

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista

di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

GENNAIO/MARZO

2020

DIREZIONE

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

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

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

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

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

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II

SOMMARIO: 1. La tutela degli investitori e il principio di effettività. – 2. MiFID II tra regole e rimedi. Per un approccio cross-settoriale. – 3. Informazione, adeguatezza e appropriatezza: affidamento dell’investitore e forme di tutela. – 4. Consulenza. Cenni. – 5. La disciplina del conflitto di interessi. Cenni. – 6. Segue: gli *Inducements*. – 7. *Product Governance* e rimedi: azzardi interpretativi. – 8. Conclusioni: i limiti di MiFID II. – 9. Postilla: MiFID II non supera il test *COVID-19*.

1. La tutela degli investitori e il principio di effettività

L’intenzione del legislatore europeo di dare una nuova forma all’architettura delle regole in materia bancaria e finanziaria dopo la crisi ha prodotto una stagione di importanti riforme, molte delle quali volte a scongiurare nuovi rischi sistemici e altre, invece, finalizzate a recuperare fiducia tra gli operatori dei mercati. MiFID II non è stata una risposta normativa alla crisi, ma è stata comunque un tassello del nuovo disegno che l’Europa ha pensato per dare una nuova complessiva forma ai mercati finanziari e per ripristinare la fiducia persa, anche attraverso il maggior rigore imposto agli intermediari nella negoziazione e distribuzione dei prodotti finanziari.

MiFID II ha, come è noto, apportato modifiche al regime “tradizionale” di tutela del cliente incidendo, in primo luogo, sulla disciplina relativa alla regola di trasparenza, dell’adeguatezza e dell’appropriatezza. La vera novità è stata tuttavia certamente quella relativa alla *Product Governance*: il legislatore europeo ha scelto di allargare la prospettiva a ciò che accade anche prima del contratto di investimento, nella fase di ideazione del prodotto, dettando regole nuove che non erano state previste dalla MiFID. Come in altri settori dell’ordinamento, si pensi al diritto dei consumi, si è ritenuto essenziale per garantire la tutela della clientela valutare non solo il momento in cui si conclude il contratto, ma tutta la fase che lo precede e che ad esso segue. Non si guarda, cioè, solo alla correttezza nella conclusione del contratto, ma ci si chiede anche dove nasca l’affidamento (la fiducia) della clientela e a partire da quale momento vada salvaguardata la

consapevolezza dell'investitore. Il legislatore ha dunque anticipato la tutela alla fase di ideazione del prodotto e alle politiche di distribuzione, ma resta da stabilire come impatti questo allargamento di perimetro sul sistema dei rimedi.

Il legislatore europeo non si è spinto infatti al punto di individuare i rimedi privatistici per la violazione delle regole, limitandosi a rimettere la scelta al legislatore di ciascun Stato membro¹; non vengono cioè chiarite espressamente in tutti i casi quali siano le conseguenze civilistiche per la violazione delle regole di condotta imposte agli intermediari e ai produttori e su questo il dibattito è dunque sempre aperto. Ciò non stupisce, in quanto si verifica anche in questa materia un fenomeno in atto già da tempo che ha portato al progressivo affermarsi della c.d. “giurisdizionalizzazione” del diritto, che ha determinato un cambiamento del tradizionale riparto di competenze tra legislazione e giurisdizione, ampliando la sfera di discrezionalità del giudice chiamato a partecipare direttamente alla creazione della regola del caso concreto, specie per quel che riguarda il regime dei rimedi. L'esperienza recente ci ha infatti mostrato che la norma viene attuata sempre più spesso secondo la soluzione adottata dalla giurisprudenza che si muove alla luce del principio di effettività e di proporzionalità².

Il diritto privato economico degli ultimi trent'anni si è formato su questi temi, a partire dal dibattito sulle nullità speciali³ negli anni 90 del secolo scorso che, scardinando le certezze dogmatiche che da sempre accompagnavano la categoria dell'invalidità, ha spinto progressivamente il legislatore a calibrare i rimedi sull'esigenza di protezione del cliente, specie se consumatore, graduando la disciplina in chiave funzionale alla tutela degli interessi di questi. L'apporto dato

¹ D. BUSCH, *The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond*, in *European Review of Contract Law*, 2017, 74 ss.; O. CHERENDYCHENKO, *Conceptualising the relationship between Investor Protection and Private Law*, in *Eur. Law J.*, 2015, 500.

² Nel senso di questo cambiamento v. M. NUZZO, *Il problema della prevedibilità delle decisioni. Calcolo giuridico secondo i precedenti*, in A. CARLEO (a cura di), *Calcolabilità giuridica*, Bologna, 2017, 137 ss.; G. VETTORI, *La giurisprudenza fonte del diritto privato?*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2017, 869.

³ G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, Milano, 1995, *passim*.

dalla giurisprudenza, specialmente della Corte di Giustizia⁴ e nel nostro sistema dalle Sezioni Unite della Cassazione, ha poi adattato i tradizionali rimedi alle nuove istanze, innovando la disciplina e rendendola ancor più dinamica fino, ad esempio, a giungere alle nullità selettive di ultimo conio⁵, che inducono a nuovi interrogativi sull'uso che si possa fare della nullità di protezione.

La materia della tutela degli investitori ha rappresentato in maniera evidente l'occasione per tali ripensamenti e ha determinato il cambiamento del diritto privato economico. L'esperienza settoriale fa sempre più sovente da apripista e il diritto civile segue.

L'ampia varietà di tutele accordate dalla regolazione settoriale in materia finanziaria alla clientela concorre a delineare un sistema complesso in cui rimedi di natura diversa sono previsti per ogni ipotesi di violazione di regole da parte dell'intermediario, sia che si tratti di regole di condotta o di regole di trasparenza, sia che si tratti di difetti o vizi del contratto. Convivono, dunque, nell'ordinamento rimedi demolitori e risarcitori, tutele a carattere preventivo e successivo, individuali e collettive, accompagnate da meccanismi di *enforcement* privatistico e/o pubblicistico.

Con riguardo ai contratti degli investitori si è stabilito, non senza tuttavia che la dottrina e la stessa giurisprudenza abbiano mostrato perplessità e orientamenti diversi⁶, che la violazione di norme imperative che stabiliscono regole di condotta genera, in linea di massima, responsabilità e non nullità e che il rimedio risarcitorio è il

⁴ M. RABITTI, *Il ruolo della Corte di Giustizia nel diritto dell'economia*, in *Analisi giur. econ.*, 2018, 2, 347 ss.; ID., *La Corte di Giustizia tra scelte di mercato e interessi protetti*, in *Persona e Mercato*, 4/2018, 220 ss.

⁵ Cassazione Civile, SS.UU., 4 novembre 2019, n. 28314, commento di G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite e le «nullità selettive» nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, in *dirittobancario.it*, 4 dicembre 2019; D. MAFFEIS, *Nullità selettiva? Le Sezioni Unite e la buona fede dell'investitore nel processo*, in *dirittobancario.it*, 18 dicembre 2019; S. PAGLIANTINI, *Le stagioni della nullità selettiva (e del di protezione)*, in *Contratti*, 2020, 10 ss.; A. TUCCI, *Nullità di protezione e buona fede*, in corso di pubblicazione su *Riv. dir. comm.*, 2020; A. A. DOLMETTA, *All'essenza della nullità di protezione: l'operatività «a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass. SS.UU., n. 28314/2019, in questa *Rivista*, 2020, I, 89 ss.

⁶ Sui contratti degli investitori la letteratura è enorme. Tra gli altri, A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 347 ss.

più adatto per l'ipotesi di violazione degli obblighi informativi, di trasparenza e anche nel caso di conflitto di interessi nella distribuzione di servizi e prodotti finanziari⁷. L'ACF ha definito con ampia casistica il perimetro della responsabilità per tutte le ipotesi di violazione delle regole di informazione, adeguatezza e appropriatezza, stabilendo anche le conseguenze in termini risarcitori e restitutori per le ipotesi di in cui l'intermediario si trovi in una situazione di conflitto di interessi che non garantisca il miglior interesse del cliente. Quando poi l'inosservanza delle regole di condotta riveli un *deficit* organizzativo dell'intermediario, la tutela si sposta di piano, non investendo più solo il rapporto intermediario - cliente, ma andando a incidere sulla stessa *governance* dell'intermediario per il tramite dell'esercizio dei poteri di

⁷ Non si può non partire richiamando la giurisprudenza copiosa e troppo nota in materia di contratti di investimento e difetto di informazioni alla clientela che, dopo le sentenze gemelle del 2007 su regole di validità e di responsabilità, ha fatto prevalere il rimedio del diritto al risarcimento del danno contrattuale, con possibilità di risoluzione del contratto per inadempimento da omesse informazioni in fase di conclusione del contratto (per violazione dell'art. 21 TUF), sulla nullità per violazione di norma imperativa, che non costituisce un rimedio idoneo in chiave funzionale alla migliore tutela dell'interesse protetto, in caso di inadeguata informazione mentre può essere invocata in caso di operazioni d'investimento che non siano state precedute dalla stipula di un contratto quadro in forma scritta. Sul tema v., tra i tanti, Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, su cui si veda G. VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbligazioni e Contratti*, 2008, 104 ss.; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 403 ss.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss. Più di recente, v. D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017. Scarso riscontro ha avuto, invece, la tesi per cui la violazione dei doveri informativi potesse dar luogo ad un vizio del consenso con conseguente azionabilità dell'azione di annullamento. Tale disfavore può essere connesso: i) all'orientamento diffuso di dottrina e giurisprudenza per cui il semplice silenzio non possa integrare il dolo; ii) alle difficoltà probatorie sull'essenzialità e la riconoscibilità dell'errore; iii) all'atteggiamento restrittivo della giurisprudenza in ordine alla rilevanza dell'errore incidente su profili di valutazione economica. Più in generale l'annullabilità è un rimedio che trova sempre meno spazio, rimanendo più aderente alla logica della fattispecie che, come si è rilevato, è sempre meno cara al legislatore che guarda, invece, all'effetto e lascia l'interprete libero di cercare il rimedio più adatto alla migliore tutela degli interessi protetti, in nome del principio di effettività.

vigilanza delle Autorità amministrative indipendenti⁸.

Queste poche considerazioni di massima sono già sufficienti a mostrare come il quadro relativo alla tutela dell'investitore⁹ si presenti, all'apparenza, nel complesso rassicurante e consolidato, ma sia in realtà instabile e incompleto: non solo perché non c'è ancora davvero univocità di vedute sulle conseguenze applicabili alla violazione delle regole di condotta dell'art. 21 TUF; ma soprattutto perché occorre accertare se restano escluse ipotesi in cui una protezione è necessaria e se, in ogni caso, le tutele previste siano in concreto efficienti e sufficientemente armonizzate.

Se si muove da questa prospettiva appare evidente che tirare, sia pure in modo sommario, le fila di un discorso sulle tutele nei servizi finanziari appaia un'impresa davvero difficile, specie in poche pagine. Per questa ragione in questa sede si limiterà l'analisi al settore più strettamente "finanziario", per valutare, in primo luogo, l'efficacia delle tutele introdotte da MiFID II e, in secondo luogo, per verificare se questa disciplina si presti a costituire un modello normativo applicabile in maniera trasversale ad altri settori dell'intermediazione finanziaria, in modo da individuare regole e principi a valenza generale per la distribuzione nell'intermediazione finanziaria.

2. MiFID II tra regole e rimedi. Per un approccio cross-settoriale

Le riforme in materia finanziaria degli ultimi anni hanno dato luogo a nuovi indubbi vantaggi specialmente in termini di armonizzazione delle regole, ma anche a nuove criticità.

Si pensi alla coesistenza di discipline settoriali diverse molto analitiche, che sono la risposta alla specializzazione sempre più forte dei mercati ma che non sono più davvero efficienti, specie in

⁸ A questo riguardo, è molto interessante è anche l'ipotesi inversa, ad esempio trattata dalla decisione ACF dello scorso 16 ottobre n. 1921 in cui si afferma che le risultanze istruttorie emergenti dal provvedimento sanzionatorio adottato dalla Consob nei confronti di un promotore possono essere apprezzate come elementi di prova del deficit di correttezza e di diligenza nella prestazione dei servizi di investimento da parte dell'intermediario.

⁹ La recente riforma della disciplina della *Class Action*, approvata con L. 12 aprile 2019, n. 31, ancora da mettere alla prova in concreto può, infine, modificare molto l'assetto attuale delle tutele spostando il piano dalla tutela individuale a quella collettiva anche in queste materie, in cui fino ad oggi era preclusa.

considerazione della persistente difficoltà data, tra l'altro, dal riparto di competenze tra *Authorities* e dalla continua evoluzione dei mercati che pone al centro l'evoluzione tecnologica.

I limiti dell'attuale modello di regolazione sono già da tempo segnalati dalla dottrina più attenta¹⁰ che mostra le difficoltà in cui è ormai incorsa la regolazione per *silos* verticali che disciplina l'attività in base ai soggetti, con *overlapping* tra regole che rendono meno efficienti le tutele e non necessariamente prevengono gli spazi vuoti, aree cioè non regolate, di cui approfittano gli operatori, addestrati anche a fare *surf* tra le regole a proprio favore.

Il problema è particolarmente evidente per la segmentazione delle regole esistenti tra prodotti bancari, finanziari e assicurativi in cui, da un lato, la disciplina viaggia spesso a velocità diverse, nonostante si facciano sforzi enormi per armonizzare le regole esistenti e, dall'altro, le competenze delle Autorità settoriali non si modificano in modo coerente con lo sviluppo della disciplina.

Sotto questo profilo il dibattito investe anche il metodo da utilizzare nella regolazione: ci si chiede se sia possibile utilizzare un approccio cross-settoriale, selezionando regole uniformi, trasversali per prodotti, che presentino la stessa sostanza economica anche se hanno forme giuridiche diverse¹¹. Questo approccio, pensato inizialmente dalla dottrina soprattutto per i PRIIPS¹², assicurerebbe, ad avviso dei suoi sostenitori: (i) maggiore efficienza della regolazione perché si eviterebbe che, a fronte delle stesse esigenze di tutela, operino discipline differenziate in settori diversi dell'industria finanziaria; (ii) la necessità di intervenire una sola volta se si verifica l'esigenza di modificare la disciplina in caso di nuove istanze; (iii) maggiore trasparenza se si adotta la stessa terminologia e si strutturano i documenti informativi in modo uguale; (iv) minori costi di *compliance*; (v) minori rischi di arbitraggio normativo. Infine, l'approccio cross-

¹⁰ F. BASSAN, *Potere dell'algorithm e resistenza dei mercati in Italia*, Soveria Mannelli, Rubbettino, 2019, 47 ss.

¹¹ V. COLAERT - D. BUSCH, *Regulating Finance in a Post-Sectoral World: Setting the Scene*, in V. COLAERT - D. BUSCH (a cura di), *European Financial Regulation, levelling the cross -sectoral playing field*, Oxford, 2019; V. COLAERT, *Building blocks of investor protection*, 2017, in <https://papers.ssrn.com>.

¹² V. COLAERT, *The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?*, 2016, in <https://papers.ssrn.com>.

settoriale potrebbe ridurre il rischio che nuovi prodotti si inseriscano in spazi non regolati dai *silos* verticali, pericolo oggi tutt'altro che scongiurato dall'attuale sistema normativo.

Resta fermo che i principi cross-settoriali possano cedere il passo a regole puntuali di settore quando ciò si renda necessario in base a rischi specifici che non sono comuni.

Diversamente vi è chi, invece, ritiene meglio estendere la regolazione di maggior tutela ad altri settori, come sembra essere accaduto con le nuove norme europee sulla distribuzione di prodotti assicurativi (IDD) per i quali si è creato un sistema in cui le regole assicurative sono in grande misura analoghe a quelle finanziarie di derivazione MiFID II¹³, preservandone tuttavia le necessarie specificità¹⁴. Ciò sembra essere accaduto ora anche per gli IBIPS (prodotti assicurativi sulla vita con profili di investimento)¹⁵ in cui la maggiore protezione garantita al consumatore deriva dall'applicazione delle regole MiFID II, con l'obiettivo di creare un maggiore allineamento tra le regole del gioco per i diversi distributori, fatti salvi i disallineamenti necessari per rispetto del principio di proporzionalità.

La rivoluzione tecnologica sui mercati, determinata dalla capacità di alcune società transnazionali di gestire una gran mole di dati e di riutilizzarli in modo pressoché istantaneo per un numero indeterminato di usi, rende poi la scelta regolatoria urgente. Queste società, che hanno la gestione dei dati come *core business*, operano nei loro mercati

¹³ V. COLAERT, *MiFID II in Relation to Other Investor Protection Regulation: Picking Up the Crumbs of a Piecemeal Approach*, in <https://www.papers.ssrn.com>.

¹⁴ V. COLAERT, *MiFID II in Relation to Other Investor Protection Regulation: Picking Up the Crumbs of a Piecemeal Approach*, cit., sottolinea ad esempio il diverso approccio adottato dalle due discipline nei confronti della consulenza indipendente: laddove MiFID II impone regole stringenti, IDD è meno rigida, prevedendo che l'intermediario possa, ma non debba necessariamente, informare il cliente che la consulenza è indipendente. Queste differenze tuttavia, ad avviso dell'A., non consentono di creare un *level playing field*, tra prodotti di investimento che, invece, se guardati dal punto di vista economico sono simili, perché permettono un arbitraggio regolatorio.

¹⁵ La nozione di "prodotti di investimento assicurativi" presuppone che un prodotto debba presentarsi quale occasione di investimento: si tratta, infatti, di prodotti assicurativi "variabili" con riferimento alle modalità di determinazione della prestazione pecuniaria spettante al sottoscrittore, la quale non è predeterminata fin dal momento della stipulazione del contratto, ma assume un valore correlato all'andamento di un parametro inserito nel contesto del mercato finanziario.

originari in assenza di regolazione, entrano nei mercati proponendo prodotti che s’inseriscono negli interstizi regolatori, tra un *silos* e un altro; in questi casi anche il criterio, classico, della prevalenza si rivela di scarsa utilità. La spinta verso un approccio regolatorio cross-settoriale la sta dunque dando il mercato e non sembra neppure essere tanto gentile. Da qui le recenti proposte della Commissione che prendono atto delle istanze del mercato percepite in base al «circolo regolatorio»¹⁶. La soluzione scelta dalla Commissione europea – sebbene nelle proposte normative del 2020 in materia di mercati digitali¹⁷ – è infatti senza equivoci quella di una regolazione cross-settoriale, generale e quindi per principi, con declinazioni specifiche per i diversi settori ammesse nella fase applicativa.

La scelta dell’una o dell’altra tecnica normativa non è peraltro priva di conseguenze pratiche perché, mentre nel secondo caso si riducono le discipline per *silos* verticali ma non si revoca in dubbio l’utilità di questi; con l’approccio cross-settoriale, l’obiettivo è proprio quello di superare le normative settoriali verticali a favore della selezione di principi comuni a valenza trasversale¹⁸.

Evidenziare la complessità del contesto ha il solo scopo in questa sede di guardare al profilo che qui interessa (l’impatto di MiFID II sulle regole di collocamento e distribuzione dei prodotti finanziari e dei rimedi che conseguono alle diverse violazioni di legge) per valutare se MiFID II rappresenti solo un *silos* normativo verticale oppure possa essere strumento di regolazione cross-settoriale. Se MiFID II rappresentasse, in potenza, un possibile regime cross-settoriale perché ha regole più stringenti di quelle di altri settori ma che si prestano anche

¹⁶ F. BASSAN, *op. cit.*, 197.

¹⁷ Communications February 19, 2020, from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and social Committee and the Committee of the Regions: *A European Strategy for Data (Com (2020)66)*; *Shaping Europe’s digital future* (COM 2020) 67.

¹⁸ Convivono, nelle fonti comunitarie, regole di dettaglio e principi generali, che non possono che essere diversamente percepiti e “recepiti” nelle diverse esperienze giuridiche, cfr. D. BUSCH, *The Private Law Effect of MiFID I and MiFID II: The Genil Case and Beyond*, in D. BUSCH - G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, § 20; L. ENRIQUES - M. GARGANTINI, *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II*, in D. BUSCH - G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, cit., § 4.

a garantire le esigenze di protezione delle altre tipologie di clientela (assicurato, risparmiatore), anche la valutazione dei rimedi privatistici conseguenti alla violazione delle regole di condotta andrebbe ripensata in una prospettiva più ampia.

3. *Informazione, adeguatezza e appropriatezza: affidamento dell'investitore e forme di tutela*

MiFID II mira a disciplinare l'attività degli intermediari¹⁹ concentrandosi, in primo luogo, sull'informativa e sulla corretta profilazione del cliente.

Classificata la clientela distinguendo tra operatori non qualificati (clientela *retail*), controparti qualificate e clienti professionali che hanno dunque elevati requisiti di esperienza, la scelta è stata nel senso di graduare gli obblighi degli intermediari sulla base dell'appartenenza del cliente a una delle categorie menzionate. Nell'ottica di una sempre maggiore protezione della clientela, il legislatore ha esteso alcune regole di protezione prima previste per i soli clienti non professionali anche alla clientela diversa da quella al dettaglio, sul presupposto che è gradualmente emersa la limitata capacità dei clienti professionali di valutare il rischio dei loro investimenti.

Il criterio di riparto della clientela avviene inoltre non più in base all'autocertificazione del cliente, ma a parametri oggettivi, riconoscendosi di conseguenza uno scarso margine di discrezionalità interpretativa all'intermediario²⁰.

I nuovi *driver* della disciplina sono infatti rappresentati dalla tolleranza al rischio e dalla capacità di sostenere perdite da parte del cliente, dalla possibilità di effettuare comparazioni di prodotti equivalenti, dalla valutazione di adeguatezza periodica, nonché dalla

¹⁹ D. BUSCH, *Stricter conduct of business rules for investment firm*, 2017, in <http://www.papers.ssrn.com>.

²⁰ M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, II ed., Milano, 2019, 578. È però consentito al cliente passare da una categoria all'altra optando per una maggiore o minore protezione: se un cliente richiede il passaggio e l'intermediario ritiene che ciò sia possibile, valutando esperienza pregressa e conoscenza dell'investitore, può farsi; ma solo specificando il tipo di investimento e non in generale.

predisposizione di specifici report di adeguatezza delle raccomandazioni fornite.

Le informazioni precontrattuali devono essere fornite in una forma comprensibile, in modo che i clienti o potenziali clienti possano ragionevolmente capire la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa. L'informativa in fase precontrattuale è stata rafforzata anche per quanto riguarda la trasparenza dei costi dei servizi resi, che devono essere rappresentati in valori sia assoluti sia percentuali. Le prescrizioni sono analitiche e l'obiettivo è, da un lato, quello della *disclosure* anche sui costi impliciti, dall'altro lato, quello di consentire la comparazione tra prodotti. Come è stato rilevato, «lo standard di riferimento è, al riguardo, assai più pervasivo di quanto non si realizzasse in precedenza: si punta ad assicurare una trasparenza totale sui costi dei servizi, che va resa *ex ante*, in via tanto singola, quanto aggregata»²¹. Le informazioni su costi e oneri devono comprendere anche le informazioni relative ai servizi d'investimento e ai servizi accessori; il costo dell'eventuale consulenza; il costo dello strumento finanziario raccomandato o posto in vendita; le modalità di pagamento e gli eventuali pagamenti a terzi (*inducements*).

L'impatto di queste regole è rilevante e alza il livello di tutela della clientela sotto il profilo della quantità di informazione offerta, sebbene non da tutti sia visto con favore per il rischio che si finisca così per aumentare i costi finali a carico della clientela *retail* e, soprattutto, che si torni a un *overloading* informativo, che non favorisce consapevolezza. In questo senso, l'eccessiva analiticità delle informazioni dovute rischia di vanificare gli sforzi che hanno indotto a semplificare i modelli come i KID in materia di PRIIPS e IBIPS, che consentono, invece, di fornire poche essenziali informazioni alla clientela.

Qualità *versus* quantità delle informazioni. Un'eccessiva puntigliosità delle informazioni non si presta peraltro certamente a una

²¹ F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, IV, 2018, 1110 ss. e § 3.4.1.

regolazione cross-settoriale, che non può che privilegiare standard informativi tipizzati e semplici.

Quanto alla corretta profilazione, oltre all'esperienza maturata in campo finanziario e agli obiettivi di investimento, viene dato specifico rilievo anche alle caratteristiche del prodotto da offrire e, soprattutto, al grado di tolleranza al rischio²², che costituisce un'importante novità del nuovo impianto normativo²³.

La valutazione di adeguatezza²⁴ assume più rilievo di quanto accadesse sotto la vigenza di MiFID I e concerne – come chiarito dall'ESMA negli Orientamenti del 2018 – «l'intero processo di raccolta delle informazioni relative a un cliente e la successiva valutazione da parte dell'impresa sull'idoneità di un determinato prodotto d'investimento per detto cliente, in base anche alla solida conoscenza, da parte dell'impresa, dei prodotti che può raccomandare o nei quali può investire per conto del cliente»²⁵. Ne consegue che le imprese devono, in primo luogo, informare i propri clienti in modo semplice e chiaro sull'importanza della valutazione dell'adeguatezza e sul suo scopo, che è quello di consentire all'impresa di agire nel migliore interesse del cliente. Le informazioni sulla valutazione dell'adeguatezza sono volte a fare comprendere lo scopo delle prescrizioni e a incoraggiarli a fornire informazioni precise e sufficienti in merito alle proprie conoscenze, esperienze e situazione finanziaria (compresa la capacità di sostenere perdite) nonché ai propri obiettivi di

²² N. LINCiano, *Le distorsioni comportamentali e la consulenza finanziaria*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, 135 ss. chiarisce che la «tolleranza al rischio finanziario dipende non solo dalle preferenze verso il rischio, definite rispetto alle caratteristiche di rischio e rendimento di una determinata opzione di investimento, tipicamente influenzate da fattori cognitivi, ma anche dall'attitudine al rischio, intesa come l'insieme delle componenti emotive e psicologiche che determinano la reazione di un individuo in circostanze rischiose».

²³ Parla di operazione finanziaria come di «abito sartoriale», V. RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. Mifid II*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La Mifid II. Rapporti con la clientela - regole di Governance - mercati*, Milano, 2016, 7 ss.

²⁴ L'adeguatezza, in inglese nota come *suitability rule*, si rinviene agli artt. 24-25, MiFID II, nonché agli artt. 54-55 del Regolamento delegato UE n. 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016.

²⁵ ESMA 35-43-1163 *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 6 novembre 2018, §6.

investimento (compresa la loro tolleranza al rischio). La portata delle informazioni “necessarie” può variare e deve tener conto delle caratteristiche dei servizi di consulenza o di gestione del portafoglio da fornire, del tipo e delle caratteristiche dei prodotti di investimento da considerare e delle caratteristiche dei clienti.

Ma se MiFID II consente alle imprese di raccogliere una quantità di informazioni proporzionata ai prodotti e ai servizi offerti o per i quali il cliente richiede servizi specifici di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli, essa non consente alle imprese di ridurre il livello di protezione dovuto ai clienti, una volta che essi siano stati classificati. Il legislatore ha cioè fatto venir meno la possibilità di ottenere dal cliente il consenso per procedere comunque alla realizzazione di un’operazione inadeguata. Inoltre, la valutazione di adeguatezza non si soddisfa se non andando oltre la generica appartenenza del cliente al *target* dei soggetti per cui il prodotto è stato creato, dovendosi verificare in concreto l’adeguatezza dello strumento rispetto alle esigenze dello specifico cliente²⁶. In questo modo l’intermediario dovrebbe garantire l’ottemperamento del cosiddetto dovere di *best execution* per minimizzare le asimmetrie informative e per neutralizzare le criticità derivanti da una cultura finanziaria inadeguata²⁷.

Una novità interessante e rilevante sul piano delle tutele è rappresentata dalla “dichiarazione di adeguatezza” che, rappresentando la sintesi delle informazioni circa la consulenza prestata e le ragioni per cui essa corrisponda alle caratteristiche del cliente²⁸, può assumere un rilievo determinante sul piano probatorio in caso di controversia con l’intermediario. La dichiarazione di adeguatezza motivata in modo

²⁶ L’art. 25 prevede che nei servizi di risparmio amministrato – ossia quei servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafoglio che non rientrano nella modalità cc. dd. *execution only* – l’impresa di investimento debba richiedere al cliente le sole informazioni necessarie a informarlo sull’appropriatezza del servizio da rendere.

²⁷ La valutazione di adeguatezza è effettuata dal consulente mentre, in assenza del servizio di consulenza e di gestione di portafogli, si procede con la valutazione di appropriatezza, il cui spazio si riduce rispetto al passato. Si è inoltre ridotto l’ambito di *execution only*, in cui non vi è alcuna acquisizione di informazione e nessuna valutazione in ordine alla congruità dello strumento finanziario rispetto al profilo del cliente. Art. 24, comma 4, MIFID II e art. 43 Reg. Consob 20307/2018.

²⁸ Art. 41, Reg. Consob, n. 20307/2018.

sintetico e chiaro si presta potenzialmente ad essere utile strumento in una logica anche cross-settoriale.

La crescente pervasività della regola di adeguatezza si conferma anche con riguardo ai rapporti tra MiFID II e BRRD2: la valutazione di adeguatezza sarà infatti necessaria in caso di vendita di titoli di debito subordinati a clientela *retail*²⁹.

Le novità richiamate accentuano ulteriormente l'esigenza di tutelare il cliente, specie *retail*, al punto da fare affermare in dottrina che la valutazione di adeguatezza è una qualifica del servizio che rileva come un limite invalicabile per le parti e ha l'effetto di collocare nell'illiceità (per contrasto a norma imperativa) ogni operazione che sia inadeguata per il cliente: «l'operazione reputata inadeguata non può in alcun modo essere eseguita»³⁰.

Per questa via si giunge ad affermare che, dopo il sistema normativo dato dall'insieme delle disposizioni MiFID I e II e annessi Regolamenti, non possa più trovare facile applicazione la soluzione giurisprudenziale che preferisce la responsabilità dell'intermediario all'invalidità del contratto in caso di *misselling* per inadeguatezza, poiché il divieto posto dalla norma imperativa non riguarderebbe più un obbligo di comportamento imposto all'intermediario o al consulente che ha ad oggetto un'informazione, bensì sarebbe volto a impedire l'operazione di investimento, se e in quanto inadeguata. Il giudizio è dunque di validità dell'atto, e la nullità consegue alla violazione della norma imperativa di protezione. Tuttavia, il rimedio risarcitorio continua a trovare spazio, come si vedrà, in relazione ad altre ipotesi di violazioni contrattuali.

²⁹ ESMA, 35-42-349, *Questions and Answer on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries' topics*, 18 febbraio 2020, *Answer 6*. Inoltre, si chiarisce al § 18, che, con l'entrata in vigore di BRRD2 il prossimo 28 dicembre 2020, la valutazione di adeguatezza va condotta, indipendentemente dal tipo di servizio prestato, anche al di fuori dal *self placement*. Sul tema, A. SCIARRONE ALIBRANDI - U. MALVAGNA, *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 153.

³⁰ D. IMBRUGLIA, *Mifid II e l'adeguatezza del servizio di risparmio gestito*, in *Studium Iuris*, 2019, 862, secondo il quale, in altri termini, «la valutazione dell'adeguatezza resta "estromessa dal mondo dell'informazione" e si conferma come "preclusione insuperabile", così che, ex artt. 54.8 e 54.10 Reg. n. UE/575/2017, lo strumento finanziario scambiato all'interno di un'attività di risparmio gestito o è adeguato oppure non è».

4. Consulenza. Cenni

Qualche considerazione specifica può essere svolta con riguardo al ruolo della consulenza, che non investe la distribuzione in sé ma è di supporto alla stessa.

Obiettivo della MiFID II, si è detto, è quello sia di fornire un'informazione adeguata alla clientela, sia di “affidare” il cliente al sistema rafforzandone la fiducia³¹: con un cambio di paradigma la correttezza del consulente nella fase di collocamento³² è perciò oggi un tassello fondamentale nel mosaico delle regole di condotta³³. La scelta di MiFID II è stata nel senso di distinguere la consulenza *non indipendente* da quella resa su *base indipendente*³⁴ che, come è stato detto, «si connota per l'applicazione di presidi specifici che attengono, in particolare, alla trasparenza, agli *inducements* e ai conflitti di interessi»³⁵.

³¹ A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 36 ss.

³² Come servizio di consulenza si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione (Art. 1, comma 5 *septies*, TUF).

³³ Come è stato rilevato, «la consulenza costituisce un servizio dal potenziale alto valore aggiunto per il cliente e, al contempo, esso dà luogo a un rapporto connotato da possibili, forti asimmetrie informative, e da rilevanti rischi di conflitto di interesse». Così F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, cit., § 3.2.

³⁴ È consulenza indipendente quella in cui l'impresa di investimento: a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti e non limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento stessa, o da entità che hanno con essa stretti legami o rapporti legali o economici – come un rapporto contrattuale – tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; b) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti.

³⁵ F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, cit., § 3.2.

La spinta normativa favorevole a rafforzare gli obblighi della consulenza è stata tuttavia da più parti criticata perché espressione di un atteggiamento paternalistico³⁶ che, ad avviso di alcuni, limita il mercato potendo, come si diceva, condurre persino a precludere l'investimento se non adeguato; ma essa è coerente con la crisi ormai definitiva della concezione della razionalità perfetta degli agenti economici e dell'efficienza dei mercati e risponde alla consapevolezza di dover intervenire per correggere i *bias* cognitivi, secondo quanto suggerito dagli studi di finanza comportamentale. In qualche misura, il favore per l'attività di consulenza sembra finalizzato a fare crescere la fiducia della clientela coerentemente con l'idea del *Nudge*³⁷ secondo cui l'individuo – che agisce in modo non razionale – deve essere lasciato libero di effettuare le proprie scelte; ma la libertà è necessariamente indirizzata dalla disponibilità di set informativi adeguati, che si sostanziano in modalità idonee di presentazione delle alternative possibili tramite un *focus* delle caratteristiche dei prodotti e delle prerogative degli investitori. I più stringenti doveri che accompagnano ora la consulenza, specie indipendente, sono volti a rendere meno rischiose le scelte di investimento ma resta ferma la critica di chi ha osservato che «*it would have been better if MiFID II had not distinguished between independent and non-independent advice and had instead provided that all forms of advice should meet certain basic requirements*»³⁸. Se così fosse, la regola si presterebbe forse ad assumere valenza cross-settoriale per tutti i prodotti complessi.

5. La disciplina del conflitto di interessi. Cenni

MiFID II non ha dettato una regola di astensione per l'intermediario in conflitto di interesse con il cliente ma ha preferito imporre di

³⁶ Osserva A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 1 ss. che l'equilibrio tra regole di trasparenza e disciplina del servizio risulta alterato dall'espansione del perimetro della consulenza, operata prima dalla prassi delle *Authorities* e poi fatta propria da *MiFID II*, con l'effetto che, poiché anche un consiglio spot su un singolo strumento finanziario costituisce consulenza, si ha un sicuro spostamento del paradigma verso un modello paternalista dal momento che sempre significa assoggettare alla verifica di adeguatezza ogni operazione.

³⁷ R. H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *Nudge – La spinta gentile*, Milano, 2009.

³⁸ D. BUSCH, *Stricter conduct of business rules for investment firm*, cit., 14.

identificarli, prevenirli, gestirli e, solo se ciò non è sufficiente a evitare il *pregiudizio* dei clienti, renderli trasparenti³⁹. La disciplina europea ritiene cioè oggi preferibile una strategia regolatoria prevalentemente fondata sui requisiti di organizzazione dell'intermediario, anziché su regole di trasparenza.

Le modifiche apportate alla disciplina sul conflitto di interessi sono state definite tuttavia solo «buoni e utili chiarimenti, non vere e radicali inversioni di rotta»⁴⁰ rispetto a quanto previsto già da MiFID: la novità più rilevante è quella per cui si passa dalla sufficienza della mera gestione del conflitto di interesse alla necessità della prevenzione dello stesso.

La comunicazione ai clienti a norma dell'art. 23 comma 2 di MiFID II deve essere considerata ora come “misura estrema”, quando le disposizioni organizzative e amministrative efficaci adottate non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi dei clienti⁴¹. Il principio della *disclosure* è divenuto residuale, mentre la strada maestra è rappresentata dalla predisposizione da parte dell'intermediario di presidi organizzativi adeguati a gestire il conflitto, evitando che esso produca effetti negativi nei confronti della clientela⁴².

Questi rilievi confermano ancora una volta il forte interesse mostrato dal legislatore per le regole procedurali e lo scarso rilievo attribuito alle tecniche rimediali nella gestione del conflitto di interessi⁴³.

Dopo di che si può certamente affermare che nel sistema si trovano già le risposte al tema dei rimedi applicabili al conflitto di interessi: la giurisprudenza e la dottrina si sono ampiamente occupate del tema anche all'interno del dibattito già richiamato sulla distinzione tra regole di responsabilità e regole di validità.

³⁹ Sul tema del conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento la letteratura è amplissima perciò si rinvia, per un inquadramento generale, al recente lavoro di A. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, Napoli, 2019.

⁴⁰ M. DE POLI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, 774.

⁴¹ V. Articolo 34, comma 4, Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

⁴² M. PELLEGRINI, *op. cit.*, 593: «da qui la possibilità di mantenere un conflitto in potenza, impedendo al medesimo di tramutarsi in atto».

⁴³ D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002, 482.

Ma, al di là della soluzione sul piano dei rimedi, la via prescelta indica che la responsabilità per le conseguenze pregiudizievoli per l'investitore è in primo luogo in capo all'intermediario, dal momento che incombe su di esso la predisposizione di assetti organizzativi adeguati che consentano di prevenire – e poi, in caso, di gestire – il rischio di conflitti di interessi pregiudizievoli per la clientela.

Sullo sfondo si intravede la responsabilità da colposa organizzazione che è conseguenza dell'inadeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili dell'impresa⁴⁴. Su di essa, come si evidenzierà, ruota anche la disciplina della *Product Governance*.

L'impianto delle regole sul conflitto di interessi fondato su regole di organizzazione dell'impresa idonea a prevenire i conflitti si presta dunque ad essere utile in prospettiva cross-settoriale: non vi è dubbio infatti che perseguendo la finalità di prevenire i conflitti potenzialmente lesivi si evidenzia il legame profondo tra le regole di condotta e di organizzazione.

6. *Segue: gli Inducements*

Venendo alla specifica disciplina degli *inducements*, si prevede che in caso di servizio di consulenza⁴⁵ su base *non indipendente*, gli intermediari non possano, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio, pagare o percepire compensi o commissioni, oppure fornire o ricevere benefici non monetari a o da qualsiasi

⁴⁴ M. RABITTI, *La responsabilità da deficit organizzativo*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna 2016, 955 ss.

⁴⁵ Val la pena ricordare che solo la specifica consulenza personalizzata e relativa a un determinato strumento finanziario e a una operazione ben contestualizzata è servizio di investimento ai sensi della MiFID II, mentre non è tale né la consulenza generica, che ha ad oggetto una categoria di strumenti finanziari anziché uno specifico strumento finanziario, né la consulenza di carattere generale, che può riguardare un singolo strumento finanziario e una singola operazione ma è destinata alla diffusione tramite canali di distribuzione o alla comunicazione a un vasto pubblico. Il punto merita attenzione, come è stato rilevato, dal momento che, attualmente, la maggior parte dei servizi di *robo-advice* si presenta al pubblico come consulenza generica, il che pone il problema di stabilire in che misura si applichi la disciplina sulle regole di condotta imposte alle persone fisiche in materia di consulenza finanziaria. R. LENER, *S punti di riflessione sugli sviluppi del Fintech*, in E. CORAPI - R. LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, Milano, 2019, 10.

soggetto diverso dal cliente o da una persona che agisca per conto di questi, a meno che i pagamenti o i benefici: a) abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente; b) non pregiudichino l'adempimento dell'obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale. Il Regolamento Intermediari 20307/2018 all'art. 52 disciplina analiticamente anche le condizioni richieste per le eccezioni. Nel caso in cui esse sussistano, la norma prevede che l'esistenza, la natura e l'importo dei pagamenti nonché i meccanismi per trasferire al cliente i compensi debbano essere comunicati chiaramente al cliente in modo completo, accurato e comprensibile prima della prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio.

Qui il rimedio previsto sembra essere quello di imporre un obbligo di trasparenza in senso sostanziale, nell'accezione cioè più avanzata che di essa ha dato in altri contesti la Corte di Giustizia per assicurare la piena consapevolezza sui rischi e sulle conseguenze anche economiche e fare conseguire al difetto di trasparenza l'invalidità della pattuizione. Si tratta di una regola che si riassume nell'idea che non è sufficiente che si garantisca la chiarezza e non equivocità del testo delle clausole contrattuali, bensì deve essere chiara la conseguenza economica che dalla stessa discende⁴⁶. In questi termini e a queste condizioni, gli *inducements* possono ritenersi legittimi in quanto il dovere di trasparenza diviene un modo per la gestione del conflitto di interesse, potendosi ritenere che «si potrebbe equiparare l'aumentata qualità del servizio alla sussistenza di condizioni che, nel caso concreto, consentono di gestire adeguatamente possibili conflitti di interesse e prevenire ipotesi di *misseling*»⁴⁷. Le eccezioni al divieto escludono, per così dire, l'antigiuridicità della condotta e consentono di ritenere l'investimento adeguato, sotto questo profilo, al cliente.

Tuttavia, si è correttamente rilevato che il regime previsto, nel complesso, può rendere difficile per l'investitore provare l'avvenuta violazione da parte degli intermediari della regola di trasparenza⁴⁸.

⁴⁶ Per un esame delle ipotesi in cui la Corte di Giustizia ha fatto ricorso al concetto di trasparenza in senso sostanziale, v. M. RABITTI, *La Corte di Giustizia tra scelte di mercato e interessi protetti*, cit., 231.

⁴⁷ A. PERRONE, *Tanto rumore per nulla? Per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 2, 134.

⁴⁸ F. DELLA NEGRA, *MiFID II and Private Law*, Oxford, 2019, 86: «However, like for breaches of conflict of interest requirements, it may be very difficult for the client

Inoltre, ci si è chiesti se l'analitica esposizione dei costi relativi agli incentivi possa avere qualche utilità per il cliente *retail* o non rappresenti un eccesso di informazione controproducente, tanto più che, come è stato rilevato, «soprattutto nel mercato *retail*, l'investitore non identifica, (...) nell'intermediario, un *provider* di informazioni, ricercando, piuttosto, un interlocutore del quale potersi fidare per una decisione di investimento che non è in grado di gestire da solo»⁴⁹.

In caso di consulenza indipendente la regola si rafforza e introduce una previsione più rigorosa che trova il proprio fondamento non sulla tutela della trasparenza ma della fiducia. La Direttiva MiFID II prevede che il servizio venga remunerato direttamente dal cliente beneficiario del servizio stesso (c.d. *fee-only*). Esiste dunque un generale divieto di trattenere qualsiasi genere di incentivo, commissioni, onorari o altri benefici economici, monetari e non, pagati da terzi, in particolare dagli emittenti degli strumenti finanziari oggetto di raccomandazione. Sono eccettuati solo i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto e che non siano ritenuti in grado di pregiudicare il dovere di agire nel migliore interesse dei clienti.

In questo caso, gli *inducement* eventualmente pagati o forniti da terzi, andranno *restituiti* al cliente appena possibile e non potranno essere compensati.

Interviene, dunque, un rimedio civilistico sanzionatorio: si tratta di una tutela di carattere reale che è tipica della violazione dei doveri fiduciari perché esemplifica un'ipotesi di conflitto di interesse⁵⁰.

Sarebbe forse stato preferibile, a tutela degli investitori, estendere il regime previsto per la consulenza su base indipendente a tutti i casi, in modo da scongiurare davvero il rischio di conflitto, ma è evidente la difficile percorribilità di questa soluzione in concreto; soluzione che peraltro incontra le criticità che si legano all'accusa di paternalismo che accompagna, sotto questo profilo, la riforma MiFID II. Anche se è condivisibile la tesi che spiega la disciplina sugli *inducements* nella

to detect a breach (ie that the inducement was paid or received) and allege an infringement of these rules».

⁴⁹ M. BIANCA, *Le politiche di remunerazione ed incentivazione nella prestazione dei servizi di investimento (dopo il completamento della MiFID II)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 362, il quale richiama quanto osservato da A. PERRONE, *Servizi di investimento*, cit., 37.

⁵⁰ M. BIANCA, *op. cit.*, 366 ss.

volontà di fare concorrere regole di comportamento puntuali con le più generali regole di organizzazione che connotano la disciplina del conflitto di interessi⁵¹, si potrebbe convenire con chi osserva che tuttavia proprio: «a fronte della contemporanea presenza delle disposizioni generali sui conflitti di interesse e della regola di adeguatezza (...) giustificare una disciplina specifica degli *inducements* non appare agevole»⁵². In prospettiva *cross-settoriale* questa previsione non appare perciò determinante.

7. Product Governance e rimedi: azzardi interpretativi

La più importante novità di MiFID II è rappresentata dalla disciplina della *Product Governance*⁵³, che coniuga regole di organizzazione e regole di condotta, agendo su entrambi i versanti e definendo un ruolo di responsabilità non solo in capo al *distributor*, ma anche al *manufacturer*. Nuovi obblighi devono essere osservati già nella fase di ideazione del prodotto attraverso cui si cerca di realizzare un nuovo equilibrio tra il *Product Design* e il profilo del cliente: equilibrio che trova il suo punto di leva più forte ed estremo nel potere di *Product Intervention*, che permette alle autorità di vigilanza di vietare lo strumento finanziario se c'è ragione di farlo nell'interesse degli investitori⁵⁴.

⁵¹ F. ANNUNZIATA, *Considerazioni in merito alla disciplina dei c.d. incentivi (note a margine degli artt. 52 e 73 del Regolamento Intermediari)*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, 559.

⁵² A. PERRONE, *Tanto rumore per nulla? Per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, cit., 9.

⁵³ V. TROIANO, *La Product Governance*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II*, Milano, 2016, 214, chiarisce che: «in termini molto generali, con questa locuzione possiamo indicare quel complesso di regole, processi, operazioni e attività richieste al (e poste in essere dal) soggetto che intende realizzare, ingegnerizzare, emettere un prodotto finanziario destinato al mercato, per la sottoscrizione o la vendita. Questo soggetto, usualmente indicato come il c.d. *manufacturer* va distinto rispetto al *distributor*, e cioè il soggetto che procede all'offerta o alla vendita ai consumatori, alla clientela».

⁵⁴ V. COLAERT, *Product Intervention: Keystone of the UE Investor Protection regime*, 31 luglio 2019, in <https://www.papers.ssrn.com> che valorizza la *Product Intervention* come ultimo, ma efficace, rimedio che si attiva a condizioni molto precise solo quando tutte le altre misure indicate dalla regolazione di MiFID II e MiFIR non siano sufficienti. Con riguardo a questa misura, idonea a conformare i

Si va, in questo caso, ben oltre la trasparenza nei rapporti bilaterali tra intermediario e cliente e si introducono regole anche sulla produzione e distribuzione degli strumenti finanziari⁵⁵. Si afferma, in dottrina, che con il nuovo art. 21 comma 2 bis TUF⁵⁶ il legislatore ha determinato un “arretramento topografico” dell’intervento normativo, «non più operato solo a livello del contratto con l’intermediario, ma relativo ora al programma di attività commerciale e le relative regole organizzative: le quali subiscono un’integrazione nell’ottica della cura di una rigorosa coerenza dell’attività svolta col ruolo di razionale

prodotti del mercato, oltre che di vietarne la circolazione, F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, cit., § 3.4.6. afferma che: «il ricorso a tali estremi poteri costituisce la presa d’atto del fallimento del mercato e, allo stesso tempo, e dell’impotenza del sistema affidato alle tradizionali forme di tutela».

⁵⁵ In questo senso, A. PERRONE, *Oltre la trasparenza, Product Governance e Product Intervention*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 80.

⁵⁶ Dispone l’art. 21, comma 2 bis: «Quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all’interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all’interno del mercato target». In estrema sintesi, il *Manufacturer* deve: (i) procedere con *target market* del prodotto e indirizzare il prodotto a classi di investitori con un’analisi astratta del prodotto e del mercato di riferimento con target positivo e negativo; (ii) assicurarsi che la distribuzione avvenga all’interno del mercato di riferimento individuato; (iii) procedere a una rivalutazione periodica del prodotto. Questo insieme di cautele potrebbe ridurre le ipotesi di condotte opportunistiche e di *mis-selling*. Se non basta, *product intervention* con poteri delle Autorità di vietare il collocamento dei prodotti. Il *Distributor* deve poi: (i) sulla base delle indicazioni ricevute dal produttore, valutare il prodotto alla luce delle esigenze concrete della clientela di riferimento e procedere a identificare il mercato riferimento effettivo sia in positivo, sia in negativo; (ii) fare in modo che i prodotti siano distribuiti solo se nell’interesse del cliente; (iii) procedere a un riesame periodico dei prodotti e della strategia distributiva adottata, con obbligo di comunicare i risultati al *Manufacturer*. Si tratta dunque di un *Target Market* concreto e attuale a differenza di quello del *Manufacturer* che è astratto e potenziale.

collettore degli investimenti affidato agli intermediari nel disegno concorrenziale del mercato finanziario»⁵⁷.

Sugli effetti di questa disciplina il dibattito è acceso, anche in questo caso specie con riguardo al grado di paternalismo che la connota.

Vi è chi sottolinea che, mentre con MiFID la scelta finale se investire o meno spettava comunque al cliente, con MiFID II se il *distributor* ritiene che il cliente sia fuori dal *Target Market* non si possa concludere il contratto, anche qualora il cliente capisca e accetti tutti i rischi del prodotto⁵⁸. Per contro, vi è chi osserva che la flessibilità che contraddistingue le Linee Guida ESMA⁵⁹ sul punto, che permettono al *distributor* un margine di discrezionalità se adotta un approccio di consulenza e di gestione diversificata del portafoglio, consenta di ridimensionare l'accusa di paternalismo eccessivo⁶⁰. Nel complesso, MiFID II responsabilizza tutta la filiera, coinvolgendo il produttore senza tuttavia attenuare le responsabilità di *governance* del distributore che resta stretto tra regole di condotta stringenti e regole organizzative d'impresa, dovendo anche definire il proprio autonomo *target market* e poi procedere con la valutazione di adeguatezza, se c'è consulenza.

È stato detto che la novità della MiFID II sta: «nell'inserimento tra i parametri dell'adeguatezza degli assetti organizzativi (ai quali fa generale riferimento, come noto, l'art. 2381 comma 3), di quello specifico di cui al citato art. 21, comma 2-bis TUF, rivolto a curare la congruità finale tra prodotto e cliente»⁶¹. Si prospetta così, in teoria, in capo agli amministratori dell'intermediario che realizzi strumenti finanziari la responsabilità per inadeguata organizzazione dell'impresa, se non si predispongono in concreto procedure idonee ad assicurare l'obiettivo di legge attraverso scelte organizzative adeguate.

Resta da stabilire tuttavia se la violazione di questi nuovi doveri si proietti anche nella sfera dei diritti dell'investitore finale, legittimando

⁵⁷ Così E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 27.

⁵⁸ V. COLAERT, *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institution?*, in www.papers.ssrn.com, 2019, 20.

⁵⁹ ESMA 35-43-620, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5 febbraio 2018.

⁶⁰ A. PERRONE, *Oltre la trasparenza, Product Governance e Product Intervention*, cit., 82.

⁶¹ E. GINEVRA, *op. cit.*, 30. Sul tema si veda anche A. PERRONE, *Oltre la trasparenza*, cit., 80 ss.

una domanda risarcitoria diretta nei confronti degli amministratori dell'intermediario che ha creato il prodotto per i danni subiti. Ipotesi questa che appare remota se individualmente considerata.

Se invece si guarda alla violazione delle regole dettata da MiFID II attraverso il prisma dell'operazione negoziale, come ulteriori mere suggestioni possono immaginarsi vari scenari e nuove ipotesi di tutele per gli investitori per il caso in cui l'investimento si riveli inadeguato. Si tratta tuttavia, allo stato, di "azzardi interpretativi", che meritano una successiva e più attenta riflessione⁶².

Se, per ipotesi, *manufacturer* e *distributor* coincidono, tutta la *compliance* ricade sullo stesso soggetto e, se questo viola le regole, a qualunque livello esse operino, ne risponde a titolo di responsabilità contrattuale verso l'investitore.

Più articolato sembra essere invece lo scenario se il *distributor* non dovesse coincidere con il *manufacturer*. Qualora il *distributor* indirizzi il prodotto coerentemente con le indicazioni date dal produttore potrebbero essere entrambi responsabili del danno cagionato se il prodotto si rivela inadatto. Ma a che titolo? Il *distributor* potrebbe essere chiamato a rispondere per gli inadempimenti accertati degli obblighi connessi al servizio svolto e il produttore per l'errata individuazione del mercato di riferimento e/o coerente distribuzione del prodotto disegnato⁶³. In linea di principio, allora, potrebbe ipotizzarsi un concorso tra responsabilità diverse: extracontrattuale per il *manufacturer* e contrattuale per il *distributor*⁶⁴.

Vi è chi ritiene che la responsabilità extracontrattuale del *manufacturer* in questo caso sia conseguenza dell'istituzionalizzazione di un dovere fiduciario che incombe sugli amministratori e che si lega alla tutela degli interessi riconducibili all'art. 47 comma 2 della Costituzione⁶⁵.

⁶² Manca allo stato una compiuta riflessione sul punto. Affronta però il problema E. GINEVRA, *op. cit.*, 30: «E il punto è in particolare comprendere se ed entro quali limiti possa prospettarsi che una violazione della regola di *product governance* prima riportata, tipicamente organizzativa, possa reagire a livello contrattuale». Spunti anche in F. ADRIA, *Innovazione finanziaria, governance del prodotto e distribuzione*, in R. D'APICE (a cura di), *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Bologna, 2016, 641 ss.

⁶³ E. GINEVRA, *op. cit.*, 32.

⁶⁴ E. GINEVRA, *op. cit.*, 31 si esprime in termini di "responsabilità fiduciaria".

⁶⁵ E. GINEVRA, *op. cit.*, 32.

Più in generale, potrebbe ritenersi che il *manufacturer* risponde, in sostanza, per non avere governato i rischi connessi alla circolazione del prodotto, previsti quantomeno astrattamente in relazione al *Target Market* di riferimento. Da questo angolo di visuale, la responsabilità, in quanto responsabilità d'impresa, potrebbe essere sganciata dal principio della colpa e il principale criterio per valutare l'antigiuridicità del comportamento diverrebbe perciò quello delle qualità soggettive del soggetto agente, che esercita una funzione di tutela dell'interesse collettivo attribuito in capo a tutti gli *stakeholders*. L'ipotesi richiama la disciplina speciale sulla responsabilità del produttore⁶⁶ in relazione al prodotto difettoso, che non offre la sicurezza che il consumatore può legittimamente attendersi, indipendentemente dal grado di diligenza osservato dall'imprenditore.

Si prospetta così la possibilità di configurare la responsabilità del *manufacturer* come responsabilità senza colpa⁶⁷, con applicazione del regime previsto dalle norme sulla responsabilità del produttore con riguardo all'onere della prova e al danno risarcibile⁶⁸.

Va tuttavia considerato che le norme sulla responsabilità del produttore sono contraddistinte da un onere probatorio non facile (dovendo il danneggiato provare in modo rigoroso il nesso causale) e da una serie di restrizioni che rendono questa disciplina in molti casi inapplicabile⁶⁹. In ogni caso, la responsabilità oggettiva comunque concorrerebbe con la responsabilità contrattuale per inadempimento prevista in capo al distributore.

⁶⁶ Su cui si veda G. ALPA - M. BESSONE, *La responsabilità del produttore*, (a cura di) F. TORIELLO, Milano, 1999; R. PARDOLESI - G. PONZANELLI (a cura di), *La responsabilità per danno da prodotti difettosi: Commentario al d.p.r. 24 maggio 1988, n. 224*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1989, 497 ss.

⁶⁷ Sulla responsabilità oggettiva, per tutti P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961.

⁶⁸ D'altra parte, non va dimenticato che nel considerando n. 2 della Direttiva n. 85/374/CEE sulla responsabilità del produttore si affermava che: «solo la responsabilità del produttore, indipendentemente dalla sua colpa, costituisce un'adeguata soluzione del problema, specifico di un'epoca caratterizzata dal progresso tecnologico, di una giusta attribuzione dei rischi inerenti alla tecnica moderna».

⁶⁹ N. MATASSA, *Sub art. 6*, in AA.VV. *La responsabilità per danno da prodotti difettosi*, cit., 557.

In alternativa è possibile prospettare una tesi diversa che porta a qualificare anche la responsabilità del *manufacturer* in termini di responsabilità contrattuale, in base alla tesi sugli obblighi di protezione dei terzi secondo la quale violazione delle regole di comportamento imposte al soggetto agente – che ha una posizione qualificata anche in assenza di una diretta relazione contrattuale con la clientela – dà luogo a responsabilità per lesione dell'affidamento⁷⁰.

A ben vedere, infatti, il legislatore sembra avere soprattutto posto l'accento sull'obbligo del *manufacturer* di assicurare uno *standard* di adeguatezza degli assetti organizzativi della sua impresa che gli consenta di disegnare il prodotto in modo coerente alle esigenze della potenziale clientela. Si tratta perciò di guardare alle regole di organizzazione, individuando il parametro di diligenza applicabile nell'osservanza delle stesse regole. Sul piano del rapporto con la clientela ciò si traduce poi in mancanza nel prodotto delle qualità idonee a soddisfare la clientela, che ha confidato nella correttezza dell'*intero processo*.

In ogni caso – considerando che sul piano delle regole operative la distinzione tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale sembra essere sempre più evanescente e che la storia della responsabilità civile ha mostrato che essa costituisce fundamentalmente uno strumento essenziale per allocare perdite e distribuire risorse in base alla sensibilità del regolatore e della giurisprudenza – occorrerà attendere le prime pronunce e valutarne le conseguenze sul piano degli effetti giuridici. Nel frattempo, resta fermo che la responsabilità è esclusa per difetto del nesso causale se si accerta che la condotta pregiudizievole è attribuibile in via esclusiva al modo in cui si è effettuato il *test* di adeguatezza⁷¹.

⁷⁰ Sul tema v. C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in AA.VV., *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, Milano, 1995, 147 ss.

⁷¹ L'art. 31, comma 3, del TUF prevede che «il soggetto abilitato che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale». La norma contempla, condividendo la *ratio* con la previsione di cui all'art. 2049 c.c., un'ipotesi di responsabilità c.d. "oggettiva", che prescinde dalla sussistenza della colpa dell'Intermediario nella sorveglianza sull'attività del promotore.

Un'altra ipotesi è che il distributore effettui una valutazione critica del *Target Market* fatto dal *manufacturer* e voglia discostarsene. ESMA, negli orientamenti già richiamati del 2018, ammette certamente questa possibilità. In questo caso un problema di responsabilità si pone solo se ha torto il distributore, non potendo essere coinvolto il *manufacturer* a causa dell'interruzione del nesso di causalità. L'identificazione del *Target Market* da parte del distributore non comporta peraltro una valutazione di automatica adeguatezza rispetto allo specifico cliente, che caratterizza la fase finale del collocamento.

L'atomistica e intenzionalmente superficiale lettura fin qui condotta sul tema della responsabilità lascia tuttavia troppi interrogativi aperti che meritano una risposta attenta in altra occasione⁷².

8. Conclusioni. I limiti di MiFID II

Il quadro che si è tracciato, pur nella sua generalità, consente di prospettare alcune considerazioni conclusive relative ai due aspetti che si erano posti come oggetto di indagine in apertura. In primo luogo, l'efficienza dei rimedi previsti a tutela della clientela; in secondo luogo la valenza cross-settoriale della disciplina MiFID II nella materia finanziaria.

Quanto al primo profilo, le regole di condotta introdotte da MiFID II, come è stato osservato dalla dottrina, sono divenute più granulari e prescrittive e gli ambiti di autonomia organizzativa dei soggetti vigilati sono ora loro sottratti e disciplinati direttamente dal legislatore⁷³. Così facendo si sono ridotti però progressivamente gli spazi dell'autonomia privata⁷⁴, che viene sempre più indirizzata dalla regolazione che

⁷² Tra i molti problemi, ad esempio, assume rilievo non solo teorico quello della *quantificazione del danno* che si pone non tanto verso l'esterno quanto rispetto alla ripartizione interna tra corresponsabili.

⁷³ F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, cit., 37.

⁷⁴ E. GINEVRA, *op. cit.*, 28 afferma che: «all'interno di un tale modello il contratto perde del tutto quella centralità che gli è stata modernamente attribuita nel contesto della impostazione liberale e neo-liberale, per diventare la punta periferica di una determinazione la quale trova riconosciuto invece il suo cuore nella definizione delle regole organizzative dell'attività, nelle scelte cioè assunte dall'imprenditore all'interno del programma di combinazione dei fattori produttivi e in coerenza con quello. L'autonomia negoziale, pertanto, non scompare, ma assume il ruolo – davvero

persegue, anche in questo modo, l'efficienza del mercato attraverso meccanismi di riequilibrio di tutte le asimmetrie che, fisiologicamente o patologicamente, lo contraddistinguono. Anche chi è chiamato a decidere delle controversie insorte ha un margine di discrezionalità limitato alla verifica in concreto dell'avvenuto rispetto di regole di governo del rapporto dettate dal legislatore o dalle Autorità di Vigilanze.

La *compliance* alle prescrizioni normative e regolamentari diventa, per l'effetto, molto onerosa, ma non necessariamente risolutiva. Sembra trovare anche qui piena applicazione la scelta che ha contraddistinto negli ultimi anni la legislazione settoriale, quella cioè di fare prevalere la regolazione di dettaglio alla regolazione per principi, che garantisce invece la proporzionalità e la flessibilità necessaria al funzionamento delle stesse regole.

Il progressivo svuotarsi dell'autonomia contrattuale comporta poi che le tutele si spostino di piano, passando da quello che pone al centro la tutela individuale successiva a quello della *Governance* dell'impresa e del prodotto. *Governance* che si conforma a norme sostanzialmente pubblicistiche e finalizzata alla prevenzione dei rischi d'impresa, nell'idea che sia in questo passaggio anticipatorio della tutela la risposta più adeguata alla salvaguardia dei diritti degli investitori.

Seppure ciò appaia vero e l'intervento operato utile e necessario, esso non basta o diviene controproducente se giunge al punto da sostituire l'autonomia privata.

Nel complesso, l'intervento regolatore è evidentemente volto a rafforzare la protezione del consumatore, ma il bilanciamento tra interessi diversi, ugualmente meritevoli, non sembra ben riuscito. Funzionano, in parte, le regole sul conflitto di interessi e quelle sulla *Product Governance*, nella misura in cui attribuiscono all'intermediario un margine di discrezionalità nelle scelte degli assetti organizzativi più efficienti a perseguire gli obiettivi normativi e sono in linea di massima utilizzabili anche per tutelare gli investitori di prodotti complessi; convincono meno, invece, per le ragioni su esposte, le regole di condotta troppo puntuali. È il caso della disciplina poco lineare dettata,

ben più ridotto che in passato – di segmento collocato all'interno e ai confini del processo di realizzazione dell'attività programmata, di motorino periferico utile (solo) per l'effettiva e concreta attrazione al contesto produttivo di risorse astrattamente prefigurate altrove, ossia in sede di determinazione autoregolamentare».

ad esempio, per gli *inducements* o della disciplina sulla trasparenza sui costi, i cui limiti sono particolarmente evidenti sia, come si è detto, perché eccessivamente onerosa e inutilmente gravosa anche per chi riceve tante informazioni in forma sia analitica sia aggregata, sia perché non “esportabile” qualora si volesse abbracciare la prospettiva di una regolazione cross-settoriale in materia finanziaria.

Inoltre, il fatto che alcune regole prescrittive siano state dettate in seguito alla crisi finanziaria per rispondere a esigenze di tutela di categorie di soggetti le cui aspettative sono state tradite rischia di non renderle adeguate a gestire un'altra crisi economica che abbia natura o carattere diverso. In altre parole, regole eccessivamente mirate si scontrano facilmente con la complessità della realtà e, in genere, per mancanza di duttilità non si prestano poi a rispondere in modo efficiente al manifestarsi di altre crisi finanziarie o economiche che modifichino il contesto economico in cui esse sono chiamate a operare⁷⁵.

Anche in prospettiva rimediabile, nel silenzio delle norme, la “granulosità” delle regole dettate in materia di valutazione di adeguatezza induce dottrina e decisori a dare spazio crescente in caso di *misseling* al rimedio della nullità in luogo di quello del risarcimento del danno nell'ipotesi di violazione della regola imposta; la nullità diviene una sanzione per l'inadempimento dell'intermediario che non viola solo una regola di condotta ma pone in essere un atto negoziale che lede interessi pubblicistici.

Si ha l'impressione che questa pubblicizzazione del diritto privato economico sia compatibile solo con una regolazione per *silos* verticali e in un'ottica di forte conformazione dell'attività privata da parte del regolatore più che del mercato.

La *Product Intervention*, ad esempio, incide sull'autonomia privata e, ancor prima, sull'iniziativa economica privata, al punto da vietare il prodotto quando reputato dall'*Authority* intrinsecamente inidoneo al *Target Market*. Intervenire a tutela degli interessi della clientela laddove il prodotto non sia in grado di garantire lo *standard* minimo di qualità⁷⁶, inteso come l'idoneità a soddisfare le utilità che il mercato ragionevolmente si attende di ritrarre dallo stesso prodotto è, come si è

⁷⁵ Vedi *infra*, § 9.

⁷⁶ Sul tema, v. E. BELLISARIO, *Sicurezza e Qualità, Introduzione*, in G. ALPA - L. ROSSI CARLEO (a cura di), *Codice del Consumo. Commentario*, Napoli, 2005, 673 ss.

detto, un principio riconosciuto⁷⁷ e, a conferma di ciò, nel diritto positivo esistono diverse previsioni che tutelano l'aspettativa tradita: basti pensare, oltre ai diversi rimedi risarcitori, alle norme codicistiche sulle garanzie nella vendita in generale, alla disciplina consumeristica delle garanzie nella vendita dei beni di consumo. Ma qui si tratta di altro: non di individuare *ex post* un sistema di rimedi, che si è visto potranno comunque essere invocati ove sia necessario; ma di investire l'Autorità di vigilanza del compito di stabilire quale sia la soglia oltre la quale l'interesse dell'impresa a creare nuovi prodotti, tutelata dalla combinazione dell'art. 41 comma 1 Cost. e dell'art. 1322 c.c.; non possa più trovare spazio perché il prodotto non supera la valutazione di meritevolezza, non in quanto inutile sotto il profilo causale, ma perché in contrasto con il limite dell'utilità sociale⁷⁸.

L'impostazione analitica di MiFID II non appare neppure, *prima facie*, del tutto compatibile con il nuovo approccio della Commissione Europea, anche se in materia di *Digital Market* e non di *Capital Market*, che intende promuovere una regolazione: (i) cross-settoriale, (ii) che si basa su una regolazione per regole generali e ne affida l'applicazione ai singoli stati membri e dunque alle autorità nazionali competenti (ANC), (iii) che limita gli oneri *ex-ante* per rafforzare invece i profili di responsabilità e dunque gli interventi *ex post* in caso di violazioni.

Dunque, in vista della prossima emanazione di MiFID III⁷⁹, una rivisitazione della disciplina in chiave di semplificazione delle regole e

⁷⁷ U. MALVAGNA, *Clausola di "riaddebito" e servizi di pagamento. Una ricerca sul rischio d'impresa*, Milano, 2018, 174, osserva che: «L'esistenza di un livello minimo di qualità imperativamente preteso dall'ordinamento privatistico pare già indicata, nel suo nucleo concettuale minimo e basilico, dal rilievo per cui il prodotto dotato di caratteristiche materiali ovvero normative tali da renderlo totalmente inidoneo a soddisfare gli scopi pratici, che determinano la clientela ad accedere a quel dato prodotto, realizza – in assenza di un intervento eteronomo di ordine correttivo – una dinamica che si pone in contrasto, prima ancora che con la specifica normativa primaria d'impresa eventualmente applicabile al rapporto *ratione materiae*, con il dato costituzionale».

⁷⁸ Sui limiti della libertà dei privati nel rapporto con l'ordinamento e sul riparto di competenze tra ordine giuridico e autonomia privata vedi, per tutti, M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano, 1975, *passim* e spec. 80 ss. sul concetto di utilità sociale.

⁷⁹ La Commissione Europea ha avviato una consultazione in aprile 2020 volta a valutare il funzionamento del regime di MiFID II nell'ambito delle iniziative previste

di affermazione di principi sarebbe auspicabile, con un arretramento dell'intervento minuto del regolatore che dia nuovo spazio all'autonomia privata.

Scegliere un approccio cross-settoriale, con principi generali e regole trasversali, è auspicabile per diverse ragioni: (i) consente di creare un *Common Playing Field* in cui definizioni, concetti, regole si prestano a regolare fenomeni che dal punto di vista economico sono simili, con norme comuni che sono preposte alla tutela di interessi omogenei; (ii) facilita l'educazione finanziaria, dal momento che semplificazione e comunanza di regole fondate su principi si prestano ad avere maggiore stabilità nel tempo; (iii) è compatibile con l'evoluzione tecnologica, che pone problemi nuovi e difficilmente prevedibili e comunque non riconducibili a categorie e istituti esistenti; (iv) evita arbitraggi regolatori e arbitraggi sulla vigilanza. Quest'ultimo aspetto, in particolare va oggi attentamente riflettuto. Il riparto di competenze tra *Authorities* è infatti un altro tema critico che, come si è detto, stenta a trovare una risposta nel sistema; talvolta, anzi, ci si trova a giocare al *sudoku* per stabilire a chi spetti la competenza tra autorità indipendenti che non è indicata in modo inequivoco dalla norma e viene definita quindi per principi; diversi evidentemente, a seconda delle istanze e delle autorità che la reclamano⁸⁰.

Forse, in prospettiva, si potrebbe rovesciare il guanto e ripensare l'approccio regolatorio riducendo gli interventi normativi sulla *compliance* ma accompagnando questa scelta sul piano regolatorio a un

per l'Unione dei Mercati di Capitale dall'Agenda per la finanza digitale e per la finanza sostenibile.

⁸⁰ L'incertezza nasce dall'autonomia dell'evoluzione normativa europea rispetto al riparto delle competenze, che è definito invece in ambito nazionale e con quella è sempre meno coerente, anche in ragione dell'assenza di una scelta definitiva tra i due modelli regolatori (cross-settoriali o per *silos*) in funzione dei quali la competenza delle autorità va definita. Il problema è particolarmente evidente, ancora una volta, con i prodotti misti o complessi. Si pensi solo, a titolo esemplificativo, che per i prodotti IBIPS, il documento di consultazione promosso da Consob e Ivass prevede che la vigilanza sia diversificata tra Consob e Ivass per la POG (processo organizzativo sul prodotto) e per le regole di distribuzione a seconda dei canali di distribuzione utilizzati. Così, ad esempio, se l'IBIPS è distribuito dalle banche la vigilanza spetterà a Consob, mentre il controllo spetterà all'IVASS in tutti gli altri casi; così come, con riguardo all'informativa precontrattuale, la vigilanza sul KID.

rafforzamento della responsabilità ex post dell'intermediario che non abbia agito nel perseguimento del miglior interesse del cliente. Dunque, occorre creare un sistema di regole di carattere orizzontale e flessibili e affiancargli un regime di responsabilità rafforzata per le imprese.

Occorre però, al contempo, evitare che questa modalità di procedere possa tradursi in un “inciampo all’indietro”, che riduca le tutele faticosamente conquistate dalla clientela nella distribuzione. A tal fine, può essere opportuno completare l’intervento con un ripensamento *dell’enforcement* della Vigilanza, assicurando alle Autorità gli strumenti necessario per monitorare i fenomeni e sanzionare i comportamenti scorretti; in tal modo prevenendo il rischio che l’arbitraggio si sposti dalla scelta della norma applicabile alla scelta della vigilanza, ove esistano forbici diverse.

9. Postilla: La MiFID II non supera il test COVID-19

Nelle more della pubblicazione di questo contributo, lo scenario in cui ci si muove è radicalmente cambiato per effetto della crisi pandemica in corso. Una crisi sanitaria, che colpisce l’economia in un modo diverso e più drammatico di quanto non sia accaduto con le pur pesante crisi finanziaria dello scorso decennio. Il prevedibile impoverimento di un’ampia categoria di risparmiatori induce a interrogarsi sul sistema delle tutele previsto da MiFID II che non è disciplina indifferente a questa crisi, anche solo per la ragione che nessuna disciplina può dirsi insensibile ai cambiamenti in atto.

In particolare, come è stato detto, i processi distributivi dei prodotti finanziari concepiti prima del Covid-19 dovranno essere ripensati in considerazione delle nuove esigenze della clientela: così per la *product governance* e così per la fase più strettamente distributiva⁸¹. I test di

⁸¹ F. ANNUNZIATA, *La distribuzione di prodotti di investimento e l'emergenza sanitaria. Una proposta.*, in *dirittobancario.it*, 4 maggio 2020, afferma: «Come sta accadendo in molti altri settori, legislatori, regolatori e Autorità di vigilanza dovrebbero fornire indicazioni sulla gestione dell’inevitabile processo di revisione di product governance e di adeguatezza/appropriatezza nella fase dell’emergenza, e anche nel periodo che seguirà alla fine dell’emergenza stessa. Andrebbero, in particolare, valutate opzioni che consentano agli operatori di gestire l’inevitabile complesso processo di revisione dei loro processi fruendo di un periodo transitorio

adeguatezza dovranno essere per molte categorie di soggetti nuovamente effettuati alla luce del criterio della tolleranza al rischio, i consulenti finanziari dovranno orientare la clientela nelle scelte avendo riguardo alle esigenze di liquidità e di investimento, e via discorrendo. Questo processo «richiederebbe, a tacer d'altro (i.e. organizzazione, costi, etc..), tempi molto probabilmente incompatibili o addirittura impeditivi del rispetto dell'obbligo generale di ricercare il miglior interesse della clientela, cui gli intermediari sono comunque tenuti in ragione della disciplina in commento. Anche in questo ambito, in definitiva, si dovrebbe prendere atto che una disciplina scritta in contesti di mercato normali richiede giocoforza adattamenti e ribilanciamenti in condizioni straordinarie, e che la gestione della fase di crisi richiede misure straordinarie. Che sia una sfida per il sistema, e per i regolatori, è indubbio, ma ci pare un compito al quale non ci si può sottrarre»⁸².

Questa condivisibile constatazione chiama regolatori e interpreti a un nuovo ineludibile impegno, evidente e urgente. Tuttavia, il rilievo che la puntigliosità delle regole di organizzazione e di condotta imposte da MiFID II renderebbe particolarmente gravosa la prestazione di servizi di investimento – in quanto non appare possibile svolgere la valutazione dei rischi sulla base delle informazioni che devono essere assunte e fornite, in un contesto di incertezza e di imprevedibilità – induce a due considerazioni finali.

La prima è che questa situazione mostra con palese evidenza quanto sia necessaria una regolazione cross-settoriale della materia basata su regole orizzontali ed elastiche piuttosto che la regolazione per *silos* verticali che, con le regole granulari, rende la *compliance* non tempestiva né agevole in caso di necessità di accelerazione dei processi.

La seconda è che proprio la necessità di intervenire in urgenza può essere anche un'opportunità per il regolatore per introdurre disposizioni

adeguato, introducendo disposizioni dal tenore analogo agli interventi che stanno interessando altri settori del diritto dell'economia, e che portano a riconsiderare, sospendere, rinviare istituti anche ben consolidati. I criteri posti alla base dei processi di product governance e di adeguatezza andrebbero integrati per tener conto della straordinarietà della situazione, e dei nuovi elementi di valutazione che ne derivano, fruendo di un periodo adeguato di *grandfathering*».

⁸² Ancora, F. ANNUNZIATA, *La distribuzione di prodotti di investimento e l'emergenza sanitaria. Una proposta.*, cit.

che si adattino a fare fronte alle nuove esigenze del mercato, ma che rispondano già sul piano della tecnica di redazione alla logica cross-settoriale.

Su un piano più generale, sebbene sia vero che le regole molto puntuali si giustificano, in questa occasione più che mai, in considerazione dell'eccezionalità delle circostanze e del fatto che, molto spesso, l'applicazione di esse è rimessa non al giudice ma alle Autorità di Vigilanza e che esse hanno un margine ridotto di discrezionalità nell'attuarle (anche in ragione del "principio dei poteri attribuiti"); è altresì vero che perseverare con una tecnica che mostra con evidenza i suoi limiti e richiede continui adattamenti, porta a mettere in discussione il metodo prescelto dei *silos* normativi settoriali anche in questo frangente, dal momento che il diritto dei mercati non è fatto di monadi ma richiede un'attenta analisi di come ogni nuova regola impatti sulle altre. In questa prospettiva le strade percorribili sembrano essere due: o si attribuisce oggi maggiore discrezionalità alle Autorità nell'applicazione della disciplina vigente con gli evidenti rischi che tale soluzione comporta; oppure si punta a introdurre poche regole cross-settoriali, redatte facendo ricorso a clausole generali⁸³ e a principi che aiutino le stesse Autorità a fare ricorso alla discrezionalità tecnica che è loro attribuita ma che, se ispirate dai principi di proporzionalità, si prestino a garantire al meglio i diversi molteplici interessi protetti e ad assicurare anche, nei limiti del possibile, uniformità e prevedibilità del diritto⁸⁴.

⁸³ Sul complesso uso delle clausole generali nel sistema, si veda, tra i molti autorevoli interventi, M. LIBERTINI, *Ancora a proposito di principi e clausole generali, a partire dall'esperienza del diritto commerciale*, in F. RICCI (a cura di), *Principi, clausole generali, argomentazione e fonti del diritto*, Milano, 2018, 161 ss.

⁸⁴ Tema ampiamente trattato da N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016.