità e indipendenza¹⁰⁸.

I consulenti finanziari autonomi, ai fini dello svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti, devono essere preventivamente autorizzati e iscritti in apposito albo tenuto dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF)¹⁰⁹, nel rispetto dei requisiti di professionalità, onorabilità e competenza previsti dalla disciplina di settore.

Ne deriva una distinzione rilevante sul piano organizzativo in quanto nel modello di impresa la consulenza si inserisce in un più ampio processo strutturato e articolato, caratterizzato da procedure interne standardizzate, sistemi di controllo e organizzazione delle funzioni. Nel caso del consulente autonomo, l'attività non presenta il medesimo livello di complessità organizzativa proprio dell'impresa di investimento, permangono tuttavia gli obblighi previsti dalla disciplina per il corretto svolgimento del servizio, quali gli obblighi informativi, comportamentali e di valutazione di adeguatezza.

2.5.6 Modello distributivo e organizzativi del servizio di consulenza

A seguito della delineazione delle configurazioni della consulenza e delle modalità di prestazione, occorre porre in analisi il modello distributivo. In particolare, l'approccio distributivo può essere attuato mediante differenti modelli, dalle reti fisiche tradizionali all'ambito digitale, fino a modelli ibridi che prevedono l'integrazione di intervento umano e strumenti tecnologici.

Queste modalità si inseriscono nel modello di business dell'intermediario, che può prevedere la prestazione della consulenza in materia di investimenti quale servizio prestato

¹⁰⁸ MICHIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2020, p. 529.530.

¹⁰⁹ Testo Unico della Finanza, art. 18-bis disciplina i consulenti finanziari autonomi e la relativa iscrizione all'albo; art. 31 in materia di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede; art. 31, comma 4 che stabilisce la gestione dell'albo da parte dell'OCF

autonomamente o connesso con altri servizi di investimento, quali il collocamento o la ricezione e trasmissione di ordini¹¹⁰.

L'assetto distributivo e organizzativo del servizio ha un impatto diretto sulla qualità della consulenza prestata, in quanto influenza la raccolta delle informazioni, la valutazione di adeguatezza e la costruzione della raccomandazione.

In funzione del modello adottato, inoltre, è previsto un diverso grado di esposizione ai conflitti di interesse. In particolare, nel caso di distribuzione di strumenti propri o di soggetti con i quali l'intermediario possiede dei legami, oppure di modelli distributivi che prevedono incentivi o remunerazioni connesse alla distribuzione di specifici prodotti, aumenta il rischio di situazioni di conflitto¹¹¹. In tale ipotesi, l'intermediario è tenuto ad adottare misure idonee a individuare, prevenire e gestire di tali conflitti, al fine di garantire il rispetto dell'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente.

Le modalità di erogazione del servizio assumono, pertanto, un ruolo rilevante ai fini della strategia distributiva degli strumenti finanziari, inserendosi nel più ampio sistema di *product governance*, secondo cui il distributore è tenuto ad assicurare che i prodotti siano offerti mediante canali di distribuzione coerenti con il mercato di riferimento e con le caratteristiche degli strumenti finanziari.

2.6 La disciplina della product governance

La disciplina della *product governance*, introdotta dalla MiFID II, rappresenta un presidio fondamentale per la tutela dell'investitore, che si concretizza attraverso un controllo sull'intero ciclo di vita degli strumenti finanziari¹¹². In particolare, la *product governance* consiste nell'insieme delle regole che disciplinano la progettazione, la distribuzione e il monitoraggio degli strumenti finanziari, imponendo agli intermediari specifici obblighi organizzativi volti a garantire la coerenza tra le caratteristiche del prodotto e le esigenze della clientela di riferimento.

¹¹⁰ BELLEGGIA S., GARUFFI L., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti - Profili giuridici, operativi e rischi legali*, Parte Quarta, Capitolo 1, p.17.

¹¹¹ CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, P. 17.

¹¹² CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, abstract.

La disciplina della *product governance* viene definita negli artt. 16 e 24 della direttiva MiFID II, nonché negli artt. 9 e 10 della direttiva delegata (UE) 2017/593, ulteriormente precisata da successive linee guida e orientamenti dell'ESMA.

L'obiettivo di tale disciplina è la prevenzione del fenomeno di *miss selling*¹¹³, ovvero la commercializzazione di strumenti finanziari non coerenti con il mercato di riferimento individuato o in contrasto con gli obblighi informativi e comportamentali.

Ai sensi della disciplina in materia di *product governance*, l'intermediario è tenuto ad individuare ex ante il mercato di riferimento (*target market*) e i canali di distribuzione, verificando la coerenza dello strumento finanziario con le caratteristiche della categoria di clienti destinatari. Il processo valutativo deve essere eseguito anche *ex post* rispetto al collocamento, in quanto l'intermediario è tenuto a verificare la permanenza della coerenza dello strumento in relazione al *target market*.

Il rapporto tra *product governance* e valutazione di adeguatezza si configura come un sistema integrato, in cui le due discipline, pur operando in fasi temporali e secondo logiche differenti, svolgono una funzione strettamente connessa ai fini del rafforzamento del sistema di tutela dell'investitore. La *product governance* interviene nella fase di progettazione dello strumento finanziario e di individuazione del segmento di mercato di riferimento, operando come un presidio preventivo. La valutazione di adeguatezza si colloca, invece, nella fase di prestazione del servizio di consulenza, configurandosi quale verifica personalizzata e individuale fondata sul profilo del cliente¹¹⁴.

Anche per l'individuazione del *target market* vi è un collegamento con la valutazione di adeguatezza, in quanto i parametri utilizzati sono i medesimi. In particolare, le informazioni relative alle conoscenze ed esperienze dell'investitore, alla situazione finanziaria, alla tolleranza al rischio e agli obiettivi di investimento devono risultare coerenti e allineate con quelle raccolte e impiegate ai fini della profilatura del cliente¹¹⁵.

La *product governance* si integra, pertanto, con la valutazione di adeguatezza senza sostituirla, l'intermediario non può, infatti, limitarsi a verificare che il cliente rientri nel *target*

¹¹³ MICHIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2020, p. 524.

CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, p. 8.

¹¹⁴ CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, p.44.

¹¹⁵ CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, p.36

market individuato dal produttore, ma è tenuto a svolgere una autonoma valutazione di adeguatezza in relazione alle caratteristiche e agli obiettivi del singolo investitore. Ne consegue che un prodotto coerente con il target market individuato dal può comunque risultare inadeguato rispetto alle specifiche esigenze dell'investitore¹¹⁶.

2.6.1 La disciplina della product governance

Nella disciplina della product governance assume un ruolo centrale la distinzione tra soggetti produttori e distributori degli strumenti finanziari, ai quali la normativa attribuisce obblighi differenti ma interconnessi tra loro. Le disposizioni in materia sono contenute nella direttiva delegata (UE) 2017/593¹¹⁷, che disciplina gli obblighi gravanti sui i soggetti facenti parte del processo, al fine di delineare un sistema volto a garantire la coerenza tra lo strumento finanziario e il mercato di riferimento individuato.

La disciplina infatti, oltre a regolamentare la fase di distribuzione si estende all'intero ciclo di vita del prodotto, dall'ideazione, al monitoraggio e alla revisione. In particolare, i produttori sono tenuti a definire, già nella fase di progettazione, il mercato di riferimento (*target market*), individuando le categorie di clienti per le quali lo strumento finanziario è stato ideato, nonché a svolgere accurati test e una fase di sperimentazione e collaudo¹¹⁸, finalizzati a verificare le caratteristiche, i rischi e il comportamento dello strumento finanziario in differenti condizioni di mercato. Essi sono inoltre tenuti a monitorare il prodotto nel tempo, al fine di accertare la permanenza della coerenza rispetto alle esigenze target market individuato¹¹⁹.

Il mercato di riferimento rappresenta l'elemento centrale della *product governance*, in quanto introduce una valutazione preventiva della compatibilità dello strumento rispetto alla clientela destinataria.

La disciplina introduce un approccio di tipo "bottom-up" anticipando la fase di controllo al momento della progettazione dello strumento finanziario, attuando un approccio di

¹¹⁶ CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, p.44.

¹¹⁷ Direttiva delegata (UE) 2017/593, art. 9 e 10.

¹¹⁸ MICHIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in Banca Impresa Società, dicembre 2020, p. 571.

¹¹⁹ ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, 2018, p. 23.

responsabilità preventivo e finalizzato a evitare la commercializzazione di prodotti non coerenti con le esigenze del target market¹²⁰.

Per quanto riguarda i distributori, ovvero i soggetti che si occupano del collocamento dello strumento finanziario e che formulano le raccomandazioni, sono tenuti ad acquisire dal produttore tutte le informazioni necessarie al fine di comprendere e conoscere le caratteristiche dello strumento finanziario e il mercato di riferimento individuato, verificando l'effettiva compatibilità con le esigenze della reale clientela. Il distributore è tenuto, inoltre, a fornire al produttore informazioni in merito all'esperienza di vendita, quali ad esempio il numero di reclami o vendite fuori target, eventuali irregolarità riscontrate o scostamenti tra il livello di rischio del prodotto e la clientela destinataria, al fine di consentire al produttore di riesaminare e aggiornare le informazioni sullo strumento finanziario¹²¹.

Gli orientamenti dell'ESMA in materia di *product governance* precisano che gli obblighi gravanti su produttori e distributori risultano strettamente connessi e prevedono un approccio cooperativo nel ciclo di ideazione e distribuzione. La collaborazione tra i suddetti soggetti svolge un ruolo funzionale per la corretta creazione e il corretto monitoraggio degli strumenti finanziari, al fine di garantire che ciascun prodotto sia collocato esclusivamente presso il target market per il quale è stato ideato¹²².

La disciplina crea, quindi, una visione di insieme introducendo la responsabilità di intermediario e produttore durante l'intero ciclo di vita dello strumento finanziario, in cui ogni intermediario contribuisce alla costante verifica della coerenza rispetto alla clientela di riferimento.

La *product governance* impone all'intermediario una serie di obblighi organizzativi finalizzati a gestire l'intero ciclo di vita dello strumento finanziario. Le procedure interne sono volte a garantire in via continuativa il monitoraggio del prodotto in relazione ai rischi e alle complessità del prodotto e alla compatibilità con la clientela destinataria. Gli orientamenti ESMA precisano che gli obblighi di *product governance* devono essere attuati secondo il principio di proporzionalità, in relazione alla natura, complessità e livello di rischi del prodotto finanziario, nonché al tipo di cliente destinatario¹²³.

¹²⁰ SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, III ed, Capitolo 3, par. 3.6.1, p. 122, 123, 124, in materia di *product governance*.

¹²¹ CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, p.29.

¹²² ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*.

¹²³ ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, par. 38 e 56.

2.6.2 La product governance nella consulenza in materia di investimenti

La product governance costituisce un elemento fondamentale della MiFID II, introdotto nella consulenza in materia di investimenti ai fini di implementare gli standard di tutela dell'investitore retail, . In particolare, la product governance, non solo affianca la valutazione di adeguatezza ma si estende all'intero processo della consulenza¹²⁴. In tale ambito, la tutela risulta anticipata rispetto alla formulazione della raccomandazione, operando lungo l'intero processo di ideazione distribuzione e monitoraggio dello strumento. La product governance consente, infatti, di concretizzare la protezione dell'investitore grazie alla valutazione della coerenza svolta dal produttore, in coordinazione con gli intermediari distributori, e alla revisione dello strumento finanziario.

Inoltre, il target market potenziale individuato dal produttore si pone come presupposto informativo ed operativo per il successivo adempimento del ruolo del consulente, in qualità di distributore, consentendo di selezionare una gamma di strumenti finanziari ritenuti coerenti con il mercato di riferimento individuato, disponendo di informazioni in merito ai limiti, alle categorie e alle compatibilità. In questo senso, la product governance orienta, condiziona e incide direttamente sulla raccomandazione. Si verifica quindi un controllo di adeguatezza su due livelli, a monte a livello produttivo e al momento della raccomandazione del prodotto, analizzando lo strumento in relazione al profilo dello specifico cliente destinatario del servizio di consulenza per l'investimento¹²⁵.

La tutela dell'investitore non dipende più quindi unicamente dal comportamento del consulente, ma si estende all'intera organizzazione interna dell'intermediario, ai sistemi di controllo e *compliance*, nonché a tutto il processo distributivo.

2.7 L'evoluzione del settore finanziario e l'automazione

La prestazione dei servizi finanziari, e in particolare il servizio di consulenza in materia di investimenti, sono tradizionalmente fondati sul rapporto diretto tra intermediario e cliente. Negli ultimi anni, tuttavia, l'evoluzione tecnologica ha inciso significativamente anche nel settore finanziario, modificando profondamente anche le modalità di prestazione dei servizi mediante il processo digitalizzazione.

¹²⁴ CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, P. 17

¹²⁵ CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025, p.44.

In tale contesto si è progressivamente affermato il fenomeno del *FinTech*, ovvero l'applicazione dell'innovazione tecnologica ai servizi bancari, finanziari e di investimento attraverso l'utilizzo di strumenti digitali, piattaforme informatiche e algoritmi¹²⁶. È sempre più frequente l'utilizzo di piattaforme online e di strumenti informatici, da cui consegue un fisiologico mutamento dei rapporti tra intermediario e cliente.

L'evoluzione si è verificata anche attraverso forme di collaborazione tra intermediari e imprese *FinTech*, favorendo l'integrazione dell'automazione con la consulenza tradizionale¹²⁷.

Questa transizione verso un maggior impiego di strumenti digitali nel settore finanziario è stata confermata dall'ESMA che, a seguito di indagini sul mercato ha accertato un incremento della presenza di sistemi informatici e processi automatizzati. Il report ESMA-EBA-EIOPA ha evidenziato come il fenomeno dell'automatizzazione della consulenza finanziaria risulti ancora in via di sviluppo, presentando una diffusione differente tra settori e ordinamenti europei¹²⁸.

L'ESMA fa infatti riferimento a sistemi "*automated or semi-automated*", con particolare riferimento all'incremento dell'impiego di strumenti tecnologici nella prestazione della consulenza per l'investimento¹²⁹. Il report sottolinea come l'utilizzo di piattaforme digitali e algoritmi possa favorire un maggiore accesso degli investitori ai mercati finanziari mediante la facilità di accesso e la riduzione del costo del servizio. L'autorità afferma, inoltre, come la diffusione della consulenza automatizzata abbia evidenziato l'esigenza di adeguare gli strumenti di tutela dell'investitore alle nuove modalità digitali, richiedendo attenzione da parte delle istituzioni ai fini dell'adeguamento delle normative vigenti.

Anche la CONSOB ha evidenziato il crescente aumento della consulenza automatizzata e della digitalizzazione dei servizi finanziari, sottolineando l'esigenza di adattare i mezzi di tutela del risparmio al nuovo contesto delineatosi per la prestazione del servizio¹³⁰.

¹²⁶ CONSOB, Quaderno FinTech n.7, *Do investors rely on robots? Evidence from an experimental study*, settembre 2020, abstract.

¹²⁷ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee Report on the results of the monitoring exercise on 'automation in financial advice*, 5 settembre 2018, *Management summary*, punto 4 e Sezione B, punto 21.

¹²⁸ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee Report on the results of the monitoring exercise on 'automation in financial advice*, 5 settembre 2018, Sezione B, punto 17.

¹²⁹ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 3-4.

¹³⁰ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 7-8.

Il processo evolutivo ha riguardato la digitalizzazione di alcuni servizi e l'automazione di determinate fasi della consulenza finanziaria, mediante l' algoritmi con la funzione di analizzare i dati forniti dal cliente, valutare l'adeguatezza degli strumenti finanziari e formulare raccomandazioni personalizzate, fermo restando l'obbligo dell'intermediario di garantire il rispetto della disciplina prevista dalla direttiva MiFID II.

Le autorità di vigilanza evidenziano come l'assenza di un'interazione diretta tra intermediario e cliente possa rappresentare una criticità per il corretto raccoglimento delle informazioni, in particolare in relazione alla correttezza dei dati e alla piena comprensione da parte del cliente dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti finanziari¹³¹.

Ai fini di disciplinare la prestazione dei servizi mediante consulenza automatizzata, l'ESMA ha aggiornato le linee guida, avviando un processo di integrazione degli strumenti digitali nei servizi finanziari, favorendo convergenza applicativa e tutela del risparmio nella consulenza prestata digitalmente.

Nel contesto dell'evoluzione informatica e della digitalizzazione si inserisce il robo-advising, che prevede la prestazione della consulenza in materia di investimenti mediante piattaforme e algoritmi con la funzione di formulare raccomandazioni personalizzate. L'automatizzazione dei processi comporta una trasformazione dei processi informativi e di valutazione di adeguatezza, nonché negli obblighi previsti dalla direttiva MiFID II, facendo emergere rilevanti questioni in materia di tutela dell'investitore, trasparenza e responsabilità dell'intermediario.

¹³¹ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee Report on the results of the monitoring exercise on 'automation in financial advice*, 5 settembre 2018, Sezione B, par. 23

Bibliografia

Dottrina

- ANNUNZIATA F., *Governance delle banche e conflitti di interessi. Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, giugno 2004
- ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, 2018
- BELLEGGIA S., GARUFFI L., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti – Profili giuridici, operativi e rischi legali*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2021.
- BRAGANTE ., PALLAVICINO F., *La compliance nell'era dell'intelligenza artificiale: un approccio probabilistico*, in *Mercati Finanziari e Transizione Digitale: una Tassonomia*, Giappichelli Editore
- CAMBIANO F., COLONNELLO D., SIRI M., CONSOB Quaderni Giuridici n.34, *Il target market nella disciplina della product governance quale presidio di tutela dell'investitore retail*, luglio 2025
- CAVAZZUTI F., *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, dicembre 2004
- COSTA S., *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, in *Sistema Finanziario e Diritto dell'Impresa*, Giuffrè Francis Lefebvre
- DI CIOMMO F., *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: Profili giuridici*
- GARUFFI L., BELLEGGIA S., *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, Giuffrè Francis Lefebvre
- GHETTI R., *Il conflitto fra sostenibilità e adeguatezza nella disciplina dei servizi di investimento*, in *Banca Impresa Società*, dicembre 202
- GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio, Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2021.
- GRIPPO E., in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, Giuffrè Francis Lefebvre
- LENER R. *Conflicts of Interests in the Provision of Investment Services and of Collective Management Services under Italian Law*, Università di Roma Tor Vergata
- LINCIANO N., *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, giugno 2012
- MICHELIELI N., *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in *Banca Impresa Società*, dicembre 2020
- PARACAMPO M.T., *Educazione finanziaria e protezione dei risparmiatori: miti e realtà*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, dicembre 2010
- PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè Editore
- PERRONE A., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato?*, in *Banca Impresa Società*, dicembre 2008
- PERRONE A., *Tanto rumore per nulla? Per un ripensamento della disciplina sugli inducements*
- RUGGI M., SETTANNI G., *Ricerca in materia di investimenti e consulenza: differenze reali?*, in *Banca Impresa Società*, aprile 2012
- SALERNO M.E., *Le nuove linee guida dell'ESMA in materia di requisiti di sostenibilità nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di patrimoni*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2024
- SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, III edizione

Fonti istituzionali

CONSOB, Regolamento intermediari n. 20307 del 15 febbraio 2018, adottato con delibera CONSOB ai sensi del d.lgs. 24 febbraio 1998 n.58.

CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti Finanziari*.

CONSOB, Quaderno FinTech n.7, *Do investors rely on robots? Evidence from an experimental study*, settembre 2020

Comunicazione CONSOB n. DIN/9076005 del 18 agosto 2009,

Comunicazione CONSOB n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014

Comunicazioni CONSOB, *Provvedimenti di vigilanza nei confronti di intermediari*, in "Consob Informa" n. 6. dell'8 febbraio 2010

ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee Report on the results of the monitoring exercise on 'automation in financial advice'*, JC 2018-29, del 5 settembre 2018.

ESMA, *Final Report: Guidelines on certain aspect of the MiFID II suitability requirements*, ESMA

35-43-3172, del 23 settembre 2022..

ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA 35-43-3172,

3 aprile 2023.

ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, ESMA 35 43 620, del 5 febbraio 2018.

ESMA, *Question and answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, ESMA 35-43-349.

Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF), *Relazione annuale 2024*, Roma, 26 giugno 2025

Normativa

Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo Unico della Finanza (TUF)

Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (MiFID II)

Direttiva delegata (UE) 2017/593, della Commissione del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE

Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE (MiFID II)

Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021, che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565

3. La consulenza automatizzata

3.1 Introduzione

Nell'ambito della digitalizzazione del settore finanziario e del fenomeno FinTech si inserisce il robo-advising, definito dall'ESMA come la prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli svolte mediante sistemi automatizzati o semiautomatizzati¹. Tale innovazione si inserisce tra le principali manifestazioni del fenomeno FinTech all'interno dei mercati finanziari, incidendo direttamente sulle modalità di erogazione del servizio, sull'organizzazione dell'attività dell'intermediario e sul rapporto con l'investitore².

Nella prestazione di tali servizi, l'intermediario si avvale di piattaforme digitali, che fungono da strumento di interfaccia con il cliente al fine di supportarlo e affiancarlo nelle decisioni di investimento attraverso la formulazione di consigli o *asset allocation*³. L'elaborazione dei dati e la formulazione di raccomandazioni personalizzate avvengono mediante algoritmi, con una riduzione o la totale assenza dell'intervento umano.

La direttiva MiFID II non disciplina esplicitamente la consulenza automatizzata, in quanto individuata quale evoluzione della consulenza tradizionale e, pertanto, soggetta alla medesima disciplina. Al fine di integrare quanto disposto dalla MiFID II interviene il regolamento delegato 565/2017, definendo che, anche nell'utilizzo di sistemi automatizzati, la responsabilità per la corretta prestazione del servizio, con particolare riferimento alla valutazione di adeguatezza, permane interamente in capo all'intermediario⁴.

Ai sensi del principio della neutralità tecnologica si applicano le disposizioni della direttiva MiFID II, indipendentemente dal mezzo utilizzato per la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti⁵. La consulenza automatizzata rientra quindi nelle

¹ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 4.

² MACCHIAVELLO M., *La regolazione del FinTech tra innovazione ed esigenze di tutela*, Roma 2019, p. 2, l'autore individua nel robo-advising uno tra i principali fenomeni FinTech nell'ambito dei mercati finanziari

³ CASSANO C., DI CIOMMO F., RUBINO DE RITIS M., *Banche Intermediari e FinTech: nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, p. 117.

⁴ Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, 25 aprile 2016, art. 54

⁵ PARACAMPO M.T., *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, *Rivista di diritto bancario*, anno 2018, Fascicolo III, Sezione I p. 536.

modalità di prestazione del servizio, non costituendo un servizio qualificato autonomamente.

Al fine della regolamentazione del fenomeno del robo-advice, l'ESMA interviene con l'adozione di linee guida, volte alla promozione della convergenza applicativa della disciplina di settore anche nel contesto della prestazione automatizzata del servizio. Tali orientamenti non risultano finalizzati all'introduzione di ulteriori requisiti, ma evidenziano i profili della disciplina di settore che potrebbero risultare particolarmente critici nell'applicazione al contesto digitale⁶.

Tra gli interventi dell'ESMA si inseriscono le disposizioni in materia di profilazione *online* del cliente, che costituisce una delle principali problematiche del modello automatizzato, derivanti dall'assenza dell'intervento umano nel processo di raccolta delle informazioni. In tale ambito, l'autorità definisce delle linee guida volte a disciplinare la progettazione e formulazione dei questionari *online*, nonché la predisposizione di *alert* automatici nei casi di rilevazione di risposte fornite dall'investitore che risultino incoerenti o contraddittorie. L'ESMA ribadisce, in tal senso, la rilevanza delle informazioni raccolte al fine del corretto svolgimento della valutazione di adeguatezza e della formulazione della raccomandazione, sottolineando l'importanza della corretta formulazione dei questionari *online* ⁷.

3.2 La funzione del robo-advice e le ragioni della diffusione

Il robo-advice nasce dall'evoluzione dei mercati finanziari, dal processo di digitalizzazione e dalla standardizzazione di alcune fasi del servizio di consulenza, riducendo o eliminando l'interazione diretta tra intermediario e cliente. Ulteriore modifica interviene sul piano strutturale e organizzativo dell'intermediario, il quale è tenuto ad adottare modelli algoritmici idonei a procedere alla profilazione della clientela e alla formulazione della raccomandazione, nel rispetto della disciplina introdotta dalle MiFID II. La consulenza automatizzata consente, inoltre, di gestire contemporaneamente un elevato numero di clienti, con una conseguente riduzione dei costi rispetto alla prestazione tradizionale del servizio⁸.

⁶ PARACAMPO M.T., *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, Rivista di diritto bancario, anno 2018, Fascicolo III, Sezione I p. 539.

⁷ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 11, punto 32, p. 16, punto 52.

⁸ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee, Discussion Paper on automation in financial advice*, p. 31, nota 30.

La diffusione del robo-advice consente di ampliare il servizio di investimento, favorendo un incremento del ricorso all'investimento da parte dei piccoli risparmiatori, consentendo anche alla clientela che dispone di un patrimonio ridotto di accedere al servizio di consulenza, precedentemente riservato a investitori con maggiore capacità patrimoniale⁹.

La consulenza automatizzata consente, infatti, di prestare il servizio al mercato di massa, riducendo la quota di domanda non servita¹⁰, grazie all'incremento dell'efficienza operativa derivante dall'introduzione di piattaforme digitali e algoritmi per la formulazione delle raccomandazioni. In effetti, mediante l'impiego di algoritmi è possibile analizzare simultaneamente ingenti quantitativi di dati e informazioni, consentendo di prestare il servizio simultaneamente su larga scala. L'automazione del servizio permette, inoltre, una maggiore efficacia nei sistemi di controllo interno, garantendo una maggiore tracciabilità¹¹ dei processi decisionali che hanno condotto alla raccomandazione e una funzione preventiva dei conflitti di interesse grazie all'imparzialità dell'algoritmo.

La diffusione della consulenza automatizzata deriva, inoltre, dal cambiamento della domanda da parte delle generazioni interessate ai contesti digitali e alle tecnologie, con una propensione sempre maggiore alla fruizione di servizi *online*. Tale fenomeno è favorito in particolare dalla facilità di accesso al servizio mediante piattaforme *online* e alla maggiore semplicità attraverso cui l'algoritmo si adatta alle caratteristiche e esigenze del cliente¹².

3.2.1 La riduzione dei costi del servizio

Il modello tradizionale si caratterizza per elevati costi operativi in ragione della struttura societaria e della rigidità della rete distributiva¹³, finalizzata al mantenimento delle sedi, delle filiali e del personale, con particolare riferimento alle risorse umane impegnate nella prestazione dei servizi di consulenza finanziaria. Per ampliare la rete di offerta del servizio a un numero maggiore di clienti, l'intermediario deve aumentare proporzionalmente il numero

⁹ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 37.

¹⁰ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 8.

¹¹ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 60-63.

¹² CASSANO C., DI CIOMMO F., RUBINO DE RITIS M., *Banche Intermediari e FinTech: nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, p. 23.

¹³ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 33.

di consulenti, incrementando conseguentemente i costi relativi al personale e alle strutture necessarie per l'organizzazione e la prestazione della consulenza.

Nel caso dell'offerta fuori sede, adottata generalmente dalle banche-reti¹⁴, la struttura si caratterizza per una maggiore flessibilità dei costi, in quanto, disponendo di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, che raggiungono direttamente il cliente nella prestazione del servizio, è possibile ridurre i costi relativi alle sedi e alle filiali. Nel caso delle banche-reti, tuttavia, una componente significativa dei costi è rappresentata dalle commissioni riconosciute ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. Tali costi risultano correlati al valore aggiunto derivante dall'interazione personale con il cliente, che continua a rappresentare un fattore rilevante nel servizio di consulenza, anche nell'ambito dei modelli digitali. Come evidenziato dalla CONSOB, infatti, la digitalizzazione di alcune fasi della prestazione del servizio non sostituisce necessariamente il consulente, ma può consentirgli di dedicare maggiori risorse alla cura delle relazioni con il cliente e alle attività a maggiore valore aggiunto¹⁵.

A differenza della consulenza tradizionale, la consulenza automatizzata consente una notevole riduzione dei costi del servizio e delle commissioni, legata alla riduzione delle sedi e all'automazione di alcune fasi del servizio. Tale riduzione è favorita dall'impiego di algoritmi o intelligenze artificiali, che consentono l'elaborazione contestuale di numerose informazioni e una notevole riduzione delle tempistiche per la formulazione della raccomandazione personalizzata, permettendo all'impresa di realizzare economie di scala¹⁶, con una conseguente riduzione dei costi unitari del servizio.

L'impatto di tale efficienza risulta tuttavia differente in relazione al modello organizzativo dell'intermediario. Nelle banche tradizionali, caratterizzate da una struttura distributiva fondata su una rete di filiali e da costi fissi più elevati, la digitalizzazione della consulenza può rappresentare uno strumento idoneo a ridurre la rigidità dei costi di distribuzione e ad affiancare ai canali fisici modalità di erogazione alternative. Per quanto riguarda gli

¹⁴ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 28, il termine banche-reti si riferisce a istituti bancari caratterizzati da un modello di business orientato alla raccolta del risparmio e alla distribuzione di strumenti finanziari.

¹⁵ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 20, 31

¹⁶ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 25.

DAVOLA A., *Intermediazione inefficiente un modello di definizione degli obblighi di supervisione e responsabilità dell'intermediario finanziario nei processi di robo-advisor alla luce della teoria dei giochi e della teoria economica dei contratti*, p. 4.

intermediari caratterizzati da una maggiore flessibilità operativa, quali ad esempio le banche-reti, l'automazione svolge in prevalenza una funzione di supporto dell'attività del consulente, consentendo di incrementare la produttività e di ampliare il numero di clienti servibili senza un corrispondente aumento dei costi operativi¹⁷.

Secondo alcuni report della CONSOB in riferimento al mercato del robo-advice, la diffusione della consulenza automatizzata è stata favorita proprio dalla possibilità di offrire servizi di investimento a costi inferiori rispetto alla consulenza tradizionale, generalmente a un tasso inferiore tra il 0.3% e il 0.7%¹⁸.

Le tecnologie FinTech, tra cui il robo-advice comportano, grazie all'automazione del servizio, differenti benefici tra cui: la riduzione dei costi di transazione, la facilità di accesso al servizio da parte degli investitori, nonché l'analisi di elevanti quantitativi di strumenti finanziari per la formulazione della raccomandazione, favorendo un più efficace processo di allocazione delle risorse¹⁹ e un più ampio ricorso all'investimento da parte dei piccoli risparmiatori.

In tale contesto, l'accesso al servizio di consulenza in materia di investimenti, grazie alla riduzione dei costi, è consentito anche con soglie di patrimonio notevolmente inferiori, che non sarebbero risultate altrimenti sufficienti a coprire i costi del servizio e le commissioni, eliminando il margine di profitto dell'investimento. Con la riduzione della soglia minima del patrimonio viene favorita la partecipazione al mercato degli investimenti da parte dei piccoli risparmiatori appartenenti al *mass market*²⁰, favorendo la convergenza del risparmio verso i mercati finanziari.

In merito alla quota di capitale minima per accedere al servizio, è stata rilevata una criticità sull'equità distributiva dei costi. In particolare, l'investitore caratterizzato da un patrimonio ridotto è soggetto ai medesimi costi e commissioni degli investitori con patrimoni elevati, comportando un notevole disequilibrio tra le parti e riducendo notevolmente il margine di profitto per i piccoli investitori²¹

¹⁷ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 26, 33.

¹⁸ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 25, nota 11.

¹⁹ CASSANO C., DI CIOMMO F., RUBINO DE RITIS M., *Banche Intermediari e FinTech: nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, p. 4.

²⁰ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 31.

ESMA 35-43-620, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, p. 5.

²¹ PERRONE A., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*. P. 6-7.

Seppur notevolmente ridotto il costo della prestazione del servizio di consulenza, l'intermediario potrebbe comunque sostenere costi iniziali elevati, finalizzati alla progettazione del modello algoritmico, alla promozione del servizio e all'acquisizione della clientela, con la possibilità di generare perdite nelle fasi iniziali dello sviluppo del modello operativo²².

3.2.2 Ampliamento della clientela e riduzione dell'advice gap

Tra gli obiettivi del robo-advice vi è la democratizzare della consulenza in materia di investimenti, consentendo l'accesso al servizio da parte di un più ampio numero di soggetti, precedentemente esclusi dal servizio tradizionale in quanto non appartenenti alla clientela *private*²³, ovvero caratterizzata da elevata disponibilità patrimoniale.

Sotto il profilo della clientela, l'analisi della consulenza tradizionale e del robo-advising evidenzia una significativa differenza nel target di riferimento.

Per quanto concerne la consulenza tradizionale, il servizio è richiesto prevalentemente da clienti professionali o da investitori caratterizzata da elevata capacità patrimoniale. Ulteriore elemento essenziale è rappresentato dal rapporto personale tra intermediario e cliente, che consente la formazione di un rapporto fiduciario e di tipo empatico²⁴, nel quale *l'human touch* costituisce il principale valore aggiunto del servizio. Il consulente viene infatti percepito come figura di riferimento anche sotto il profilo emotivo, specialmente nelle fasi di volatilità o di andamento sfavorevole dei mercati.

L'intermediario tradizionale è in grado di servire una pluralità di clienti, tra cui clienti professionali e una parte di *mass market*, seppur con particolare attenzione verso investitori con patrimoni più elevati.

Il robo-advising si pone, invece, come strumento idoneo al raggiungimento del segmento di mercato non servito dai tradizionali servizi di consulenza. L'automazione dei processi

²² CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 13.

²³ PARACAMPO M.T., *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri*, p. 258.

²⁴ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 28.

consente, infatti, di ampliare l'inclusione finanziaria, estendendo il servizio al *mass market underserved* e agli investitori che rientrano nell'*advice gap*²⁵.

La scalabilità derivante dalle economie di scala applicabili alla consulenza automatizzata, consentono di replicare il processo di formulazione della raccomandazione su vasta scala, implementando significativamente il numero di clienti gestibili dall'intermediario. Si amplia, pertanto, l'accesso agli investimenti, favorendo la convergenza del risparmio verso il sistema economico e finanziario²⁶.

3.2.3 L'incremento dell'efficienza operativa

La consulenza automatizzata consente di incrementare l'efficienza operativa nella prestazione del servizio, grazie alla standardizzazione di alcune fasi del processo. Mediante piattaforme digitali è, infatti, possibile predisporre questionari per la raccolta delle informazioni relative al cliente in modo rapido e strutturato, riducendo le tempistiche e i costi connessi all'intervento umano nelle attività prive di valore aggiunto. Il consulente impiega, pertanto, il tempo a disposizione per curare il rapporto con il cliente e svolgendo attività finalizzate all'incremento qualitativo del servizio prestato²⁷.

L'utilizzo di algoritmi consente l'elaborazione simultanea di ingenti quantitativi di dati, permettendo un'analisi rapida del profilo dell'investitore e la formulazione della raccomandazione, in tempi pressoché istantanei e significativamente ridotti rispetto alla consulenza tradizionale²⁸.

I sistemi di robo-advice sono, inoltre, progettati al fine di procedere alla verifica continua della coerenza tra l'investimento e i parametri preimpostati sulla base del profilo del cliente. Il sistema automatizzato svolge il monitoraggio simultaneo di un elevato numero di portafogli, eseguendo aggiornamenti o ribilanciamenti in modo tempestivo, non appena si verificano scostamenti dai parametri di rischio definiti dal cliente²⁹.

²⁵ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 7.

²⁶ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 25.

²⁷ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 20.

²⁸ DI CIOMMO F., *Gli smart contract e lo smarrimento del giurista nel mondo che cambia, il caso dell'High Frequency Trading*, P.168.

²⁹ ESMA – EBA- EIOPA, *Joint Committee Report on automation in financial advice*, 2016, p. 14-15, punto 41

L'efficienza operativa deriva anche dal sistema di controllo interno, finalizzato a garantire la tracciabilità³⁰ dell'intero servizio e del processo che ha condotto alla formulazione della raccomandazione, agevolando la funzione di *compliance e risk management*. In tale ambito, l'introduzione dell'intelligenza artificiale consente una più efficace funzione di controllo fondata su un approccio probabilistico. In particolare, la tecnologia consente di individuare le possibili aree di rischio, non limitandosi a dichiararne la conformità o meno alla disciplina di settore, ma assegnando un punteggio di rischio. Questa analisi consente di concentrare la supervisione umana sulle aree effettivamente considerate a rischio³¹.

L'automazione dei processi può, inoltre, contribuire alla riduzione degli errori operativi derivanti dall'intervento umano, fornendo un supporto nella prestazione del servizio durante ogni sua fase³². Con l'introduzione degli algoritmi per la formulazione delle raccomandazioni è possibile garantire maggiore imparzialità, eliminando il rischio di comportamenti opportunistici da parte degli intermediari, favorendo una gestione più efficiente dei conflitti di interesse e dei controlli interni³³.

3.3 Il modello organizzativo

I modelli di consulenza automatizzata si differenziano in base all'intensità della presenza di sistemi automatizzati all'interno del servizio, che può risultare integralmente automatizzato o svolto in combinazione con l'intervento umano³⁴.

L'introduzione di piattaforme digitali e sistemi informatici incide direttamente sull'organizzazione dell'intermediario, in particolare sulla funzione di controllo, con specifico riferimento al monitoraggio, all'aggiornamento e alla verifica dell'algoritmo in relazione ai cambiamenti del mercato e all'evoluzione della disciplina di settore³⁵.

³⁰ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 60-63.

³¹ BRAGANTE D., PALLAVICINO F., *La compliance nell'era dell'intelligenza artificiale: un approccio probabilistico, tratto da Mercati finanziari e transizione digitale*, p. 225-226.

³² BRAGANTE D., PALLAVICINO F., *La compliance nell'era dell'intelligenza artificiale: un approccio probabilistico, tratto da Mercati finanziari e transizione digitale*, p. 238.

³³ DAVOLA A., *Intermediazione inefficiente un modello di definizione degli obblighi di supervisione e responsabilità dell'intermediario finanziario nei processi di robo-advisor alla luce della teoria dei giochi e della teoria economica dei contratti*, p. 5.

³⁴ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee Report on automation in financial advice*, 2016, p. 5, lett. F.

³⁵ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*.

L'automazione consente, inoltre, di rafforzare i sistemi di controllo interno e di gestione dei conflitti di interesse, mediante l'introduzione di specifici presidi informatici volti a monitorare costantemente eventuali situazioni di conflitto e a supportarne la gestione.

3.3.1 Il modello puro

Una prima tipologia di consulenza automatizzata è individuata nel modello puro (*pure robo-advice*), caratterizzato dalla completa automazione delle fasi del servizio di consulenza in materia di investimenti e dall'assenza di interazione umana nella prestazione del servizio³⁶.

Ai fini della qualificazione del modello puro, le *European Supervisory Authority* (ESAs) hanno individuato alcuni elementi caratterizzanti. In particolare, lo strumento automatizzato deve essere utilizzato direttamente dal cliente, in assenza del supporto di un consulente fisico; deve essere presente un algoritmo finalizzato all'elaborazione dei dati forniti dal cliente e alla formulazione della raccomandazione personalizzata; infine, l'intero processo è svolto attraverso piattaforme digitali³⁷.

Nella prestazione del servizio mediante modello puro, ogni fase del servizio di consulenza risulta interamente automatizzata, a partire dalla profilazione del cliente, il quale inserisce tramite piattaforme *online* informazioni relative alla propria situazione finanziaria, agli obiettivi di investimento e alla propensione al rischio, necessarie ai fini della valutazione di adeguatezza. Successivamente, l'algoritmo elabora l'*asset allocation* coerente con il profilo dell'investitore, selezionando strumenti finanziari compatibili con il livello di rischio richiesto e con le sue esigenze³⁸.

Inoltre, il cliente può procedere direttamente tramite piattaforma digitale alla sottoscrizione del contratto relativo al servizio di consulenza, senza interazione diretta con il consulente o dell'intermediario³⁹.

³⁶ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 53, par. i.

³⁷ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee, Discussion Paper on automation in financial advice*, p. 12-14.

³⁸ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*. P. 10.

³⁹ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*. P. 48.

Nel caso in cui sia previsto il monitoraggio del portafoglio, l'algoritmo risulta idoneo a effettuare controlli continuativi e procedere automaticamente al ribilanciamento dei titoli in relazione all'andamento del mercato e al profilo dell'investitore⁴⁰.

Il modello puro si classifica come *low cost* per l'investitore⁴¹, in quanto beneficia maggiormente delle economie di scala derivanti dall'impiego di algoritmi e intelligenze artificiali, che consentono di ridurre i costi del servizio. Inoltre, la remunerazione dell'intermediario è generalmente basata su una commissione minore, vista l'assenza dell'intervento umano⁴².

3.3.2 Il modello ibrido

Il secondo modello viene definito come ibrido (*hybrid robo-advice*) e si configura come una modalità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti basata sulla combinazione di algoritmi e intervento umano, in una o più fasi della catena del valore della consulenza⁴³.

In tale modello, l'interazione umana può svilupparsi secondo differenti modalità. Una prima ipotesi consiste nel supporto fornito durante l'utilizzo della piattaforma digitale, in particolare, il cliente può formulare richieste di chiarimento, generalmente mediante interazioni telefoniche, sistemi di messaggistica istantanea o videochiamata. L'intervento umano può, inoltre, collocarsi nella fase di comunicazione della raccomandazione, nelle casistiche in cui quest'ultima venga elaborata mediante processo algoritmico, mentre il consulente si occupa di illustrarla e discuterla con il cliente. Ulteriore funzione dell'intervento umano consiste nell'apportare un incremento qualitativo rispetto alla raccomandazione algoritmica, nonché nella gestione di clienti caratterizzati da esigenze particolarmente complesse o non compatibili con l'utilizzo della piattaforma digitale⁴⁴.

A differenza del modello puro, nel quale tutte le fasi risultano automatizzate, nel modello ibrido la suddivisione delle attività tra algoritmo e consulenza può assumere configurazioni

⁴⁰ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 9.

⁴¹ CRUCIANI C., GARDENAL G., TONON L., *Fiducia e accettazione del consiglio di investimento: consulenza tradizionale e automatizzata a confronto*, P. 14.

⁴² DAVOLA A., *Intermediazione inefficiente un modello di definizione degli obblighi di supervisione e responsabilità dell'intermediario finanziario nei processi di robo-advisor alla luce della teoria dei giochi e della teoria economica dei contratti*, p. 11.

⁴³ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 53, par. ii.

⁴⁴ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee Report on automation in financial advice*, 2016, p. 17, punto 55.

differenti in relazione alle modalità organizzative adottate dall'intermediario. Si tratta di un modello flessibile, definito *experience-led design*⁴⁵, nel quale il cliente può personalizzare il servizio, decidendo autonomamente in quali fasi avvalersi dell'automazione e quando richiedere l'intervento umano.

Alcuni esempi possono essere rappresentati da modelli di automazione parziale con interazione su richiesta, nei quali il cliente può richiedere l'assistenza del consulente in ogni fase del processo. Ulteriore casistica è costituita dall'automazione della raccolta delle informazioni e del monitoraggio, mentre il consulente interviene nella formulazione della raccomandazione e nella gestione della relazione con il cliente. In altri casi, invece, risultano automatizzate le fasi di raccolta delle informazioni e di formulazione della raccomandazione, mentre l'assistenza, la gestione della relazione e il monitoraggio avvengono mediante intervento del consulente, su richiesta del cliente⁴⁶.

Il principale punto di forza del modello ibrido è rappresentato dalla presenza dell'*human touch*⁴⁷, ovvero il valore aggiunto derivante dall'interazione diretta tra cliente e consulente, elemento frequentemente considerato essenziale dalla clientela che fruisce del servizio. Il consulente svolge, infatti, una funzione di supporto e rassicurazione nei confronti dell'investitore, specialmente nei confronti dei clienti meno esperti, riducendo il timore per essi di dover gestire autonomamente il processo di investimento⁴⁸.

Nel contesto della consulenza ibrida si colloca il *Cyborg Advisory*, che rappresenta un equilibrio tra intervento umano e contesto digitale, consentendo di sfruttare le qualità di entrambi. Tale attività consente lo sfruttamento dell'automazione per la formulazione di raccomandazioni ad elevato grado di efficienza, con la presenza del consulente fisico come riferimento e supporto per l'investitore⁴⁹. Si tratta dunque di un servizio condotto e controllato dal consulente, che si avvale del robo-advice quale ausiliario tecnico per incrementare la qualità del servizio.

⁴⁵ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 31.

⁴⁶ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 24.

⁴⁷ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 47

⁴⁸ CRUCIANI C., GARDENAL G., TONON L., *Fiducia e accettazione del consiglio di investimento: consulenza tradizionale e automatizzata a confronto*, P. 14.

⁴⁹ PARACAMPO M.T., *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri*, p. 261-262.

3.3.3 I modelli di business: B2B e B2C

Oltre alla distinzione tra i modelli puri e ibridi, il *robo-advice* si sviluppa secondo due differenti modelli di business, attraverso i quali il servizio viene organizzato e distribuito: il modello *Business to Consumer (B2C)* e il modello *Business to Business (B2B)*.

Il modello B2C indica i servizi di consulenza in materia di investimenti rivolti direttamente all'investitore *retail*, nei quali il servizio viene prestato mediante piattaforma digitale gestita dall'intermediario. In tale contesto rientrano sia i modelli di consulenza pura sia quella ibrida⁵⁰. Il cliente interagisce direttamente con il sistema automatizzato mediante questionari *online* finalizzati alla raccolta delle informazioni e alla profilazione, che costituiscono la base per l'algoritmo per l'elaborazione della raccomandazione personalizzata o della proposta di *asset allocation*.

Si tratta di un modello caratterizzato da un elevato grado di automazione e standardizzazione del servizio, che consente all'investitore di ridurre i costi di accesso alla consulenza e di usufruire del servizio anche con patrimoni contenuti.

Dai dati raccolti dalla CONSOB emerge come tale modello venga utilizzato da specifiche categorie di operatori tra cui, start-up stand-alone, banche o advisor di matrice bancaria⁵¹.

Per quanto concerne il modello B2B, esso viene identificato prevalentemente con il termine *robo4advisor*⁵² e consiste nella fornitura, da parte di provider tecnologici, di algoritmi e software destinati agli intermediari finanziari, al fine di supportare la gestione della prestazione della consulenza nei confronti della clientela *retail*. In particolare, l'acquisto di tali software risulta finalizzato all'automazione di alcune fasi del servizio, al miglioramento dell'efficienza operativa, alla riduzione del costo del servizio e all'ampliamento della clientela, permettendo di servire segmenti di mercato che erano considerati poco remunerativi⁵³.

Questo tipo di modello può prevedere, l'offerta di piattaforme *white label*, ovvero personalizzabili con il brand dell'intermediario, oppure soluzioni per la riduzione dei costi, che

⁵⁰ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 53.

⁵¹ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 11, tav. 1.

⁵² DAVOLA A., *Intermediazione inefficiente un modello di definizione degli obblighi di supervisione e responsabilità dell'intermediario finanziario nei processi di robo-advisor alla luce della teoria dei giochi e della teoria economica dei contratti*, p. 3.

⁵³ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 10.

consentono di automatizzare alcune fasi fornendo supporto al consulente durante l'intero processo di prestazione del servizio⁵⁴.

3.3.4 Il funzionamento algoritmico e la supervisione umana

La consulenza finanziaria automatizzata si fonda sullo svolgimento del servizio mediante algoritmi e intelligenze artificiali, che richiedono una specifica supervisione da parte dell'intermediario, al fine di garantire il rispetto delle normative di settore e di adeguati standard qualitativi nella prestazione del servizio.

La formazione dell'algoritmo deve avvenire nel rispetto dei principi di *algo-governance*, espressione con cui si fa riferimento ai sistemi di progettazione, gestione, monitoraggio e revisione degli algoritmi utilizzati nella prestazione della consulenza automatizzata⁵⁵.

Nella predisposizione dell'algoritmo possono essere utilizzate due tipologie di sistemi: AI debole, ovvero che segue le indicazioni predefinite in fase di programmazione; e AI forte, dotata di capacità di autoapprendimento e in grado di formulare autonomamente soluzioni a problemi complessi⁵⁶. Nei sistemi maggiormente evoluti e basati su AI forte persiste il problema della *Black Box*, che indica la difficoltà per l'uomo di risalire ai processi decisionali e alle logiche dell'algoritmo in quanto privi di carattere di trasparenza⁵⁷.

Tale profilo è stato oggetto di approfondimento da parte dell'ESMA che, mediante l'adozione di specifici orientamenti, introduce alcune modalità operative che gli intermediari sono tenuti ad adottare nella prestazione della consulenza automatizzata. In particolare, risulta necessario predisporre una documentazione idonea a definire chiaramente lo scopo, l'ambito applicativo e la struttura dell'algoritmo, con specifico riferimento al funzionamento del processo, alle logiche e agli alberi decisionali dell'algoritmo⁵⁸.

⁵⁴ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 13, tav. 2.

⁵⁵ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 67.

⁵⁶ CONSULICH F., MAUGERI M., MILIA C., POLI T.N., TROVATORE G., Quaderni giuridici CONSOB, *AI e abusi di mercato: le leggi di robotica si applicano alle operazioni finanziarie*, p. 3.

⁵⁷ DI CIOMMO F., *Gli smart contract e lo smarrimento del giurista nel mondo che cambia, il caso dell'Higt Frequency Trading*, p. 168

CONSULICH F., MAUGERI M., MILIA C., POLI T.N., TROVATORE G., Quaderni giuridici CONSOB, *AI e abusi di mercato: le leggi di robotica si applicano alle operazioni finanziarie*, p. 24.

⁵⁸ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 11, punto 32, p. 27, punto 90.

L'intermediario deve, inoltre, predisporre una strategia di test documentata, che includa dei piani e casi di test, i risultati ottenuti, nonché le modalità di risoluzione di eventuali difetti riscontrati. Risultano altresì fondamentali le revisioni periodiche degli algoritmi e i relativi aggiornamenti, al fine di adeguarli ai mutamenti di mercato e normativa vigente. L'intermediario è, inoltre, tenuto a mantenere traccia di ogni modifica o aggiornamento apportato all'algoritmo, inclusi i dati relativi al monitoraggio e ai presidi di sicurezza. Nei casi di rilevazione di errori che possano generare raccomandazioni inesatte, il servizio deve essere sospeso, al fine di consentire all'intermediario di intervenire per la risoluzione delle criticità riscontrate⁵⁹.

Nel contesto del monitoraggio degli algoritmi si affianca la supervisione umana, che richiede all'intermediario di disporre di risorse umane specializzate e competenti in ambito informatico e digitale. Il personale impiegato nella prestazione del servizio di consulenza automatizzata deve possedere un'adeguata comprensione della tecnologia degli algoritmi utilizzati, con particolare riferimento alla logica di funzionamento, ai rischi connessi e alle regole applicabili⁶⁰.

Inoltre, il consulente deve possedere adeguate competenze per la rivalutazione della raccomandazione fornita dall'algoritmo, al fine di porsi quale ulteriore filtro per la verifica della qualità del servizio prestato⁶¹.

3.3.5 I controlli interni e i conflitti di interesse

Nel contesto della consulenza automatizzata, i controlli interni svolgono un ruolo fondamentale e necessitano di uno specifico adattamento, richiedendo l'adozione di un assetto di vigilanza interno idoneo ad assicurare la corretta funzione degli stessi. Con la digitalizzazione dei servizi vi è una trasformazione da controlli effettuati prevalentemente ex post, ad un approccio probabilistico e tecnologicamente avanzato, che prevede la combinazione dell'automazione con l'intervento umano⁶².

⁵⁹ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 27 punto 90.

⁶⁰ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 56. .

⁶¹ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 31 punto 108.

⁶² BRAGANTE D., PALLAVICINO F., *La compliance nell'era dell'intelligenza artificiale: un approccio probabilistico, tratto da Mercati finanziari e transizione digitale*, p. 226.

In particolare, l'utilizzo dell'intelligenza artificiale consente di facilitare e promuovere le attività di *compliance*. L'IA permette, infatti, di valutare le eventuali situazioni di difformità rispetto alla normativa e di attribuire un punteggio in relazione al grado di criticità, richiedendo l'intervento umano solo nei contesti in cui risulti necessario, aumentando l'efficienza dei controlli interni. Inoltre, le normative possono essere integrate direttamente nei codici informatici degli algoritmi e delle piattaforme digitali mediante gli *smart contracts*, consentendo il rispetto della disciplina di settore in quanto integrata nelle procedure del sistema informatico⁶³.

Assumo particolare rilievo i controlli di secondo e terzo livello, i quali svolgono funzioni essenziali in tale ambito. In particolare, la funzione di controllo deve garantire la presenza di risorse umane dotate di adeguate competenze e conoscenze sugli strumenti informatici e sugli algoritmi impiegati, verificandone la correttezza e la conformità rispetto alla disciplina di settore. La funzione di *risk management* svolge, invece, l'attività di monitoraggio dell'efficacia delle misure adottate per la gestione del rischio, con specifico riferimento ai profili connessi alla *cybersecurity*. Inoltre, la funzione di revisione assume un ruolo centrale nell'aggiornamento dei sistemi informatici e degli algoritmi, che necessitano di un continuo adattamento ai mutamenti della normativa⁶⁴.

Per quanto concerne la disciplina dei conflitti di interesse, non vengono introdotte specifiche modifiche in relazione alla modalità digitale di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, restano valide le disposizioni dalla direttiva MiFID II.

In tale contesto, il supporto tecnologico nella gestione dei processi risulta, tuttavia, maggiormente efficace ai fini della prevenzione dei conflitti. L'automazione del servizio consente, infatti, di introdurre specifici blocchi informatici di operatività o sistemi di monitoraggio degli operatori, attribuendo specifiche utenze per ogni consulente al fine di svolgere una funzione di controllo dei soggetti coinvolti nel processo⁶⁵.

Mediante sistemi informatici risulta, inoltre, possibile introdurre *alert* automatici in presenza di situazioni di potenziale conflitto di interesse, consentendo l'aggiornamento automatico del

⁶³ BRAGANTE D., PALLAVICINO F., *La compliance nell'era dell'intelligenza artificiale: un approccio probabilistico, tratto da Mercati finanziari e transizione digitale*, p. 43.

⁶⁴ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 57.

⁶⁵ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 68.

registro contenente tali operazioni, nonché la *disclosure* automatica nei confronti del cliente⁶⁶.

L'impiego di sistemi algoritmici garantisce una maggiore imparzialità e oggettività della raccomandazione, spesso caratteristica ricercata dagli investitori, i quali si rivolgono a sistemi di robo-advice in quanto intimoriti dai possibili conflitti di interesse che caratterizzano la consulenza tradizionale⁶⁷.

3.3.6 La product governance

L'integrazione tra consulenza automatizzata e disciplina della *product governance* consente di rafforzare la tutela dell'investitore dal fenomeno di *mis-selling*⁶⁸. Il produttore è, infatti, tenuto a individuare il *target market* destinatario dello strumento finanziario e a fornire all'intermediario tutte le informazioni necessarie per il corretto svolgimento della fase distributiva.

L'algoritmo contribuisce alla corretta distribuzione del prodotto presso il *target market* individuato. In particolare, l'integrazione della tecnologia presenta differenti vantaggi: in primo luogo, l'utilizzo di algoritmi consente di incrementare il livello di *compliance*, verificando la compatibilità dello strumento finanziario rispetto alle caratteristiche del mercato di riferimento⁶⁹.

Inoltre, l'automazione del servizio consente di ridurre la discrezionalità umana, limitando il rischio di errori nell'abbinamento tra strumenti finanziari e categorie di investitori⁷⁰. Nello svolgimento del processo distributivo, risulta inoltre facilmente tracciabile ogni operazione svolta, consentendo una più efficace attività di controllo e vigilanza.

⁶⁶ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 68.

⁶⁷ CRUCIANI C., GARDENAL G., TONON L., *Fiducia e accettazione del consiglio di investimento: consulenza tradizionale e automatizzata a confronto*, P. 15.

⁶⁸ Con il termine *mis-selling* si intende la commercializzazione di uno strumento finanziario presso una categoria di investitori non idonea ad investire in tale strumento.

⁶⁹ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*.

⁷⁰ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 63.

3.4 La valutazione di adeguatezza nella consulenza automatizzata

Anche nella consulenza automatizzata la valutazione di adeguatezza rappresenta un elemento centrale per la tutela dell'investitore, richiedendo specifici adattamenti volti a colmare l'assenza o la limitazione dell'intervento umano.

L'impiego di tecnologie, quali algoritmi o piattaforme digitali, non riducono la responsabilità in capo all'intermediario per la valutazione di adeguatezza, esso è infatti tenuto a verificare che l'algoritmo sia idoneo allo svolgimento dell'attività, nel rispetto delle disposizioni della direttiva MiFID II⁷¹.

Il processo di raccolta di informazioni può essere eseguito mediante questionari *online*, progettati al fine di garantire una corretta comprensione delle domande da parte del cliente, organizzando le domande secondo un ordine logico ed evitando formulazioni idonee a influenzare le risposte. Nello specifico, le imprese di investimento sono tenute ad assicurare che le domande siano formulate chiaramente e supportate da adeguate informazioni, anche mediante l'utilizzo di strumenti quali *pop.up*, *tool-tips* o sezioni *FAQ*, spiegando i termini tecnici utilizzato al fine di evitare che il cliente sopravvaluti le proprie conoscenze⁷².

Ulteriore informazione essenziale da raccogliere mediante questionario è la preferenza verso strumenti finanziari che presentano caratteristiche ambientali, sociali e sostenibili (ESG), introdotti con il Regolamento 2021/1253⁷³. In particolare, l'intermediario è tenuto all'aggiornamento dell'algoritmo, introducendo i fattori ESG nei processi decisionali e informando chiaramente il cliente in merito alla differenza dei prodotti con caratteristiche di sostenibilità e prodotti privi di tali requisiti⁷⁴.

L'algoritmo deve essere, inoltre, in grado di identificare risposte che risultino poco coerenti o contraddittorie tra loro, al fine di sospendere il processo e richiedere l'intervento umano per un approfondimento volto a verificare la correttezza delle informazioni raccolte⁷⁵.

⁷¹ PARACAMPO M.T., *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, Rivista di diritto bancario, anno 2018, Fascicolo III, Sezione I p. 540.

⁷² CONSOB, Quaderno FinTech n.7, *Do investors rely on robots? Evidence from an experimental study*, settembre 2020, p. 9, nota 1;
ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 6 punto 18.

⁷³ DE SANTIS F., *Piattaforme di Robo-Advice tra disciplina MiFID e AI ACT*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, giugno 2025, p. 213.

⁷⁴ CONSOB, *Statistiche e analisi, Rapporto sulla relazione consulente-cliente: Analisi mirroring su sostenibilità e investimenti*, 2024, p. 30-31.

⁷⁵ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 20.

Ai fini della raccolta automatizzata delle informazioni mediante questionari *online*, l'ESMA sottolinea, altresì, la necessità di inserire domande oggettive volte a comprendere le effettive necessità dell'investitore, evitando di basarsi esclusivamente sull'autovalutazione fornita dal cliente. A tale proposito, risulta opportuno inserire nei questionari esempi relativi a possibili scenari di rischio e di perdita, al fine di consentire al cliente una più chiara comprensione dei reali rischi collegati all'investimento⁷⁶.

La valutazione di adeguatezza viene individuata come uno dei potenziali profili maggiormente critici legati al *robo-advice*, rendendo essenziale l'introduzione di una rigorosa *algo-governance* per la progettazione dell'algoritmo, idonea a garantire la correttezza del processo di *suitability*⁷⁷.

Oltre al rispetto della governance dell'algoritmo, l'intermediario è tenuto a documentare gli alberi decisionali⁷⁸ utilizzati nella selezione degli strumenti finanziari ai fini della valutazione di adeguatezza e garantire che le raccomandazioni risultino sempre coerenti con il profilo del cliente. Inoltre, devono essere predisposte procedure finalizzate alla rilevazione di errori o *bug* che possano compromettere il corretto svolgimento del servizio.

L'ESMA identifica nella trasparenza e nell'informativa al cliente un ulteriore elemento fondamentale della valutazione di adeguatezza. In particolare, al fine di chiarire le modalità di prestazione del servizio, l'intermediario è tenuto a informare chiaramente il cliente in merito al grado di coinvolgimento umano nel processo, nonché della possibilità di richiedere l'intervento di un consulente in qualsiasi fase del servizio⁷⁹.

Al fine di ridurre il *gap informativo* derivante dall'assenza di interazione diretta tra intermediario e consulente, l'Autorità sottolinea l'esigenza di adottare l'*information design*, strumento che prevede la comunicazione al cliente di informazioni essenziali tra cui: il grado di coinvolgimento umano nella prestazione del servizio; che sottolineino che le informazioni raccolte mediante il questionario *online* incidono direttamente sulla correttezza della

⁷⁶ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 11, punti 31 e 32.

⁷⁷ PARACAMPO M.T., *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, Rivista di diritto bancario, anno 2018, Fascicolo III, Sezione I p. 539- 540.

⁷⁸ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 27 punto 90.

⁷⁹ ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3 Aprile 2023, p. 6 punto 17.

valutazione di adeguatezza; che informino in merito alle modalità e alle tempistiche per l'aggiornamento del profilo del cliente⁸⁰.

L'introduzione di strumenti algoritmici nella valutazione di adeguatezza può contribuire al miglioramento qualitativo del servizio, in quanto in grado di analizzare elevati quantitativi di informazioni, dati e strumenti finanziari, con una maggiore attendibilità della valutazione e una significativa riduzione delle tempistiche rispetto alle modalità tradizionali⁸¹.

I processi automatizzati consentono, inoltre, una maggiore tracciabilità dei processi decisionali che hanno condotto alla formulazione del giudizio di adeguatezza, consentendo una più efficace attività di controllo da parte delle autorità di vigilanza preposte e una maggiore trasparenza nei confronti del cliente. Sotto al profilo dei controlli, l'attività di vigilanza necessita di un adattamento al contesto digitale, focalizzando le attività di controllo sulla struttura e robustezza dell'algoritmo. Al fine di svolgere tale funzione, le Autorità di Vigilanza si avvalgono di *Supervisory Technology (SupTech)*, volte a rendere più efficace e rapida l'azione di monitoraggio e prevenendo rischi sistemici derivanti da malfunzionamenti algoritmici su vasta scala⁸².

3.5 I problemi applicativi della disciplina MiFID II

L'evoluzione della consulenza automatizzata ha evidenziato notevoli difficoltà applicative della disciplina di settore al robo-advice, con particolare riferimento alla MiFID II, in quanto predisposta in relazione alle caratteristiche della consulenza tradizionale, e successivamente integrata mediante orientamenti dell'ESMA. Le principali criticità applicative riguardano i profili interpretativi e operativi, connessi alla necessità di adattare una disciplina fondata sull'interazione umana al contesto digitale e algoritmico.

Una prima problematica viene individuata nell'informativa, in quanto fornire al cliente tutte le informazioni relative al servizio potrebbe non risultare sufficiente al fine di garantire una tutela effettiva. In tal senso, a causa dell'ingente quantitativo di dati e informazioni trasmessi e in assenza di un consulente che funga da supporto per la loro interpretazione e classificazione,

⁸⁰ PARACAMPO M.T., *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, Rivista di diritto bancario, anno 2018, Fascicolo III, Sezione I p. 545.

⁸¹ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 60.

⁸² PARACAMPO M.T., *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, Rivista di diritto bancario, anno 2018, Fascicolo III, Sezione I p. 554.

si verifica un fenomeno di *overflow informativo*, che potrebbe compromettere la capacità dell'investitore di assumere decisioni di investimento consapevoli⁸³.

Ulteriore problematica viene identificata nella valutazione di adeguatezza. La raccolta di informazioni mediante questionari *online* e la relativa analisi automatizzata può, infatti, comportare una impropria valutazione delle informazioni, derivante dall'incapacità dell'algoritmo di cogliere eventuali distorsioni connesse alla sfera emotiva dell'investitore e che possano aver condizionato la risposta alle domande⁸⁴. In tale contesto risulta rilevante il cosiddetto effetto *framing*⁸⁵ del sito internet, che prevede che la grafica del sito possa influenzare direttamente l'investitore, che potrebbe non rispondere con la dovuta calma e attenzione alle domande.

Inoltre, in assenza di interazione umana risulta complesso comprendere l'effettiva affidabilità delle informazioni fornite dall'investitore, specialmente nel caso in cui esso sopravvaluti le proprie conoscenze, fornendo risposte imprecise al questionario e costituendo una base non accurata per la valutazione di adeguatezza⁸⁶.

Al fine di mitigare tale problematica, l'ESMA è intervenuta sottolineando la necessità di adottare misure di finanza comportamentale e di psicomетria⁸⁷, volte a garantire l'affidabilità delle risposte fornite dall'investitore. In particolare, l'autorità richiede all'intermediario di formulare domande oggettive e non fuorvianti, di inserire test di conoscenza finalizzati a verificare l'effettiva competenza finanziaria del cliente, nonché di verificare la coerenza tra le risposte fornite, evidenziando eventuali contraddizioni⁸⁸.

Ulteriore soluzione è rappresentata dall'uso di tecniche di *digital nudge*, finalizzate a incentivare l'investitore a fornire risposte affidabili e consapevoli. In tale contesto, alcuni presidi possono essere rappresentati dall'introduzione di grafici, immagini o simulazioni che rappresentino concetti e possibili scenari di rischio e perdita⁸⁹.

⁸³ COSTANTINO F.S., *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, p. 62.

⁸⁴ BELLAGIA S., GARUFFI L., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti - Profili giuridici, operativi e rischi legali*, Parte Quarta, Capitolo 5, p.287.

⁸⁵ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 51.

⁸⁶ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 60.

⁸⁷ La finanza comportamentale e la psicomетria sono discipline utilizzate per comprendere l'influenza di fattori psicologici e emotivi che influenzano le decisioni di investimento.

⁸⁸ ESMA 35-43-3172, *Final Report: Guidelines on certain aspect of the MiFID II suitability requirements*, p. 48.

⁸⁹ CONSOB, Quaderno FinTech n.7, *Do investors rely on robots? Evidence from an experimental study*, settembre 2020, p. 15.

Per quanto concerne la prestazione della consulenza su base indipendente, la consulenza automatizzata può presentare criticità applicative. In particolare, il servizio di consulenza risulta frequentemente collegato ad altri servizi offerti dall'intermediario o da società collegate, con il rischio di un utilizzo o cessione impropri dei dati raccolti durante la prestazione della consulenza⁹⁰.

Ulteriore criticità riguarda la forma del contratto, in quanto la disciplina MiFID II richiede, per i contratti che prevedono la valutazione periodica di adeguatezza, la forma scritta. Nel contesto della consulenza automatizzata, prestata esclusivamente mediante piattaforme *online*, risulta pertanto indispensabile il ricorso alla sottoscrizione del contratto mediante presidi digitali quali la Firma Elettronica Avanzata o codici OTP, al fine di assicurare il rispetto della disciplina di settore⁹¹.

3.5.1 La personalizzazione del servizio nella consulenza automatizzata

Uno dei principali profili problematici della consulenza automatizzata riguarda la capacità del sistema algoritmico di garantire un'effettiva personalizzazione della raccomandazione, requisito essenziale del servizio di consulenza in materia di investimenti ai sensi della direttiva MiFID II. Tale definizione presenta complessità applicativa nel contesto digitale, specialmente in riferimento alla distinzione tra effettiva personalizzazione della raccomandazione e mera attività informativa. In tale ipotesi, ai fini della qualificazione del servizio come consulenza in materia di investimenti, assume un ruolo determinante la percezione dell'investitore, nel caso in cui ritenga che la raccomandazione ricevuta sia stata elaborata tenendo conto delle proprie caratteristiche individuali⁹².

Il robo-advice si fonda sul rapporto tra standardizzazione dei processi e personalizzazione della raccomandazione, i quali si pongono in un inevitabile conflitto: da un lato la standardizzazione costituisce l'elemento essenziale per l'efficienza operativa e per la scalabilità del servizio, dall'altro emerge il rischio di uniformare eccessivamente le

⁹⁰ BELLAGIA S., GARUFFI L., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti - Profili giuridici, operativi e rischi legali*, Parte Quarta, Capitolo 5, p.285.

⁹¹ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 49.

⁹² CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 44.

raccomandazioni, con una conseguente perdita del requisito di personalizzazione richiesto dalla disciplina della consulenza⁹³.

Nel contesto automatizzato, la personalizzazione non viene meno, ma si realizza attraverso modalità differenti rispetto alla consulenza tradizionale. Nel robo-advice, infatti, essa si colloca nella fase finale del processo, mediante l'automazione del cosiddetto "ultimo miglio", nel qual l'algoritmo elabora le informazioni raccolte presso l'investitore e le traduce in una raccomandazione individualizzata. La capacità del sistema di produrre un output effettivamente coerente con il profilo del cliente costituisce l'elemento decisivo per distinguere una consulenza automatizzata da una mera proposta standardizzata applicata ad una pluralità di utenti.

Proprio la necessità di preservare il carattere personalizzato della raccomandazione impone all'intermediario di adottare specifici meccanismi di governo e controllo degli algoritmi utilizzati, con particolare riferimento all'algo-governance, per i quali si rimanda al paragrafo 3.3.4.

3.5.2 Il problema della black box e la responsabilità dell'intermediario.

Il principio di neutralità tecnologica costituisce uno dei fondamenti dell'approccio regolatorio europeo nei confronti del robo-advice. Esso si fonda sul principio "*same risk, same activity, same treatment*" secondo cui, a parità di attività svolte tra consulenza tradizionale e automatizzata, trovano applicazione le medesime regole, indipendentemente dallo strumento utilizzato per la prestazione del servizio⁹⁴.

Ne consegue che l'utilizzo di algoritmi non comporta alcuna attenuazione degli obblighi gravanti sull'intermediario, il quale è tenuto al rispetto degli standard di tutela dell'investitore e all'esecuzione di una corretta valutazione di adeguatezza per la formulazione della raccomandazione⁹⁵.

⁹³ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 46-47.

⁹⁴ CONSULICH F., MAUGERI M., MILIA C., POLI T.N., TROVATORE G., Quaderni giuridici CONSOB, *AI e abusi di mercato: le leggi di robotica si applicano alle operazioni finanziarie*, p.97.

⁹⁵ DAVOLA A., *Intermediazione inefficiente un modello di definizione degli obblighi di supervisione e responsabilità dell'intermediario finanziario nei processi di robo-advisor alla luce della teoria dei giochi e della teoria economica dei contratti*, p. 6.

Pur restando invariato il quadro normativo, l'utilizzo di sistemi algoritmici richiede specifici adattamenti quali una rigorosa disciplina di *algo governance* e idonei presidi organizzativi volti a garantire un adeguato livello di trasparenza e l'effettiva tutela dell'investitore.

Sotto al profilo della trasparenza e dell'*algo governance*, risulta rilevante la criticità legata alla *black box*, ovvero alla difficoltà di ricostruire il percorso logico che ha condotto l'algoritmo alla formulazione della raccomandazione, soprattutto nel caso di utilizzo di IA forti⁹⁶. Tale problematica assume particolare rilevanza nell'ambito della consulenza automatizzata, poiché l'opacità del processo decisionale può incidere direttamente sulla verificabilità delle valutazioni effettuate e sull'effettivo rispetto degli standard di tutela previsti dalla MiFID II.

La criticità risulta particolarmente accentuata nei sistemi basati su tecniche di machine learning e soprattutto nelle forme di intelligenze artificiali caratterizzate da capacità di autoapprendimento. In tale ipotesi infatti, il sistema non si limita ad applicare le istruzioni predeterminate dal programmatore, ma sviluppa autonomamente competenze e criteri decisionali sulla base dei dati elaborati. Ne consegue che l'output prodotto può risultare difficilmente verificabile da parte dei soggetti che hanno progettato l'algoritmo. La difficoltà non riguarda esclusivamente la comprensione del risultato finale, ma incide direttamente sulla possibilità di ricostruire il percorso logico seguito dall'algoritmo. In particolare, nei sistemi fondati su meccanismi di apprendimento particolarmente complessi, la sequenza logica che conduce alla formulazione della raccomandazione non può essere pienamente ricostruita ex post⁹⁷.

L'emersione di tali criticità ha evidenziato i limiti di una trasparenza fondata esclusivamente sulla *disclosure* informativa nei confronti del cliente. Le autorità di vigilanza hanno progressivamente spostato l'attenzione regolatoria, che non riguarda più esclusivamente la trasparenza informativa, ma prevede specifici presidi organizzativi di *algo-governance* volti a garantire il controllo e la verificabilità del sistema, nonché la supervisione da parte di personale specializzato e competente⁹⁸.

La problematica della *black box* può essere ulteriormente amplificata nel caso in cui per la costruzione o per il controllo dell'algoritmo impiegato per la formulazione delle

⁹⁶ DI CIOMMO F., *Gli smart contract e lo smarrimento del giurista nel mondo che cambia, il caso dell'High Frequency Trading*, p. 168

⁹⁷ CONSULICH F., MAUGERI M., MILIA C., POLI T.N., TROVATORE G., Quaderni giuridici CONSOB, *AI e abusi di mercato: le leggi di robotica si applicano alle operazioni finanziarie*, p. 50.

⁹⁸ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 5.

raccomandazioni vengano impiegate ulteriori forme di IA⁹⁹. Si determina quindi una sorta di “*black box nella black box*”, nella quale alla difficoltà di comprendere il processo decisionale di un algoritmo si affianca quella derivante dall’interazione tra molteplici sistemi automatizzati interconnessi tra loro, con una conseguente stratificazione dell’opacità delle logiche decisionali.

L’opacità derivante dall’interazione tra più algoritmi non rappresenta una criticità unicamente sotto al profilo della trasparenza, ma anche per la gestione del rischio, in quanto i principali pericoli possono derivare, non tanto dal comportamento del singolo algoritmo, ma dall’interazione simultanea di molteplici sistemi automatizzati.

La crescente complessità dei sistemi automatizzati pone, pertanto, importanti difficoltà nella ricostruzione del nesso casuale e nell’individuazione delle criticità in caso di errori o malfunzionamenti. Quanto più il processo decisionale risulta distribuito tra una pluralità di strumenti interconnessi, tanto più difficile diventa accertare quale componente abbia concretamente determinato il pregiudizio. Ulteriore difficoltà risiede nell’imputabilità dell’errore, se derivante dall’algoritmo o da una condotta illecita o omissiva di un agente umano e mascherata dall’opacità dei sistemi automatizzati¹⁰⁰.

Per tale motivo, le autorità di vigilanza hanno ribadito l’importanza dei presidi di tracciabilità, monitoraggio e supervisione umana¹⁰¹, al fine di garantire la verificabilità delle decisioni automatizzate anche nei contesti caratterizzata da un’elevata complessità algoritmica.

Le criticità connesse all’opacità algoritmica e alla crescente complessità dei sistemi di intelligenza artificiale non determinano in alcun modo un’attenuazione degli obblighi in capo all’intermediario. Nel rispetto del principio di neutralità tecnologica, l’utilizzo di strumenti automatizzati per la prestazione del servizio di consulenza non modifica il regime di responsabilità della MiFID II, in quanto permane per l’intermediario l’obbligo di assicurare la correttezza delle raccomandazioni formulate e il rispetto degli standard di tutela dell’investitore¹⁰².

⁹⁹ CONSULICH F., MAUGERI M., MILIA C., POLI T.N., TROVATORE G., Quaderni giuridici CONSOB, *Al e abusi di mercato: le leggi di robotica si applicano alle operazioni finanziarie*, p. 87.

¹⁰⁰ CONSULICH F., MAUGERI M., MILIA C., POLI T.N., TROVATORE G., Quaderni giuridici CONSOB, *Al e abusi di mercato: le leggi di robotica si applicano alle operazioni finanziarie*, p. 25.

¹⁰¹ Regolamento (UE) 2024/1689 (AI ACT), artt. 14

¹⁰² Regolamento Delegato (UE) n. 565/2017, art. 31, prevede che le imprese di investimento che esternalizzano funzioni operative restano pienamente responsabili del rispetto di tutti gli obblighi importi dalla direttiva.

CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 83.

Ne deriva che eventuali errori o malfunzionamenti derivanti dal funzionamento dell'algoritmo non esonerano l'intermediario dalla relativa responsabilità. Anche qualora il sistema automatizzato sia stato sviluppato da soggetti terzi o sia basato su sistemi di apprendimento automatico, permane in capo all'intermediario la piena titolarità della responsabilità, nonché l'obbligo di predisporre adeguati presidi di controllo, monitoraggio e test dell'intelligenza artificiale¹⁰³.

3.6 Il quadro europeo: IA Act e la privacy

Nel contesto della progressiva digitalizzazione dei servizi finanziari, la consulenza automatizzata pone ulteriori problematiche rispetto ai profili previsti per la consulenza tradizionale, con particolare riferimento alla protezione dei dati personali, alla sicurezza informatica e alla *governance* delle piattaforme digitali. L'utilizzo di strumenti basati su algoritmi e tecnologie di intelligenza artificiale, comportano la necessità di garantire la sicurezza e la trasparenza dei processi tecnologici mediante i quali il servizio viene prestato.

In tale prospettiva, si inserisce il quadro normativo europeo in materia di finanza digitale e protezione dei dati. In particolare, il regolamento generale sulla protezione dei dati personali (GDPR) disciplina il trattamento dei dati e le procedure di profilazione degli utenti, imponendo specifici obblighi di trasparenza sull'utilizzo degli stessi, sicurezza e controllo sul trattamento delle informazioni personali¹⁰⁴. Negli ultimi anni, vista la diffusione di tecnologie basate su intelligenze artificiali, è stato inoltre adottato il Regolamento (UE) 2024/1689 del Parlamento Europeo e del consiglio (AI ACT -*Artificial Intelligence Act*), che disciplina i sistemi di intelligenza artificiale secondo un approccio basato sul rischio, introducendo requisiti in materia di governance, trasparenza, gestione del rischio e supervisione umana. Nell'ordinamento italiano, tale disciplina è stata affiancata dalla legge 23 settembre 2025 n. 132, recante disposizioni in materia di intelligenza artificiale, volta a coordinare l'applicazione del regolamento europeo a livello nazionale. In tale contesto si colloca il robo-advice, in quanto rappresenta uno dei casi più rilevanti di applicazione dell'IA nei servizi finanziari.

¹⁰³ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*.

¹⁰⁴ Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR), artt. 4-5-6 Trattamento dei dati, art.13-14-15 Trasparenza, art. 25 e 32 Trattamento e protezione dati.

La consulenza automatizzata si inserisce, pertanto, nell'incontro tra disciplina di settore, delineata dalla MiFID II e dagli orientamenti dell'ESMA, e il quadro normativo in materia di finanza digitale e protezione dei dati, che cooperano tra loro al fine di garantire la trasparenza dei servizi prestati mediante robo-advice e il rispetto dei diritti fondamentali e delle normative¹⁰⁵.

Il regolamento GDPR introduce nell'ambito della consulenza automatizzata un'importante forma di tutela nei confronti degli investitori, in quanto dispone in capo a quest'ultimi il diritto di non essere sottoposti a decisioni basate unicamente sul trattamento automatizzato dei dati¹⁰⁶.

In tale contesto, l'utilizzo del robo-advice per la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, risulta essere lecito unicamente nei casi in cui l'impiego di tali tecnologie sia previsto direttamente nel contratto. Anche nel caso in cui il cliente esprima il proprio consenso per ricevere consulenza automatizzata, deve essere comunque garantito: il diritto di ottenere l'intervento umano e il diritto di ottenere una spiegazione in merito al processo decisionale e logico seguito dall'algoritmo¹⁰⁷.

Per quanto concerne il profilo della sicurezza, svolgono un ruolo essenziale la *cybersecurity* e la protezione dei dati personali, dal momento che la mancata adozione di adeguati presidi può comportare la sottrazione di dati soggetti a privacy, manipolazioni informatiche o altre violazioni che possono comportare elevati rischi per gli investitori, nonché responsabilità e contenziosi legali in capo all'intermediario¹⁰⁸.

Tra i principali rischi informatici rientrano gli attacchi *hacker* e le manipolazioni informatiche dell'algoritmo, che possono alterare la logica funzionale del sistema generando raccomandazioni non coerenti con il profilo del cliente. A differenza della consulenza tradizionale, nella quale l'errore tende ad essere circoscritto al singolo rapporto, nel *robo-*

¹⁰⁵ DE SANTIS F., *Piattaforme di Robo-Advice tra disciplina MiFID e AI ACT*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, giugno 2025, p. 207.

¹⁰⁶ Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR), art. 22.

¹⁰⁷ REALI C., *Dalla giustizia civile alla giustizia alternativa nell'era digitale*, da Mercati finanziaria e transizione digitale: una tassonomia, Giappichelli Editore, p. 200

DORIA M., BASSAN F., RABITTI M., SCIARRONE ALIBRANDI A., MALVAGNA U., Banca d'Itali, *Questioni di economia e finanza: caratteristiche degli smart contracts*, luglio 2024, p. 9.

¹⁰⁸ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 99.

advice il malfunzionamento dell'algoritmo può produrre effetti simultaneamente su una pluralità di investitori, amplificando notevolmente le conseguenze dell'errore informatico¹⁰⁹.

Ulteriore profilo critico è rappresentato dal *data breach*, consistente nella sottrazione illecita di dati finanziari e di informazioni sensibili mediante attacchi informatici, che costituiscono uno dei principali obbiettivi dei *cyber-attacks* nei confronti degli operatori finanziari¹¹⁰.

Al fine di prevenire tali rischi, gli intermediari che offrono servizi di consulenza automatizzata sono tenuti ad adottare adeguati presidi organizzativi, tecnologici e di controllo, coerenti con gli orientamenti ESMA e con il quadro normativo europeo in materia di finanza digitale. In questo ambito risulta essenziale la *governance* degli algoritmi, finalizzata a garantire la tracciabilità, la verificabilità e il controllo delle logiche decisionali dei sistemi automatizzati. Gli intermediari sono quindi tenuti a documentare le regole di funzionamento, sottoporre periodicamente tale tecnologia a test e procedure di monitoraggio, nonché predisporre sistemi idonei a rilevare tempestivamente eventuali malfunzionamenti e anomalie che possano compromettere la corretta prestazione del servizio¹¹¹.

Per quanto concerne la protezione dei dati personali, il GDPR impone agli intermediari specifici obblighi di sicurezza, integrità e riservatezza nel trattamento delle informazioni raccolte attraverso le piattaforme digitali. In particolare, il trattamento automatizzato dei dati e la profilazione dell'investitore devono avvenire nel rispetto dei principi di trasparenza e *accountability*¹¹², garantendo il monitoraggio e la possibilità di intervento umano nei processi decisionali automatizzati. Nel contesto algoritmico, l'*Artificial Intelligence ACT* sottolinea l'esigenza del controllo umano sui sistemi informatizzati¹¹³, imponendo l'adozione di efficaci misure di supervisione e gestione del rischio, in coerenza con il crescente impiego di intelligenze artificiali nell'ambito dei servizi digitali.

¹⁰⁹ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee Report on automation in financial advice*, 2016, p. 10, punti 23-23.

¹¹⁰ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 99.

¹¹¹ CONSOB, Quaderno FinTech n.3, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, p. 56.

¹¹² Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR), art. 5, Liceità del trattamento.

¹¹³ Regolamento (UE) 2024/1689 (AI ACT), artt. 9 e 14.

3.7 La diffusione del robo-advice

Il fenomeno FinTech è attualmente in continua espansione, trasformando la fornitura dei servizi finanziari mediante l'introduzione di nuove tecnologie, tra cui strumenti basati su algoritmi e intelligenze artificiali.

A partire dalla progressiva digitalizzazione del settore finanziario, i dati hanno evidenziato una continua espansione del fenomeno, con intensità differenti a livello globale, europeo e nazionale. In particolare, tra il 2013 e il 2014 gli investimenti nel settore FinTech a livello globale sono aumentati del 201% e in Europa con un tasso di crescita pari al 215% annuo.

Per quanto concerne la consulenza automatizzata, nel 2019 il robo-advice gestiva a livello globale importi superiori ai 980 miliardi di dollari¹¹⁴, con un portafoglio medio per investitore di 21.000 dollari. Nello stesso anno, gli studi condotti dalla CONSOB prevedevano un tasso di crescita annuo del 27% fino al 2023, con una clientela stimata pari a 147 milioni di investitori¹¹⁵.

Le autorità europee hanno rilevato una disomogeneità nella distribuzione del fenomeno, che risultava maggiormente sviluppato nel settore degli investimenti rispetto ai settori bancari e assicurativi.

In Italia, il fenomeno della diffusione del robo-advice è stato oggetto di analisi da parte della CONSOB nel 2019. Le prime evidenze hanno mostrato che gli utenti effettivi della consulenza automatizzata fossero prevalentemente investitori di sesso maschile appartenenti alla fascia di età compresa tra i 40 e 60 anni, caratterizzati da livelli medio-alti di patrimonio, mediamente di circa 50.000€. Si trattava prevalentemente di investitori competenti in materia finanziaria e negli investimenti, che ricorrevano all'utilizzo di piattaforme digitali al fine di ridurre il costo del servizio. Ulteriore aspetto considerato era l'oggettività delle raccomandazioni formulate mediante algoritmo e prive di conflitti di interesse, grazie anche alla trasparenza e alla tracciabilità del processo¹¹⁶.

Nel corso dell'espansione del fenomeno, si è osservata la prevalenza del modello ibrido, in quanto l'investitore attribuisce al rapporto umano un valore aggiunto, basato su un rapporto fiduciario con il consulente. Attraverso tale modelli, l'investitore fruisce, dunque,

¹¹⁴ ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee, Discussion Paper on automation in financial advice*, p. 31, nota 30.

¹¹⁵ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 9.

¹¹⁶ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 13, tav. 2.

dell'efficienza delle raccomandazioni formulate dall'algoritmo, con l'affiancamento di un consulente per il supporto, principalmente a livello emotivo, in fasi di dissesto del portafogli o volatilità di mercato¹¹⁷.

La crescente diffusione del robo-advice a livello nazionale trova conferma anche nei più recenti studi condotti dalla Banca d'Italia. In particolare, a seguito di un'indagine effettuata nel 2023 su un campione di 5.000 individui, il 15% degli intervistati ha dichiarato di utilizzare servizi di robo-advice¹¹⁸. Le evidenze hanno dimostrato come la riduzione dei costi e la maggiore accessibilità al servizio contribuiscano ad aumentando la partecipazione degli investitori *retail* ai mercati finanziari e alla riduzione dell'*advice gap*.

Risulta tuttora un orientamento prevalente verso forme di consulenza ibride o abbinate a canali tradizionali: solo il 7% degli intervistati si avvale esclusivamente del robo-advice, mentre molti utenti ricorrono alla consulenza automatizzata in combinazione con la consulenza bancaria o prestata su base indipendente. La quota di mercato scoperto rimane ancora significativa, in quanto il 44% degli investitori non fruisce di alcun servizio di consulenza finanziaria¹¹⁹.

Rispetto al profilo dell'investitore delineato nel 2019, gli studi effettuati nel 2025 hanno evidenziato alcuni cambiamenti. Permane la prevalenza del genere maschile e con importanti competenze in ambito digitale, al contempo risulta sempre più ampia la partecipazione della clientela femminile. La diffusione ha interessato una fascia di età più ampia, il cui 17% appartiene alla fascia compresa tra 35 e 64 anni, seguita dal 16% nella fascia dai 18 ai 34 anni. Inoltre, il robo-advice viene utilizzato con maggiore frequenza anche da soggetti con minori conoscenze finanziarie ma con elevate competenze digitali, che ricorrono alla consulenza automatizzata come supporto per la gestione finanziaria¹²⁰.

Risulta, infine, crescente l'attenzione verso i profili di sostenibilità. Da uno studio condotto dalla CONSOB nel corso del 2023 emerge un netto aumento dell'interesse verso strumenti finanziari ecosostenibili: il 79% degli investitori dichiara interesse verso investimenti

¹¹⁷ CONSOB, Quaderno FinTech n.6, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa*, p. 9.

CRUCIANI C., GARDENAL G., TONON L., *Fiducia e accettazione del consiglio di investimento: consulenza tradizionale e automatizzata a confronto*, p. 14.

¹¹⁸ STACCHINI M., VASSALLO P., Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza, The use of robo-advisors in Italy: Insights from a new survey*, novembre 2025, p. 6.

¹¹⁹ STACCHINI M., VASSALLO P., Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza, The use of robo-advisors in Italy: Insights from a new survey*, novembre 2025, p. 16.

¹²⁰ STACCHINI M., VASSALLO P., Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza, The use of robo-advisors in Italy: Insights from a new survey*, novembre 2025, p. 14 e 15.

sostenibili e il 55% afferma di detenere già strumenti ESG in portafogli. In tale contesto, il ruolo dell'intermediario risulta determinante, le evidenze hanno infatti dimostrato che il 47% dei consulenti si impegna a proporre agli investitori strumenti con caratteristiche di sostenibilità¹²¹.

L'evoluzione della consulenza automatizzata ha profondamente modificato le modalità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, incidendo direttamente sulla tutela dell'investitore e sulle modalità applicative della direttiva MiFID II.

L'introduzione di sistemi algoritmici e di piattaforme digitali ha consentito, inoltre, di incrementare l'efficienza operativa, ampliare l'accesso degli investitori al mercato riducendo l'*advice gap* e favorendo la fruizione del servizio anche con patrimoni ridotti.

L'analisi svolta evidenzia come il robo-advice costituisca un fenomeno in fase di continua espansione, ponendosi come evoluzione del servizio di consulenza tradizionale, nel quale si assiste all'integrazione di tecnologie informatiche e competenze umane, incrementando il livello qualitativo del servizio fornito.

¹²¹ CONSOB, Statistiche e analisi, *Rapporto sulla relazione consulente-cliente: Analisi mirroring su sostenibilità e investimenti*, 2024, p. 34, 37 e 38.

Bibliografia

Dottrina

- BELLAGIA S., GARUFFI L., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti - Profili giuridici, operativi e rischi legali*
- BRAGANTE D., PALLAVICINO F., *La compliance nell'era dell'intelligenza artificiale: un approccio probabilistico, tratto da Mercati finanziari e transizione digitale*
- CASSANO C., DI CIOMMO F., RUBINO DE RITIS M., *Banche Intermediari e FinTech: nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*
- CONSULICH F., MAUGERI M., MILIA C., POLI T.N., TROVATORE G., *Quaderni giuridici CONSOB, AI e abusi di mercato: le leggi di robotica si applicano alle operazioni finanziarie*
- COSTANTINO F.S., *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*
- CRUCIANI C., GARDENAL G., TONON L., *Fiducia e accettazione del consiglio di investimento: consulenza tradizionale e automatizzata a confronto*
- DAVOLA A., *Intermediazione inefficiente un modello di definizione degli obblighi di supervisione e responsabilità dell'intermediario finanziario nei processi di robo-advisor alla luce della teoria dei giochi e della teoria economica dei contratti*
- DE SANTIS F., *Piattaforme di Robo-Advice tra disciplina MiFID e AI ACT, in Analisi Giuridica dell'Economia, giugno 2025*
- DI CIOMMO F., *Gli smart contract e lo smarrimento del giurista nel mondo che cambia, il caso dell'High Frequency Trading*
- DORIA M., BASSAN F., RABITTI M., SCIARRONE ALIBRANDI A., MALVAGNA U., *Banca d'Itali, Questioni di economia e finanza: caratteristiche degli smart contracts*
- MACCHIAVELLO M., *La regolazione del FinTech tra innovazione ed esigenze di tutela, Roma 2019*
- PARACAMPO M.T., *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione, Rivista di diritto bancario, anno 2018*
- PARACAMPO M.T., *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri*
- PERRONE A., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*
- REALI C., *Dalla giustizia civile alla giustizia alternativa nell'era digitale, da Mercati finanziaria e transizione digitale: una tassonomia, Giappichelli Editore*
- STACCHINI M., VASSALLO P., *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, The use of robo advisors in Italy: Insights from a new survey, novembre 2025*

Fonti istituzionali

- CONSOB, *Quaderno FinTech n.3, La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti Finanziari, gennaio 2019*
- CONSOB, *Quaderno FinTech n.6, Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori, evidenze da un'analisi qualitativa, dicembre 2019*
- CONSOB, *Quaderno FinTech n.7, Do investors rely on robots? Evidence from an experimental study, Settembre 2020*
- CONSOB, *Statistiche e analisi, Rapporto sulla relazione consulente-cliente: Analisi mirroring su sostenibilità e investimenti, 2024*
- ESMA 35-43-3172, *Final Report: Guidelines on certain aspect of the MiFID II suitability requirements*

ESMA 35-43-620, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*
ESMA 35-43-3172, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 3
Aprile 2023
ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee, Discussion Paper on automation in financial advice*
ESMA – EBA- EIOPA, *Join Committee Report on automation in financial advice*, 2016

Normativa

Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR)

Regolamento (UE) 2024/1689 (AI ACT) *Artificial Intelligence ACT*

Conclusione

La consulenza in materia di investimenti è stata oggetto, a partire dagli anni '90, di una progressiva evoluzione che ne ha modificato profondamente la funzione economica e la disciplina giuridica. L'incremento della complessità dei mercati finanziari, l'ampliamento dell'offerta di prodotti di investimento e le conseguenze derivanti dalle principali crisi finanziarie hanno reso necessario il superamento di modelli fondati esclusivamente su un sistema di tutela formale, favorendo l'affermazione di un sistema normativo orientato al rafforzamento della tutela sostanziale del risparmio.

In tale contesto, la disciplina introdotta dalla MiFID e successivamente perfezionata dalla MiFID II ha attribuito alla consulenza in materia di investimenti un ruolo centrale nell'ambito dei servizi di investimento, configurandola come attività riservata e sottoposta a specifiche regole di condotta. La finalità perseguita dal legislatore europeo non è quella di garantire all'investitore il conseguimento di un rendimento o l'eliminazione del rischio intrinseco dell'attività di investimento, bensì quello di ridurre le asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto tra intermediario e cliente, assicurando che le raccomandazioni formulate siano coerenti con le esigenze, gli obiettivi e la situazione finanziaria del singolo investitore.

In questa prospettiva, il principio di adeguatezza assume una funzione essenziale, rappresentando lo strumento attraverso cui si realizza la personalizzazione della raccomandazione e si concretizza il dovere dell'intermediario di agire nel miglior interesse del cliente. Inoltre, l'introduzione di specifici obblighi organizzativi, di un regime di responsabilità in capo all'intermediario e di articolate funzioni di controllo interno, contribuisce a garantire la qualità del servizio prestato e a rafforzare la fiducia degli investitori nel ruolo dell'intermediario e nei mercati finanziari.

L'evoluzione tecnologica ha successivamente determinato l'affermazione di modelli di consulenza automatizzata basati sull'utilizzo di algoritmi e sistemi di intelligenza artificiale, consentendo di ampliare la platea di soggetti che possono accedere al servizio, ridurre i costi di erogazione e favorire una più efficace allocazione del risparmio. Tuttavia, i vantaggi derivanti dall'automazione sono seguiti dall'emersione di nuove criticità, riconducibili principalmente all'opacità dei processi decisionali algoritmici, ai rischi di malfunzionamento dei sistemi, alla possibile presenza di bias nei modelli utilizzati e alla necessità di garantire un adeguato livello di protezione dei dati personali degli investitori.

Per tale ragione, accanto alla disciplina introdotta dalla MiFID II, hanno assunto un ruolo sempre più rilevante gli interventi di soft law, attuati dalle autorità europee di vigilanza e le recenti normative dell'Unione europea in materia di intelligenza artificiale e protezione dei dati personali. In particolare, il Regolamento (UE) 2024/1689 (AI Act) introduce un quadro volto ad assicurare che i sistemi di intelligenza artificiale siano sviluppati e utilizzati nel rispetto dei requisiti di trasparenza, controllo umano e gestione del rischio, mentre il Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR) costituisce il principale presidio per la tutela dei dati personali trattati nell'ambito dei servizi digitali.

Alla luce delle considerazioni svolte, si può dedurre che la progressiva digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti non determini una riduzione della tutela dell'investitore, ma imponga la necessità della sua ridefinizione in funzione del contesto tecnologico. Anche quando la raccomandazione di investimento sia formulata mediante sistemi automatizzati, permane in capo all'intermediario la responsabilità di assicurare l'adeguatezza delle raccomandazioni, la correttezza del processo decisionale e la conformità del servizio alla disciplina di settore finalizzata alla tutela del risparmio.

La consulenza in materia di investimenti continua a rappresentare uno strumento fondamentale per orientare consapevolmente le scelte dell'investitore e per favorire un'efficace funzione allocativa delle risorse finanziarie. In un contesto caratterizzato da una crescente complessità dei mercati e dall'impiego di tecnologie sempre più sofisticate, la tutela del risparmio si presenta come il cardine della normativa di settore, richiedendo un costante equilibrio tra innovazione operativa e protezione dell'investitore.