

*I NUOVI SCENARI DELL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA*

*LE REGOLE EUROPEE IN MATERIA  
DI RISPARMIO INVESTITO*

Brunella Russo

*Sommario:* 1. Brevi note introduttive. – 2. L'attivazione di iniziative in materia di educazione finanziaria. – 3. La regola della trasparenza nella MiFID2 e la nuova figura del consulente indipendente. – 4. La valutazione di *adeguatezza* nell'orientamento giurisprudenziale. – 5. La *compliance* nei sistemi di governo e controllo delle imprese d'investimento. – 6. Il ruolo delle agenzie di *rating* nella gestione dei conflitti d'interesse. – 7. Conclusioni.

*1. Brevi note introduttive.*

La legislazione sui mercati e sulle attività finanziarie si caratterizza per la previsione di precise regole di comportamento, volte ad indirizzare l'attività dei soggetti, abilitati all'esercizio dei servizi di investimento, verso un elevato grado di trasparenza nei rapporti contrattuali tra le parti.

Le vicende legate all'entrata in vigore della nuova normativa comunitaria, sono oramai note ai più. A distanza di quasi cinque anni dal provvedimento di recepimento della direttiva MiFID nel nostro ordinamento giuridico (d. lgs. n.164/07) un primo bilancio che si può trarre dall'intero riordino della disciplina, riguarda, senza dubbio, la particolare attenzione riservata agli investitori, i quali godono oggi di una maggiore protezione dei propri interessi patrimoniali rispetto al passato.

Non a caso, nell'impianto regolatorio della direttiva in oggetto, si è attribuito agli obblighi informativi e di condotta un ruolo di assoluta preminenza nei confronti di ogni altro aspetto della disciplina, e ciò in ragione principalmente della

complessità dei beni oggetto di negoziazione che li rende pressoché inafferrabili per la clientela comune. Da qui, la predisposizione di una serie di obblighi a carico degli intermediari finalizzata a ridurre il più possibile situazioni di asimmetria informativa, cui ha fatto seguito la necessità, del tutto nuova se rapportata alla precedente regolamentazione, di classificare il rischio connesso all'operazione finanziaria in modo puntuale e maggiormente rispondente alle esigenze degli investitori.

Per il raggiungimento di tale obiettivo (e quindi per non scoraggiare l'afflusso del risparmio nel comparto mobiliare) è stato necessario imporre agli operatori del mercato regole di comportamento ritenute indispensabili, volte a prevenire non solo l'instaurarsi di situazioni di conflitto di interessi e la manipolazione delle contrattazioni responsabili del cattivo funzionamento del mercato, ma anche tutte quelle situazioni di pericolo dovute all'instabilità e all'insolvenza di un operatore finanziario, con conseguente ripercussione sull'intero sistema dell'intermediazione e sul suo regolare funzionamento.

A tal proposito, e solo per inciso, va ricordato come prima dell'introduzione della direttiva definita di "secondo livello", le regole di condotta degli intermediari variavano in ragione della diversa e variegata normativa dei Paesi appartenenti all'area comunitaria, quale inevitabile conseguenza del ridotto grado di armonizzazione della Direttiva 93/22/CEE, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

Oggi, invece, si è in presenza di una legislazione più incisiva e dettagliata in materia, tesa a perseguire obiettivi di massima armonizzazione per la creazione di un mercato finanziario integrato, laddove il complesso di garanzie sulle quali si fonda la protezione degli interessi degli investitori risulta essere, ancora una volta, l'elemento principale, che trova spazio in un contesto più ampio di rafforzamento dei doveri di trasparenza *pre* e *post* contrattuale posti in essere dall'intermediario.

In questa situazione di profondo rinnovamento della disciplina e dei mercati si innestano le riflessioni oggetto di siffatta analisi, il cui obiettivo ultimo è quello di approfondire i contenuti disciplinari del lungo processo di adattamento della MiFID, non scevro di contrasti, o se si vuole, in qualche caso, di ripensamenti (data l'eterogeneità dei diversi sistemi economici) al fine di coglier quello che in realtà è cambiato non solo per i protagonisti principali della finanza, quali gli investitori, i risparmiatori, i mercati, ma anche, e non ultime, per tutte quelle categorie di soggetti *a latere* che svolgono, tuttavia, una funzione determinante nelle dinamiche di mercato; basti pensare alla figura del broker, ai consulenti, ai gestori ed analisti finanziari, per citare qualche esempio.

Si tratta, dunque, come si può ben capire, di una rivoluzione, come spesso è stata definita, “epocale” che riguarda chiunque abbia a che fare con il mondo degli investimenti, sia in quanto utente, sia in quanto “addetto ai lavori”. Pertanto, l’imposizione degli obblighi di condotta a carico dei soggetti abilitati, che si sostanziano prevalentemente nella doverosità di fornire alcune importanti informazioni al cliente e il contestuale rafforzamento dei modelli interni di controllo e di promozione della *compliance*, ha richiesto agli stessi un adeguamento, in tempi brevi, delle proprie strutture organizzative e patrimoniali più oneroso, contrariamente a quanto prescritto nella preesistente legislazione in materia.

Non mancherà, dunque, nell’ottica appena accennata, un particolare richiamo ai tempi e ai modi con i quali la normativa europea è stata introdotta ed applicata nell’ordinamento italiano, in quanto offrono un segnale di come il legislatore interno abbia risposto al cambiamento, pubblicando in *extremis* (30 ottobre del 2007, mentre la vigenza della direttiva in Italia porta la data dell’1 novembre dello stesso anno) le disposizioni attuative della direttiva, ma anche, e soprattutto, poiché si affida quasi del tutto alla regolamentazione secondaria emanata dalla Consob e dalla Banca d’Italia (due nuovi Regolamenti Consob, uno in materia di intermediari e un altro di mercati, e altrettanti di Bankitalia e Consob congiuntamente, relativi alle materie sottoposte alla disciplina congiunta di loro competenza) la portata normativa della MiFID, quale chiara conseguenza di una rinnovata architettura del sistema di vigilanza degli intermediari, che si è tradotta, come si può arguire, in una precisa scelta di attribuire vasti poteri regolamentari agli organi di controllo in questione, di gran lunga superiori rispetto al passato.

L’ulteriore richiamo alla codicistica civile, nella quale è da ricercare il rinvio generale ai codici di comportamento (correttezza e buona fede) di cui parla la direttiva in oggetto, costituisce un rafforzamento di quelle regole comportamentali – poi prescritti e ampliati per gli intermediari che prestano servizi d’investimento, nell’alveo disciplinare dell’art.21 del TUF – per effetto del quale la condotta secondo diligenza, correttezza e trasparenza, dev’essere intesa nell’esclusivo interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati. Regole comportamentali, peraltro, rese più puntuali di quelle precedenti da un aggiuntivo dovere di valutare lo specifico servizio d’investimento proposto secondo i principi di *adeguatezza* e *appropriatezza*, di matrice comunitaria.

In buona sostanza, l’intermediario nell’offrire i servizi d’investimento ( si pensi, ad esempio, alla consulenza o alla gestione di portafogli), viene a svolgere un ruolo fondamentale di supporto nelle scelte del singolo risparmiatore, dal momento che pone quest’ultimo nella condizione di assumere decisioni

consapevoli in merito al proprio risparmio. Pertanto, la raccolta di informazioni sulle caratteristiche dei clienti, essenziale per identificare il profilo di rischio e per valutare se la prestazione dei servizi è «*adeguata*» o «*appropriata*», costituisce una dei principali impatti operativi per gli intermediari, presenti nell'impianto MiFID.

Ai fini di una maggiore comprensione dell'argomento trattato è stato necessario, inoltre, fare riferimento al tema della *know your customer rule*, ovvero alle informazioni che l'intermediario è tenuto ad acquisire dal cliente sulla sua propensione al rischio e sulle sue attitudini ad investire in strumenti più o meno pericolosi.

Una considerazione a parte merita la fattispecie del conflitto di interessi, soprattutto in relazione alle recenti e significative innovazioni cui è stata sottoposta la sua disciplina.

E' ben noto come la gamma sempre più ampia di attività, che gli intermediari esercitano simultaneamente, abbia aumentato la possibilità che possano verificarsi conflittualità tra tali attività e gli interessi dei clienti investitori. Al riguardo, è sufficiente considerare che spesso attività e servizi d'investimento sono svolti nell'ambito di complessi conglomerati bancari, finanziari ed assicurativi, aventi sede in diversi Paesi, situazione questa che spesso non consente il funzionamento ottimale dei flussi informativi tra intermediario e cliente.

L'importanza di siffatto argomento assurge ad una posizione di rilievo nell'ambito dell'intera disciplina dei mercati, poiché è dato constatare uno scollamento della posizione del legislatore italiano, rispetto a quello comunitario, nel momento in cui nei confronti di situazioni di conflitto – che possono sopraggiungere nei rapporti contrattuali tra il cliente e il soggetto intermediario – impone agli operatori di «*ridurre al minimo i conflitti*», piuttosto che «*sforzarsi di evitarli*», o addirittura «*prevenirli*», come, invece, più drasticamente richiesto dalla direttiva MiFID.

Inoltre, la ben nota espressione «*risolvi i conflitti o comunque gestiscili*» coglie il senso che nel rinnovato impianto normativo si vuole attribuire alla questione del conflitto d'interesse, secondo cui tali situazioni pregiudizievoli andrebbero preliminarmente identificati e, quindi, gestiti, mediante idonei presidi volti a tutelare la posizione patrimoniale di colui che investe.

Non meno importante, a questo proposito, risulta essere la posizione assunta dall'azione di consulenza delle agenzie di *rating* sul collocamento dei prodotti finanziari nelle diverse piattaforme di negoziazione. Le considerazioni che seguiranno, avranno, dunque, lo scopo di mettere in luce le responsabilità ad esse ascritte in tutte quelle situazioni di conflitto sia a monte che a valle, regolate dal

complesso delle disposizioni legislative emanate dalla Comunità europea nel 2009.

Sempre in tema di responsabilità, nel caso particolare dell'intermediario che non ottempera agli obblighi di condotta, tale questione è tornata prepotentemente alla ribalta, negli ultimi anni, in conseguenza degli importanti scandali finanziari che hanno interessato il nostro Paese con inevitabili ripercussioni anche in ambito internazionale.

L'argomento che per la vastità dei risvolti giuridici richiederebbe certamente una sede più appropriata, va, tuttavia, attenzionato proprio in relazione al fatto che tra gli obblighi imposti all'intermediario, quello di conoscere il proprio cliente costituisce, senza dubbio, uno dei principi cardine intorno al quale si snoda l'intera evoluzione della disciplina MiFID.

E' parso, dunque, interessante porre l'accento sulla posizione del soggetto in questione sotto una duplice angolazione. Da un lato, l'analisi dei vari rimedi civilistici esperibili dal risparmiatore, nonché di alcune azioni promosse da investitori ripetutamente vittime di fenomeni del c.d. "risparmio tradito", che, per economicità di trattazione, si rimanda alla valutazione critica della letteratura di riferimento; dall'altro, la posizione assunta dalla Cassazione, la quale è intervenuta a dirimere il contrasto giurisprudenziale sorto attorno alle conseguenze derivanti dalla violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario.

## *2. L'attivazione di iniziative in materia di educazione finanziaria.*

L'informativa da rendere alla clientela costituisce uno dei temi principali in ambito finanziario, la quale si arricchisce di un nuovo tratto distintivo costituito dal generale diritto all'educazione finanziaria, posto come l'informazione di cui trattasi non equivale a mera comunicazione, ma identifica un'attività comunicativa funzionale alla conoscenza dei termini dell'operazione economica, in un'ottica di maggiore consapevolezza del consumatore nei confronti del risparmio investito<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> In tal modo si esprime G. GRISI, voce *Informazione (Obblighi di)*, in *Enc. Giur. Treccani*, vol. Agg., XIV, Roma, 2006, 4 e ss.

Una siffatta angolazione del problema, pone l'interprete di fronte all'interrogativo circa la natura e le modalità d'individuazione dei criteri, emanati dalle disposizioni di legge e regolamentari, attraverso i quali è possibile giungere ad un grado di conoscibilità sia dell'attività degli intermediari che dei servizi da essi offerti.

Per la verità, l'argomento trattato non risulta nuovo per il nostro ordinamento, ma affonda le sue radici nel più articolato principio di tutela del consumatore, contenuto nel novellato Codice del Consumo del 2005, allorquando il legislatore identifica l'educazione in parola nella predisposizione di tutte quelle notizie, dati e comunicazioni (fornite dall'intermediario) idonee a favorire nel soggetto consumatore di servizi finanziari una capacità di cogliere benefici e costi legati all'operazione d'investimento.

Sulla scia di quanto asserito, potremmo ritenere, allora, che una maggiore trasparenza nell'informativa, dovrebbe poter consentire al soggetto di chiarire qualsiasi zona d'ombra e d'incertezza legata alle proprie scelte di consumo. Parimenti, l'informazione dovrà essere in grado di sviluppare un senso di "autoresponsabilità" del destinatario dell'oggetto della negoziazione, in vista della formazione di una corretta volontà contrattuale<sup>2</sup>, di cui si assumerebbe, in buona sostanza, tutti i rischi dell'investimento compiuto.

La posizione assunta dal legislatore domestico – cui si è affiancata una normativa comunitaria piuttosto puntuale – ha, dunque, dato vita ad un'enorme diffusione di regole relative all'informazione, giustificate, in prima istanza, dalla necessità di porre in essere validi rimedi in relazione alla disparità di posizioni contrattuali tra i soggetti, con conseguente finalità di rendere possibile una concreta partecipazione attiva dell'investitore nel processo di determinazione dei propri impieghi, sul presupposto che il perseguimento di questo risultato non può

---

Per una panoramica sulla disciplina dell'informazione, si veda, più dettagliatamente, G. GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento: tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 102 e ss.; F. DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MIFID. Compliance, autorità di vigilanza e conflitti di interesse*, Ipsoa, 2009, 172 e ss.

<sup>2</sup> Il tema dell'informazione, proprio in relazione ai risvolti giuridici che la disciplina presenta, non dev'essere circoscritta alla sola intermediazione finanziaria quanto a settori come quello bancario ed assicurativo ugualmente interessati dalle disposizioni in *subiecta materia*, anche se in essa tale profilo presenta delle caratteristiche particolari del tutto giustificate dalla peculiarità del mercato in parola, rispetto ad altri ambiti settoriali.

In questo senso si muove M. TRIFILIDIS, *L'educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, n.2/2009, 58; sul punto si veda anche L. ROSSI CARLEO, *Commento sub art.4*, in *Commentario al Codice del consumo*, di G. Alpa e L. Rossi Carleo (a cura), Ed. Scientifiche Italiane, 2005.

prescindere dall'acquisizione, da parte del contraente debole, della conoscenza esatta dei termini della contrattazione. Soprattutto nei contratti connotati da asimmetria informativa, e quindi nei contratti stipulati con il consumatore, il concetto di trattativa – ovvero il momento in cui confluiscono le volontà delle parti contraenti – si scolora, dando maggior vigore alla correlazione sussistente tra il momento precontrattuale e il contratto.

E' facile comprendere, allora, come nel contesto giuridico-economico degli anni più recenti, interessato dalle ben note crisi e scandali finanziari, abbia fortemente inciso una progressiva trasformazione delle finalità di tutela indicate dalla direttiva *de qua*, lasciando sempre più spazio alla diffusione, anche in Italia, di quella cultura dell' "educazione finanziaria del risparmiatore"<sup>3</sup>, già ampiamente presente in ambito internazionale, la cui precipua finalità è da individuare in un rafforzamento della capacità di autotutela dell'investitore (soprattutto con riguardo al rapporto contrattuale con l'intermediario) e nella maggiore conoscibilità dei prodotti finanziari (specie di quelli strutturati) oggi offerti sul mercato. Sintomatico di questo nuovo connubio informativa/educazione è la previsione legislativa contenuta nella regolamentazione di rango secondario, allorquando l'autorità di controllo individua nel consumatore quel soggetto in grado di assumere autonomamente le proprie scelte d'investimento e di farsi carico delle relative conseguenze<sup>4</sup>.

Tra l'altro, l'esigenza di "educazione finanziaria" è globalmente cresciuta, quale effetto dello sviluppo dei mercati finanziari e dei cambiamenti demografici, economici e politici, a tacere dell'incremento esponenziale dell'offerta sul mercato di prodotti finanziari sempre più complessi ed articolati. In particolare, la maggior propensione all'indebitamento delle famiglie, l'allungamento delle aspettative di durata della vita, i cambiamenti nei regimi pensionistici sono i principali fattori che spingono verso una crescita delle conoscenze dei singoli individui in materia finanziaria, dettati da una reale difficoltà da parte della clientela – che nella generalità dei casi non corrisponde al paradigma del "risparmiatore consapevole" – di percepirne con chiarezza i reali profili di rischio e di rendimento.

---

<sup>3</sup> Per maggiori ragguagli sulla disciplina in parola, si veda, in particolare, lo studio dal titolo *L'educazione finanziaria in Italia. La prima misurazione del livello di cultura finanziaria degli italiani*, 2008, reperibile sul sito [www.ambrosetti.eu](http://www.ambrosetti.eu), citato da M.T. PARACAMPO, *Il ruolo dell'educazione finanziaria nelle recenti discipline del mercato finanziario*, in Studi in onore di U. Belviso, vol. III, Cacucci, 2011, 1693 e ss., cui si rinvia.

<sup>4</sup> Cfr., art.27, co.2, del Regolamento Intermediari n.16190/2007 adottato dalla Consob e aggiornato con modifiche apportate dalla delibera n.18210 del 9/5/2012.

Questa nuova tendenza, dunque, coglie il limite – in parte dimostrato dalla normativa vigente – di soddisfare pienamente quell'esigenza di protezione dell'investitore, quale elemento fondante dell'intera regolamentazione MiFID.

A supportare siffatto assunto, assurge il frequente cattivo utilizzo, da parte del legislatore, dell'intera disciplina sull'informativa, come ben dimostra, ad esempio, la complessa e farraginoso normativa in tema di prospetto informativo, che, non solo, ha determinato un progressivo allontanamento dal risparmio gestito, ma ha addirittura reso necessario una semplificazione (dal punto di vista formale e sostanziale) della nota di sintesi del prospetto stesso, poco comprensibile per l'investitore che si accinge ad effettuare l'investimento<sup>5</sup>, cui si aggiunge la congerie di termini in uso nella complessa struttura dei mercati finanziari (nonché le caratteristiche dei prodotti e dei servizi offerti), i quali più che avvicinare hanno spesso disaffezionato il cliente dai temi della finanza.

D'altra parte, se si guarda alla disciplina dei contratti del consumatore in senso stretto (tralasciando per un momento quelli dell'intermediazione finanziaria), laddove, per inciso, come poc'anzi si affermava, già si accenna (sia pure in termini generici) al diritto all'educazione del consumatore<sup>6</sup>, il riferimento all'art. 1337 c.c. – in virtù del quale le parti devono comportarsi secondo buona fede nella formazione del contratto – contestualmente all'obbligo, *ex art.* 1338 c.c., di dare notizia alla controparte della causa di invalidità note ad un solo contraente, sembrano evidenziare i propri limiti giuridici, tanto da ritenere che, in una visione più attuale delle dinamiche di mercato, essi manifestino la loro inidoneità ad impedire che la diffusione della contrattazione standardizzata (posta in essere tra professionista e consumatore) porti a significative asimmetrie informative, con inevitabile squilibrio di forze economiche e di poteri contrattuali<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Cfr., Direttiva 2010/73/UE del 24 novembre 2010 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE. Tale provvedimento del 2010, inoltre, apporta tutta una serie di correttivi alla Direttiva Prospetti 2003/71/CE, in particolar modo con riguardo alla nota di sintesi (*15° Considerando*).

La presente direttiva ha l'obiettivo di migliorare la qualità dell'informazione fornita agli investitori dalle società che desiderano raccogliere capitali nell'Unione europea. A tal fine risulta, per un verso, rafforzata l'armonizzazione delle disposizioni riguardanti la preparazione e il contenuto dei prospetti, per l'altro, viene introdotto un sistema di autorizzazione unica per i prospetti, utilizzabile in tutti gli Stati della Comunità (c.d. *passaporto unico per gli emittenti*).

<sup>6</sup> In particolare, art.4 del d.lgs. n.206/2005, meglio noto come Codice del Consumo.

<sup>7</sup> Pare opportuno ricordare, ai fini che qui interessano, che, all'interno del codice civile, la teoria degli obblighi di informazione fa perno, fondamentalmente, sugli artt.1337 e 1338 c.c. riguardanti la fase delle trattative, nonché sull'art.1375 c.c. riguardante l'esecuzione del contratto.



Dunque, quell'esigenza sentita nell'ambito della disciplina consumeristica, di assottigliare il *gap* informativo, causa delle cennate asimmetrie, viene in tal modo disattesa, o meglio, appare ancora una volta sottolineata l'incapacità legislativa di fornire una reale tutela, in quanto troppo stretta in un *corpus* di norme, vincolanti per l'intermediario, più formali che sostanziali e, pertanto, poco efficaci in tal senso.

Ora, volendo prendere in esame il settore dell'intermediazione finanziaria, appare del tutto evidente come la regola dell'informazione assuma una rilevanza maggiore, dal momento che il consumatore/investitore può effettuare la valutazione della convenienza dell'acquisto del prodotto o servizio finanziario, solo attraverso le informazioni che sono in possesso dell'intermediario, l'unico in grado di avere un maggior accesso alle caratteristiche insite nel servizio offerto, anche in relazione ai livelli di incertezza che l'operazione può comportare per il cliente.

Non a caso, dunque, partendo da queste motivazioni di fondo, il legislatore della MiFID ha ritenuto ineludibile porre in essere una puntuale e più incisiva regolamentazione degli obblighi di informazione, e ciò attraverso una politica di espansione del dovere di fornire dati e notizie più dettagliate da parte dell'intermediario (*duty of disclosure*).

L'obiettivo cui sembra ambire il legislatore è quello della chiarezza e dell'eshaustività dell'informazione con il precipuo scopo di riscattare il risparmiatore dalla sua naturale posizione di debolezza contrattuale.

Non è mancato, tuttavia, da parte di una certa dottrina in argomento<sup>8</sup>, un richiamo alla rilevanza della componente fiduciaria, che lungi dallo sminuire la reale portata dell'obbligo di informativa, parrebbe costituire, in una prospettiva futura, una vera sfida sulla quale gli operatori del mercato dovranno confrontarsi nei prossimi anni, dati i limiti di una disciplina di settore sempre più complessa e lontana dalle capacità cognitive dell'investitore, che impone, a quest'ultimo, spesso senza riuscirvi, di uscire indenne con i suoi risparmi dalla giungla finanziaria in cui è incappato. Lungi dall'essere un investitore "consapevole", il cliente si mostra, nella maggior parte dei casi, disorientato e più incline a

---

Da un'attenta valutazione della disciplina codicistica, emerge la mancanza, da parte del legislatore, di una previsione tassativa delle comunicazioni da effettuare. E' evidente che la scarsa attenzione del legislatore del 1942, verso questi aspetti, trova la sua spiegazione nel fatto che la scelta legislativa sottovaluta le differenze di caratteristiche e di forza contrattuale tra soggetto e soggetto.

<sup>8</sup> Su queste posizioni, S. MIELI, *La strategia della Banca d'Italia per rafforzare il rapporto fiduciario tra banche e clientela*, Intervento al Convegno *Dimensione cliente 2009: Obiettivo fiducia*, tenutosi a Roma il 10/3/2009, a cura dell'ABI.

confidare sulle proposte del consulente e/o promotore (con cui instaura un rapporto fiduciario) che gli consente di poter attingere conoscenze qualificate utili e rilevanti, ponendolo, così, nella condizione ideale (e guidata) per effettuare decisioni d'investimento più redditizie.

Ben si comprende, allora, come la fiducia rimane ancora una componente fondante per il mercato, non solo per il suo corretto funzionamento, ma anche, e non ultimo, per la stabilità dell'intero sistema finanziario. Ciò appare in tutta evidenza se si considera il fatto che gli investitori delegano la funzione di investire le proprie disponibilità finanziarie, nella misura in cui riconoscono la capacità del "soggetto delegato" di selezionare professionalmente le modalità di impiego delle risorse affidategli.

In quest'ottica, il requisito della trasparenza costituisce, dunque, un presidio di fiducia, che si articola non solo sulla base di normative puntuali volte a rendere il più intelligibile possibile ogni aspetto dell'attività degli intermediari (solo per citare quelli più noti, ricordiamo la disciplina degli assetti proprietari, dei bilanci, dei rapporti con l'autorità di vigilanza e il mercato, le norme in materia di condizioni contrattuali praticate alla clientela, e quelle inerenti l'emissione e la quotazione di strumenti finanziari, nonché, la regolamentazione sui conflitti di interesse), ma anche attraverso l'*agere* del promotore finanziario<sup>9</sup>, la cui presenza costituisce un valore aggiunto tanto più elevato quanto più si rafforza il legame fiduciario fra questi e il cliente, nell'osservanza della disciplina propria di ciascun servizio e nel rispetto dell'autonomia delle scelte dell'investitore.

Tuttavia, al di là del rapporto fiduciario – indubbiamente rilevante data la peculiarità dell'ambito settoriale del quale si discute – sembra doversi sottolineare un'incapacità legislativa latente di tutelare adeguatamente l'investitore. Si ripresenta, così, con forza il convincimento secondo il quale la disciplina dell'informazione non possa (e non sembra) costituire l'unico parametro in grado di fornire al risparmiatore quella necessaria consapevolezza per poter interagire con l'intermediario, da un lato, e con il mercato, dall'altro.

Lo stesso Governatore di Bankitalia ha affermato che *«nessuna norma di trasparenza e tutela è veramente efficace se gli utenti non hanno gli strumenti per effettuare scelte informate: con l'accrescersi della complessità dell'offerta,*

---

<sup>9</sup> In particolare, l'acquisita centralità del cliente, nella disciplina dei servizi di investimento, impone al promotore finanziario il compito preliminare di far comprendere al cliente il diverso livello di protezione associato a ciascun servizio di investimento, quale base per una corretta impostazione iniziale del rapporto con il medesimo. Va da sé, quindi, che siffatto soggetto dovrà cogliere tale occasione di contatto per "educare" il cliente ad una relazione trasparente, infondendogli la consapevolezza dell'importanza di fornire a sua volta informazioni inerenti le proprie conoscenze ed esperienze, la propria situazione finanziaria e i propri obiettivi di investimento.

*assicurare l'educazione finanziaria del consumatore di servizi bancari è divenuto di cruciale importanza»<sup>10</sup>.*

Tale evenienza, pertanto, ci porta a ritenere del tutto convincente l'orientamento di una letteratura ormai consolidata che punta, *a contrario*, su strumenti di autotutela degli investitori<sup>11</sup>, e su una cultura, come prima si accennava all'educazione finanziaria, quale presidio in grado di dotare consumatori e risparmiatori di competenze fondamentali per un utilizzo efficiente e consapevole dei prodotti e servizi offerti dagli intermediari. Del resto è la stessa *Autority* a mostrare la strada dell'innalzamento dell'educazione finanziaria dei risparmiatori come fattore di crescita nella prospettiva di una più ampia conoscenza delle regole di mercato e nella consapevolezza dei propri diritti e dei relativi strumenti di tutela a loro disposizione.

In buona sostanza, il concetto di fondo che induce a favorire il miglioramento della cultura finanziaria consiste nella convinzione secondo cui creando una domanda per prodotti finanziari adeguata rispetto alle proprie necessità, i consumatori consapevoli, oltre ad effettuare scelte migliori per loro stessi, incoraggino gli intermediari a sviluppare nuovi prodotti e servizi, con la conseguente crescita di innovazione e il miglioramento della qualità e dell'efficienza dell'offerta<sup>12</sup>.

Nel nostro Paese una cultura finanziaria diffusa è ancora un obiettivo da acquisire, anche se molti passi sono stati fatti da alcuni Consorzi bancari, in linea con la loro missione statutaria oltre che da numerose Associazioni dei

---

<sup>10</sup> Tratto dall'Intervento del Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, "*Politica monetaria e sistema bancario*" all'Assemblea Ordinaria dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 11 luglio 2007.

<sup>11</sup> In proposito, si rinvia a L. CARDIA, *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, Intervento al Convegno sul tema *Iniziativa per il ventennale dell'autorità antitrust*, Roma, 19/3/2010; ed ancora, M.T. PARACAMPO, *Il ruolo dell'educazione finanziaria nelle recenti discipline del mercato finanziario op.ult.cit.*, 1695 e ss.

Anche l'OCSE, *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, 2005, a tal riguardo, ha espresso parere favorevole per una "educazione finanziaria" diffusa affermando testualmente che con questa espressione debba intendersi «*il processo attraverso il quale i consumatori e gli investitori migliorano la loro comprensione dei concetti e dei prodotti finanziari e, attraverso informazioni, guide e/o comunicazioni obiettive, sviluppano le competenze necessarie ad acquisire una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità finanziarie, al fine di compiere scelte informate, di sapere dove rivolgersi per aiuto e di intraprendere altre azioni concrete per migliorare il grado di benessere e di protezione finanziaria*».

<sup>12</sup> Più in generale, l'educazione finanziaria riguarda anche la capacità dei cittadini di scegliere e valutare i prodotti assicurativi; strutturare e prevedere la propria situazione previdenziale; comprendere la propria situazione contributiva nei confronti del fisco; capire i meccanismi fondamentali delle politiche di bilancio e della stabilità dei prezzi.

Consumatori operanti sul territorio, attraverso un'importante azione di stimolo e di autotutela del consumatore/investitore.

Secondo quanto affermato dalla Commissione Europea<sup>13</sup>, in Italia, infatti, esiste un livello molto basso di alfabetizzazione finanziaria, ciò significa che solo un italiano su dieci è in grado di effettuare scelte d'investimento consapevoli che migliorino il proprio bilancio personale e, nel contempo, contribuiscono a sostenere lo sviluppo economico complessivo<sup>14</sup>.

In questo, possiamo affermare che la MiFID ha indubbiamente svolto un ruolo catalizzatore delle istanze di educazione del consumatore di strumenti finanziari, offrendo non solo un servizio basato su canoni di onestà, equità e professionalità dell'intermediario, ma fornendo, quale elemento di distinzione con la passata regolamentazione in materia, informazioni su prodotti e servizi in modo corretto, chiaro e non fuorviante, garantendo con ciò che gli investimenti effettuati corrispondano al profilo dell'investitore e alle sue esigenze.

Quando si parla di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari si intende, dunque, un insieme di regole volte ad assicurare ai clienti un'informazione corretta, chiara ed esauriente, che agevoli la comprensione delle caratteristiche, dei rischi e dei costi dei prodotti finanziari offerti e ne consenta la facile confrontabilità con altre offerte<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Secondo la Commissione Europea, l'Italia, rispetto agli altri Paesi europei, è caratterizzata da uno fra i più alti livelli di esclusione finanziaria, con il 16% della popolazione completamente esclusa da servizi bancari, di risparmio e accesso al credito. La Commissione Europea nel suo *Financial Services and Prevention of financial exclusion* del 2008, ha registrato un livello di esclusione finanziaria tra i più alti in Europa (con il 16% della popolazione completamente esclusa da servizi bancari, di risparmio e accesso al credito).

A partire dal 2007, il Consorzio Patti Chiari ha avviato, in collaborazione con The European House-Ambrosetti, un percorso volto a comprendere lo stato dell'arte in materia di cultura finanziaria nel nostro Paese. Gli studi realizzati nelle prime edizioni del progetto hanno portato all'elaborazione di un apposito indicatore sintetico, denominato ICF<sup>R</sup> Patti Chiari (Indice della Cultura Finanziaria Patti Chiari). Nei primi mesi del 2010, l'indicatore del livello medio di cultura finanziaria degli italiani nel 2010 (per brevità l'ICF PattiChiari2010), assume il valore medio di 4,3 detenuto dagli individui in età compresa tra i 35 e i 54 anni e dagli over 54.

Cfr., The European House – Ambrosetti su dati Commissione Europea, *“Green Paper on Retail Financial Services in the Single Market”*, 30 aprile 2007.

<sup>14</sup> Le analisi internazionali sullo stato dell'Educazione Finanziaria mostrano una situazione preoccupante, per cui si parla diffusamente di “financial illiteracy”, ossia di semi-analfabetismo finanziario degli italiani, che comprende sia i giovani che gli adulti.

Il persistente *deficit* di informazione è stato evidenziato anche in occasione dell'incontro svoltosi il 10 aprile del 2008 a Bruxelles tra UNI Europa Finance (UEF) e la Commissione Europea Direzione Generale Mercato Interno Servizi Finanziari (DGIM).

<sup>15</sup> Può accadere infatti che la documentazione elaborata dagli intermediari, sebbene completa nei contenuti, risulti difficile da leggere e capire, per la quantità di informazioni fornite, per la loro complessità e tecnicità o per l'uso di un linguaggio non sempre facilmente comprensibile.

Va da sé, allora, che informazioni chiare e comprensibili, accompagnate da una adeguata diffusione della cultura finanziaria – la quale possa consentire all’investitore di padroneggiare le nozioni base della finanza, nella prospettiva di una migliore tutela del proprio interesse – consentiranno al soggetto in questione di effettuare scelte più ponderate e consone con le esigenze finanziarie, familiari e professionali.

Coerente con le modalità di salvaguardia, il legislatore ha inteso predisporre, nell’alveo disciplinare delle regole di trasparenza, alcune previsioni pensate esclusivamente per i rapporti con i consumatori o con i clienti al dettaglio. Dunque, anche la MiFID ha seguito il principio della “graduazione della tutela”<sup>16</sup>, secondo il quale a distinte categorie di investitori corrispondono distinti livelli di protezione e regole di condotta applicabili nei rapporti tra intermediari e clienti<sup>17</sup>. Infatti, nel 31° *Considerando* della MiFID, dopo aver ribadito che la protezione degli investitori rappresenta uno tra gli obiettivi principali della stessa direttiva, il legislatore comunitario ha richiamato la necessità di prevedere misure di tutela «adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti qualificate)».

La ragione di tale impostazione si individua nella necessità di conferire un giusto equilibrio tra la necessaria tutela degli investitori e gli obblighi di informativa, con

---

La Banca d'Italia, ha emanato disposizioni su "*Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*" anche con il contributo delle segnalazioni ricevute dall'utenza bancaria e finanziaria.

Cfr., provvedimento del 9/2/2011 che integra il precedente del 29.7.2009, da ultimo modificato dal provvedimento Bankitalia del 20/6/2012 di recepimento della direttiva sugli IMEL.

Le previsioni definiscono standard minimi e generali di redazione dei documenti informativi predisposti per la clientela (struttura dei documenti, informazioni essenziali da fornire, scelte lessicali, standardizzazione di alcune tipologie di contratti più diffusi) e introducono per gli intermediari bancari e finanziari, anche per la commercializzazione dei servizi bancari tradizionali, obblighi di natura organizzativa, ovvero, di controllo per il rispetto della disciplina di trasparenza e la correttezza nei rapporti con l'utenza.

<sup>16</sup> Per una trattazione dell’argomento, si rinvia a U. MORERA, *I rapporti banca – cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in *La nuova normativa MiFID*, di M. DE POLI (a cura), CEDAM, 2009, 42 e ss.; F. CIVALE, *La classificazione della clientela*, in L. ZITIELLO (a cura di), *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, 301 ss., il quale, inoltre, ricorda come il principio di graduazione delle tutele (a distinte categorie di investitori corrispondono distinti livelli di protezione e regole di condotta) non è una novità assoluta della MiFID in quanto anche la precedente Direttiva ISD prevedeva, all’art.11, che i singoli Stati membri, nel processo di implementazione delle regole di comportamento, dovessero tenere in debito conto «della natura professionale della persona a cui il servizio è fornito».

Il principio in discorso è stato richiamato anche dal CESR nel documento di consultazione *A European regime of investor protection – The professional and the counterparty regimes* dell’8 luglio 2002 (ref.: CESR/02-098b), consultabile anche sul sito internet [www.assosim.it](http://www.assosim.it).

ricadute positive sull'industria finanziaria in termini di maggiore efficienza, competitività ed innovazione.

È di tutta evidenza, infatti, che trattare un investitore “esperto” alla stessa tregua di un cliente “comune” può portare, da una parte, all'applicazione di regole del tutto inutili e, dall'altra, ad un dispendio di risorse sia per l'intermediario che per il cliente; di modo che il primo si ritroverebbe gravato degli oneri conseguenti alla necessità di assicurare il rispetto delle regole, mentre il secondo potrebbe subire alcuni svantaggi derivanti, ad esempio, da un rallentamento nell'esecuzione delle operazioni, oppure, dall'incremento dei costi del servizio.

La qualificazione dell'investitore come soggetto esperto giustifica, quindi, la disapplicazione di un elevato numero di regole di comportamento (ma ovviamente non di tutte) che generalmente sono poste a tutela del cliente al dettaglio, per sua natura bisognoso di protezione. Tant'è che la predisposizione di particolari previsioni per quest'ultima categoria, come per quella dei consumatori di servizi finanziari, risiede proprio nella necessità di un massimo livello di protezione, il quale impone alle imprese di investimento di rispettare integralmente le norme di condotta.

Curiosamente, però, il legislatore ha inserito nella categoria dei cliente *retail* sia quei soggetti totalmente inesperti (e quindi effettivamente bisognosi della massima tutela), sia quelli, i quali hanno una qualche dimestichezza in materia di finanza e, pertanto, sono consapevoli (salvo per ipotesi di investimento particolarmente complesse) dei rischi che potrebbero correre con gli investimenti definiti “tradizionali” (fondi comuni, obbligazioni, azioni, ecc.).

A pensare diversamente si dovrebbe, allora, ritenere che quest'ultimi – che rappresentano ormai una parte abbastanza cospicua di investitori – sebbene non abbiano i requisiti per poter essere classificati “clienti professionali di diritto”, sono pur sempre in grado di gestire e valutare i rischi, quantomeno degli investimenti meno complessi, e, pertanto, sarebbe stato auspicabile applicare il principio della “tutela graduata” riservando loro l'applicazione di regole di comportamento più “leggere”.

### *3. La regola della trasparenza nella MiFID 2 e la nuova figura del consulente indipendente.*

Da qualche anno, sulla scia di un uso sempre più frequente della terminologia anglosassone, nel mondo della finanza si sente parlare ripetutamente di “*Mifid Review*”, ovvero di una Proposta di revisione della direttiva relativa ai servizi di investimento (c.d. MiFID2), presentata dalla Commissione europea il 20 ottobre 2011<sup>18</sup>.

Il contenuto pragmatico di siffatto provvedimento (che consta anche di un regolamento) è destinato a rivoluzionare, nel prossimo futuro, la relazione sussistente tra intermediari/clientela, dal momento che il legislatore, in linea con i suoi principi ispiratori, continua a disciplinare il settore sventolando, con rinnovato vigore, il vessillo della tutela degli investitori, rafforzandola, in un’ottica di accresciuta efficienza e trasparenza dei mercati.

La portata innovativa del testo di legge che, occorre dire, mantiene la struttura di fondo della direttiva MiFID e delle disposizioni introdotte successivamente<sup>19</sup>, muove attorno ad una serie di punti cardine quali l’ambito di applicazione e il regime delle esenzioni; la predisposizione di nuove piattaforme di negoziazione; la regolamentazione dell’attività delle imprese di investimento e degli operatori di mercato comunitari; le regole applicabili alle imprese di investimento extracomunitarie, nonché i nuovi poteri delle autorità di vigilanza degli Stati membri dell’Unione Europea<sup>20</sup>.

Le ragioni di questo cambiamento sono ascrivibili, indubbiamente, alla crisi finanziaria, la quale ha messo in luce alcune debolezze riguardanti la trasparenza dei mercati finanziari.

Una maggiore chiarezza è, pertanto, uno dei principi condivisi per rafforzare il sistema finanziario, ovvero, per rendere più efficace il funzionamento del mercato interno degli strumenti finanziari.

---

<sup>18</sup> La Proposta, divulgata in forma di bozza, ha così intrapreso l’*iter* legislativo suo proprio che prevede la trasmissione al Parlamento europeo ed al Consiglio, nonché la successiva discussione. L’approvazione della Nuova Direttiva e del Nuovo regolamento sui mercati in strumenti finanziari (c.d. MiFIR), è pertanto, prevista per la fine del 2012, anche se i documenti introduttivi non contengono riferimenti ai tempi di approvazione negli Stati membri dell’Unione Europea.

<sup>19</sup> Tra queste, la direttiva 2007/44/CE, contenente regole procedurali e criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni finanziarie; la direttiva 2008/10/CE, che modifica la Direttiva MiFID per quanto concerne le competenze di esecuzione conferite alla Commissione, e, in ultimo la direttiva 2010/78/UE, che istituisce le nuove Autorità europee di vigilanza in materia finanziaria, bancaria e assicurativa.

<sup>20</sup> La MiFID è stata adottata nel rispetto della procedura *Lamfalussy*, introdotta nel 2001 al fine di rafforzare il quadro europeo della regolamentazione del settore finanziario. Tale procedura si compone di quattro livelli: adozione della legislazione quadro (*livello 1*); emanazione di misure esecutive di dettaglio da parte della Commissione europea, su delega del Parlamento e del Consiglio (*livello 2*); elaborazione tecnica delle misure di esecuzione da parte dell’ESMA al fine di assicurare una trasposizione omogenea e coerente delle disposizioni di livello 1 e 2 (*livello 3*) e verifica da parte della Commissione del recepimento della legislazione europea nel diritto nazionale (*livello 4*).

Ovviamente, il raggiungimento di un siffatto obiettivo rende necessaria l'adozione di un nuovo quadro regolamentare – con norme esaustive e applicabili a un ampio ventaglio di strumenti finanziari – che definisca requisiti uniformi in materia di trasparenza delle transazioni effettuate nei mercati degli strumenti finanziari.

Si può ritenere, dunque, che il riesame della MiFID rappresenta una parte integrante del processo di riforma volto ad attuare un sistema finanziario più solido e responsabile, in vista di un mercato finanziario comunitario più integrato, efficiente e competitivo<sup>21</sup>.

Quanto alla trasparenza e integrità dei mercati, la Proposta in oggetto ha sottolineato con enfasi la necessità di accelerare i tempi di approvazione dei provvedimenti per non diluire gli effetti positivi degli stessi sui mercati finanziari, ma anche per mettere in atto quel processo di standardizzazione dei dati delle negoziazioni, dettato al fine di ridurre la frammentazione del *trading* e promuovere, nel contempo, l'efficacia dei meccanismi di formazione dei prezzi<sup>22</sup>. Per la verità, un siffatto processo – che prevede l'obbligo a carico di ogni piattaforma di servirsi di determinati intermediari per canalizzare verso l'esterno i

---

<sup>21</sup> Si veda (COM (2010) 301 definitivo) *Regolamentare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile*, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e alla Banca centrale europea, giugno 2010.

Una questione che ha interessato l'azione proponente della Commissione è stata quella di apportare necessari miglioramenti alla disciplina attuale allo scopo di rafforzare la vigilanza e la trasparenza dei mercati dei derivati su merci, assicurandone, il funzionamento per quanto riguarda la copertura e la determinazione del prezzo, nonché per garantire una concorrenza equa e mercati efficienti a seguito degli sviluppi delle strutture di mercato e dell'evoluzione tecnologica.

Cfr., (COM (2010) 484) *Proposta di regolamento sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni*, settembre 2010.

<sup>22</sup> La Proposta estende anche alle obbligazioni, ai prodotti finanziari strutturati ed agli strumenti derivati le regole di trasparenza già previste dalla Direttiva MiFID per i mercati azionari. Sono, inoltre, previsti un regime di notifica di tutte le operazioni in strumenti finanziari nei confronti delle singole autorità nazionali, che avranno pieno accesso ad ogni fase della negoziazione, e un sistema di cooperazione e scambio di informazioni tra piattaforme MTF e OTF, avente ad oggetto, tra l'altro, possibili turbolenze nelle negoziazioni, condotte abusive, ai sensi della Direttiva *Market Abuse*.

In questo modo si è inteso arginare la frammentazione degli scambi, frutto dell'abolizione, ad opera della Direttiva MiFID, dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni sui mercati regolamentati.

E', inoltre, stabilito che, qualora le imprese di investimento e gli operatori di mercato comunitari sospendano o ritirino uno strumento finanziario dalle negoziazioni, tale decisione venga comunicata obbligatoriamente anche agli altri mercati su cui il medesimo strumento è negoziato, oltre che all'autorità nazionale competente. Quest'ultima comunicherà, altresì, la decisione alle corrispondenti autorità degli altri Stati membri, affinché esse possano, di concerto, deliberare la sospensione o il ritiro dello strumento in questione, quando ciò sia giustificato da carenze informative relative all'emittente o allo strumento medesimo.

E' previsto infine che la Commissione, tramite l'ESMA, emani norme di attuazione per la comunicazione alle autorità competenti delle informazioni rilevanti sulle negoziazioni da parte dei gestori di mercati regolamentati, nonché degli MTF o degli OTF.



dati relativi alle negoziazioni – susciterebbe, a nostro avviso, qualche perplessità tenuto conto che un'eccessiva fiducia nello spontaneo scambio di informazioni tra imprese di investimento e operatori di mercato comunitari non escluderebbe di per sé l'ipotesi di un ulteriore intervento regolamentare per far fronte all'eventuale inosservanza e/o inattività da parte degli stessi soggetti.

Posto l'inciso, va notato come la vera consacrazione dell'attuale impianto di revisione della normativa comunitaria risieda nella nuova figura del consulente indipendente, una figura questa alquanto controversa se si pensa che la stessa Commissione Affari Economici e Monetari del Parlamento ha ritenuto di dover escludere ogni riferimento ad un prototipo di consulenza connotato da "indipendenza", confermando, con siffatto atteggiamento, la validità del modello dei promotori finanziari italiani<sup>23</sup>.

Il ricorso alla parola indipendente, si legge nelle motivazioni della Commissione «*finisce per connotare negativamente le altre forme di consulenza*»<sup>24</sup>.

Tuttavia, a ragionare diversamente si potrebbe ritenere, altresì, che un'eventuale eliminazione della consulenza indipendente, se confermata nella versione finale di Mifid2, potrebbe costituire una occasione persa. Questo sia in ordine alla qualità del servizio reso al cliente, che vedrebbe preclusa la possibilità di migliorare in termini qualitativi; sia, in generale, per l'intero sistema della promozione finanziaria in quanto, nell'attuale ordinamento, il promotore finanziario appare essere la figura del professionista più indicato per utilizzare un approccio di pianificazione finanziaria, in assenza di ogni situazione riconducibile ad eventuali conflitti d'interesse<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> Questa nuova caratterizzazione attribuita ai promotori finanziari sembrerebbe abbastanza coerente con la natura intrinseca della professione visto che i promotori, alla nascita, erano denominati, appunto, "consulenti finanziari". Va ricordato che all'inizio degli anni '90 del secolo scorso, il legislatore ha preferito imporre alla categoria il solo esercizio dell'attività di promozione, situazione questa che poi è stata del tutto superata con la MiFID, la quale ha recuperato del tutto l'aspetto della consulenza.

Con la MiFID2, il promotore finanziario è messo nella condizione di lavorare secondo quelle che sono le sue propensioni, ovvero, questi può scegliere l'azienda dove può fare meglio, seguendo un progetto più adatto alle proprie peculiarità.

<sup>24</sup> Per questo, sulla base di tale premessa, è stato emendato il *Considerando 52* e i paragr. 3 e 5 dell'art. 24 della *MiFID Review*, i quali pongono in capo all'intermediario esclusivamente obblighi di trasparenza, mentre il requisito dell'indipendenza non rappresenta più un obbligo per il consulente.

<sup>25</sup> A riprova di ciò, appare abbastanza convincente l'esperienza maturata Finecobank, che con il sistema *fee only*, ha accumulato, in breve tempo, due miliardi di *asset* forti di un approccio libero dal conflitto d'interesse.

Da parte sua, il promotore guadagna lo stesso importo se utilizza Etf, titoli governativi o fondi comuni di investimento, rappresentando un ulteriore elemento di garanzia per il cliente.

A tal riguardo, non sono mancate manifestazioni di dissenso nei confronti del cambiamento in atto, anche provenienti da associazioni di categoria, le quali ribadiscono, a chiare note, l'incongruenza rappresentata dalla distinzione del servizio di consulenza sulla base del concetto di "indipendenza".

Il dato da cui partono risiede nel dettato normativo contenuto al co.1 dell'art.24 relativo ai «*Principi generali e informazioni ai clienti*», allorché si stabilisce che gli intermediari, che erogano consulenza, devono specificare preventivamente se la stessa è effettuata su base indipendente, oltre a rendere noto se la propria valutazione sia stata fondata su un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari presenti sul mercato, e se, requisito non meno importante, sia stata predisposta una verifica costante dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati ai propri clienti.

La consacrazione di un siffatto principio (della consulenza prestata su base *fee-paying*) trova riscontro più dettagliato nel contesto letterale del successivo co.5, allorché si predispone che oltre alla cennata offerta di strumenti finanziari il consulente indipendente dovrà aver cura di diversificare la gamma dei prodotti nei termini e nei modi indicati «...[...] esso è obbligato a offrire un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari disponibili sul mercato. Gli strumenti finanziari devono essere diversificati con riferimento sia alla tipologia sia al fornitore e non devono essere limitati a strumenti emessi e/o offerti da entità collegate all'intermediario»<sup>26</sup>.

Inoltre, coerentemente con quanto disposto per le imprese d'investimento (che prestano il servizi di gestione di portafogli), l'intermediario che offre la consulenza su base indipendente è obbligato anche «a non accettare o ricevere commissioni o altri benefici monetari pagati o erogati da qualunque terza parte (o da persone operanti per loro conto) in relazione ai servizi offerti dall'intermediario»<sup>27</sup>.

C'è da dire che, nonostante le molte critiche suscitate da un così ampio provvedimento, è indubbio come l'impatto dalle nuove norme sull'attuale regolamentazione abbia avuto esito favorevole, soprattutto nel giudizio degli

---

<sup>26</sup> Cfr., art.24, co.5, lett.i) della Proposta di direttiva e proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio per la revisione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID) - COM (2011) 652 def.; COM (2011) 656, secondo cui la consulenza indipendente deve indicare, inoltre, se gli strumenti raccomandati sono limitati a quelli emessi o forniti da società che hanno stretti legami con l'impresa stessa.

<sup>27</sup> Cfr., ancora, art.24, co.5, lett.ii) del provvedimento citato.

Nel caso in cui un servizio d'investimento sia offerto congiuntamente ad un altro – nell'ambito di un pacchetto o come condizione all'acquisto di un pacchetto di servizi da parte dei clienti – l'impresa dovrà informare questi ultimi della possibilità d'acquistare disgiuntamente i diversi servizi che lo compongono, indicandone i relativi costi.

intermediari, i quali hanno espresso apprezzamento nei riguardo di una definizione chiara del concetto di consulenza indipendente, che diventerà a tutti gli effetti un servizio finanziario vero e proprio, almeno nelle intenzioni della Commissione europea.

La latitudine di un siffatto cambiamento è piuttosto ampia, in quanto si determinerà, in un lasso di tempo considerevolmente breve, un graduale accrescimento del livello di competenza e consapevolezza, circa le scelte di investimento della clientela, nell'ottica, come si è più volte ribadito, di una cultura all'educazione finanziaria oramai ampiamente radicata nel settore dell'intermediazione finanziaria.

Queste le ragioni per cui – nell'intento di affrontare con risolutezza gli orientamenti disposti dalla MiFID e soprattutto per soddisfare le esigenze della clientela – molti intermediari, già da tempo, hanno, per così dire, "contrattualizzato" la consulenza, che viene prestata non solo in una logica di "base", ma anche in modalità "avanzata", cioè su richiesta del cliente e a fronte di un'esplicita remunerazione, avvalendosi di strumenti di valutazione evoluti e di massima qualità per la consulenza di portafoglio.

La conseguenza di un siffatto modo di operare comporterà che la distribuzione dei prodotti rientranti nel catalogo dei singoli operatori verrà assoggettata esclusivamente alla verifica di "adeguatezza", decadendo di conseguenza la possibilità per tali strumenti di operare in regime di "appropriatezza".

Trattasi, dunque, di un'importante novità che persegue l'obiettivo di privilegiare la conoscenza del cliente, sotto una duplice angolazione. Per un verso, il regime di adeguatezza diventa, così, un *pre-requisito* essenziale nella gestione della relazione contrattuale tra le parti, in quanto inserito in un percorso che contribuisce a rafforzare concretamente l'approccio basato sulla personalizzazione delle proposte e sulla diversificazione dei portafogli attuata.

Dall'altro, questa nuova modalità d'approccio nei confronti dell'investitore servirà a garantire il massimo livello di tutela previsto dalla normativa di settore, senza rinunciare alla proposizione di servizi e prodotti a maggior valore aggiunto per il cliente.

Del resto, già nell'*intentio* del legislatore del Testo Unico della finanza del '98, è prevista la necessità di adeguare l'informazione alle effettive capacità di comprensione dei clienti, e ciò in quanto il soggetto abilitato deve operare in modo tale che questi siano « *sempre adeguatamente informati*», nel senso che l'informazione risulti essere "adeguata" al reale profilo dell'investitore (art.21, lett.b), TUF).

Un'esigenza questa del legislatore che trovava ulteriore esplicitazione, allorquando, sempre nel novero dell'articolo in questione, si fa contestualmente riferimento all'acquisizione (da parte dell'intermediario) di ogni informazione necessaria ed opportuna, allo scopo di conoscere il profilo di rischio dell'investitore e, di conseguenza, rispettare il principio dell'adeguatezza dell'operazione di investimento. Un dovere, peraltro, confermato anche dall'art.28, co.1, lett.a) del Regolamento Intermediari del 1998, a mente del quale i soggetti abilitati devono *«chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio»*.

In sostanza, si potrebbe affermare che i principi che ispirano la Proposta di revisione della direttiva MiFID, sono già presenti *in nuce* nell'attuale regolamentazione dei mercati finanziari, (da tempo, peraltro, assoggettata alla duplice regola del *“know your customer”* e della *“suitability”*), per cui il soggetto abilitato deve conoscere preventivamente le caratteristiche personali e patrimoniali del proprio cliente e, sulla base di queste, realizzare operazioni di investimento coerenti con le stesse. Da qui, il dovere dell'intermediario di acquisire informazioni ulteriori rispetto a quelle semplicemente già possedute, al fine di valutare l'adeguatezza degli investimenti da realizzare<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> L'eventuale rifiuto del cliente di fornire le notizie richieste doveva, comunque, risultare da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore, sulla base di quanto disposto all'art.28, co.1, lett.a) del Regolamento Intermediari previgente n.11522/98. In ogni caso, anche di fronte al rifiuto dell'investitore di fornire informazioni, l'intermediario non era esonerato dall'obbligo di osservare la disciplina dell'adeguatezza prevista dall'art.29 del Regolamento in questione.

Ciò era confermato non solo nell'ambito di quest'ultimo articolo, ma anche dalla stessa Consob, la quale aveva precisato che, in caso di rifiuto da parte del cliente a fornire le informazioni richieste ex art.28, co.1, lett.a) di cui sopra, la valutazione sull'adeguatezza dell'operazione disposta dall'investitore *«andrà condotta in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio anche alla luce della pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato ...)*».

Cfr., Comunicazione Consob n. DI/30396 del 24 aprile 2000, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

Del resto, anche la maggior parte della giurisprudenza concorda sul punto; si veda, a tal riguardo, Trib. Monza, 16 dicembre 2004, Giuffrè, 2005; Trib. Monza, 27 gennaio 2005, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, 134, sostenendo che, in caso di rifiuto di fornire informazioni da parte del cliente, l'intermediario può valutare la propensione al rischio dell'investitore anche *«dalle scelte di investimento ed in generale, dal comportamento in precedenza tenuto dall'investitore»*; e inoltre *«l'adeguatezza dell'operazione ai sensi dell'art. 29 del regolamento Consob n. 11522/98, deve essere valutata alla luce delle informazioni rese agli investitori ed alla luce del complessivo grado di propensione al rischio desumibile dalla “storicità” del cliente»*.

Come si può ben desumere, nei prossimi mesi, il lavoro della Commissione sarà piuttosto complesso, non solo perché, sulla base di quanto prima affermato, è stato espresso, da più parti, parere negativo sugli esiti della direttiva circa il modello del consulente indipendente; tenuto conto, peraltro, anche dell'ulteriore circostanza secondo cui nei testi emanati (sia quello della Commissione, che quello del Parlamento e del Consiglio europeo) in nessun caso si fa esplicita menzione al requisito caratterizzante tale attività, dando contezza di come quest'ultima non rappresenti l'unica forma di consulenza, ma soltanto una delle modalità di prestazione del servizio. Ma una siffatta complessità, sarà dettata, altresì, dai criteri con cui saranno programmati gli obblighi di trasparenza aggiuntivi per gli intermediari, rispetto alle norme contenute nell'attuale impianto regolatorio della MiFID.

#### *4. La valutazione di adeguatezza nell'orientamento giurisprudenziale.*

Con l'entrata in vigore nel nostro ordinamento del decreto attuativo della direttiva MiFID si è instaurata una nuova fase nel processo conoscitivo della clientela da parte degli intermediari, reso ancor più pregnante dall'ulteriore verifica circa l'"adeguatezza" e "appropriatezza" degli strumenti e dei servizi finanziari offerti.

In pratica, quando l'intermediario eroga servizi quale la consulenza e la gestione di portafogli, induce l'investitore a compiere una determinata scelta, coerentemente con il profilo e le aspettative di quest'ultimo. Ciò è reso possibile attraverso una minuziosa procedura di acquisizione di dati e di notizie sul soggetto in questione secondo un principio di *modularità* delle regole di condotta piuttosto stringenti, le quali impongono il divieto per l'intermediario di operare<sup>29</sup>, nell'ipotesi di informazioni insufficienti o comunque non confacenti a quelle richieste.

---

<sup>29</sup> Sulla scorta del principio di gradualità della tutela dell'investitore in funzione dei servizi offerti, la normativa pone all'intermediario dei vincoli particolarmente stringenti per la consulenza e la gestione di portafoglio (c.d. valutazione di adeguatezza). Tali vincoli si sostanziano nel divieto di raccomandare (e conseguentemente di vendere) una prestazione non adeguata alle caratteristiche del cliente; inoltre l'intermediario è impossibilitato a fornire (e vendere) tali servizi in mancanza di informazioni sul cliente.

Questo dovere di astenersi trova la propria ragion d'essere nel carattere di causalità dell'operato dell'intermediario, il quale non potendo valutare l'adeguatezza dell'investimento – in assenza di una precisa informativa sul cliente – si troverebbe a espletare un servizio di consulenza (raccomandazioni) e/ o di gestione di portafoglio senza nessuna conoscenza (personale e patrimoniale) del soggetto al quale proporre l'investimento.

Ed è proprio quest'impossibilità, in capo all'intermediario, di poter emettere un giudizio di adeguatezza che ha portato il legislatore a inibire ogni operazione, con inevitabile innalzamento del livello di tutela del cliente maggiore rispetto al passato<sup>30</sup>.

Pertanto, l'intermediario dovrà farsi carico di verificare che il profilo delle gestioni patrimoniali in essere siano conformi alle informazioni acquisite, e, se del caso, concordare una diversa linea di gestione, nonché predisporre il servizio di consulenza per poter continuare a collocare (consigliandoli come adeguati) i propri prodotti.

Un diverso regime, ovvero quello dell'appropriatezza è, invece, previsto per il collocamento, l'esecuzione e la trasmissione degli ordini, in quanto si suppone che il contenuto del "servizio" sia inferiore, posto come non è l'intermediario a raccomandare uno strumento finanziario, ma è il cliente, il quale individua quali operazioni porre in essere. In questo caso, il livello di tutela è inferiore e l'intermediario può limitarsi solo alla verifica che l'investitore sia pienamente consapevole dei rischi assunti.

Occorre sottolineare, per inciso, che questa disparità di trattamento si giustifica con il fatto che la consulenza e la gestione sono servizi in cui rileva maggiormente la discrezionalità dell'intermediario finanziario. Nel caso della consulenza, infatti, l'intermediario dà raccomandazioni personalizzate al cliente, potendolo, ipoteticamente, indurlo a effettuare investimenti particolarmente rischiosi, mentre nella fattispecie della gestione la discrezionalità è ancor più evidente, dal momento che l'intermediario ha il potere di gestire con autonomia il patrimonio che gli viene affidato. Ne deriva l'esigenza di una particolare tutela preventiva del cliente, la quale trova espressione proprio nel principio di adeguatezza.

Nessuna verifica è, invece, prevista nel caso questi richieda di operare in modalità *execution only*, ovvero, di mera esecuzione degli ordini da lui impartiti.

---

<sup>30</sup> Prima della riforma del 2007, l'art.29, co.3 del Regolamento n.11522/1998 consentiva di compiere l'investimento "inadeguato", purché vi fosse il consenso informato e scritto dell'investitore. Con il nuovo regolamento Consob, in assenza d'informazioni da parte del cliente (e dunque nell'impossibilità di emettere un giudizio di adeguatezza), l'operazione non può essere compiuta. Il livello di tutela dell'investitore, come si può notare, è dunque cresciuto.

A voler sintetizzare, si può ritenere, dunque, che la raccolta delle informazioni sulle caratteristiche dei clienti, essenziale per identificare il profilo di rischio e per valutare se la prestazione dei servizi è «adeguata» o «appropriata» costituisce uno dei principali impatti operativi per gli intermediari<sup>31</sup>.

Un impatto non scevro, tuttavia, di qualche dissonanza, non solo in quanto il requisito unico della “adeguatezza”, presente nel TUF si è successivamente sdoppiato in “adeguatezza” e “appropriatezza” (per effetto del Regolamento Consob n.16190/2007 che recepisce in pieno i principi della riforma del 2007), ma, *a fortiori*, perché tali principi trovano concreta statuizione nel novero della normazione secondaria<sup>32</sup>, manifestando, pertanto, la volontà del legislatore speciale di mantenere siffatta materia relegata a livello regolamentare. A tacere, poi, del fatto che le nuove norme in materia non risultano finora oggetto di interventi giurisprudenziali, diversamente nel novero delle disposizioni vigenti prima della riforma del 2007, laddove è dato rinvenire un intervento giurisprudenziale piuttosto significativo.

Per la verità, nel sistema giuridico antecedente al recepimento della MiFID, il principio dell’adeguatezza veniva considerato dal legislatore esclusivamente nella sua accezione negativa di “inadeguatezza”.

Lo stesso art.29 del Regolamento Intermediari n.11522/98 stabiliva, infatti, al co.1, che «*gli intermediari autorizzati si astengono dall’effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione*». A tal fine, nel successivo co.2, veniva ulteriormente precisato che «*gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all’art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati*».

---

<sup>31</sup> Molto vasta risulta essere la letteratura in materia.

Per quel che concerne il regime di adeguatezza delle operazioni finanziarie, cfr. V. SANGIOVANNI *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569 ss.; ID., *Operazione inadeguata dell’intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contratti*, 2007, 243 ss.; L. FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva Mifid*, in *Contratti*, 2007, 583 ss.; F. GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 ss.; F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.; V. SANGIOVANNI, *Informazione sull’adeguatezza dell’operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257 ss.; ID., *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell’intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 ss.

<sup>32</sup> Cfr., Regolamento Consob n.16190/2007 e prima Regolamento Consob n.11522/1998, su cui si fonda ancora gran parte del contenzioso in materia.

A rafforzare siffatta prescrizione normativa sopraggiungeva la disposizione contenuta nel co.3 secondo la quale *«gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute»* (cd. "suitability rule").

La procedura di avviso (di "disclosure") prevista da quest'ultimo comma costituiva il vero asse portante dell'intera disposizione, da ricondurre al novero degli obblighi di informazione nella fase delle trattative<sup>33</sup>.

Con l'introduzione della MiFID si restringe notevolmente il campo di applicazione del requisito in parola, non più esteso a tutti i servizi d'investimento e accessori (artt.21 TUF e 28 del Regolamento Consob n.11522/98) ma circoscritto, sulla base del disposto normativo dell'art.19, par.4, della direttiva in parola, esclusivamente alla consulenza in materia d'investimenti e alla gestione patrimoniale<sup>34</sup>, lasciando alla regolamentazione delle autorità di controllo la fissazione dei criteri in base ai quali sarà possibile per l'intermediario procedere alla valutazione di adeguatezza<sup>35</sup>.

In particolare, tale articolo stabilisce che il giudizio di adeguatezza venga svolto dall'impresa d'investimento previa assunzione di informazioni dal cliente o potenziale cliente. Da questo punto di vista, dunque, rimane fermo il principio secondo cui la valutazione di adeguatezza passa necessariamente attraverso la

---

<sup>33</sup> Si rinvia a A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Soc.*, 2005, 1012.

<sup>34</sup> Il giudizio di adeguatezza viene disciplinato dall'art.19, par.4 della MiFID e dall'intero art.35 della Direttiva 2006/73/CE, previsioni, queste, poi recepite in ambito nazionale dagli artt.39 e 40 del Regolamento Intermediari.

Quanto alla definizione del giudizio di adeguatezza, essa si rinviene nel medesimo art.19 par. 4 della MiFID (e quindi anche nell'art.39 del Regolamento Intermediari). Trattasi, invero, di un'operazione logico-deduttiva, il cui fine è quello di consentire all'impresa d'investimento di raccomandare strumenti finanziari e servizi di investimenti che siano adatti al cliente.

<sup>35</sup> In specie, ex art.40, co.1, Regolamento Consob del 2007, il quale prevede che *«sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio»*.



raccolta di dati e notizie, analogamente alla precedente previsione dell'art.29, Regolamento Consob n.11522/98.

Le informazioni così assunte dall'investitore hanno un duplice oggetto. Da un lato, esse attengono alle conoscenze ed esperienze del cliente (o potenziale cliente) in materia di investimenti, relativamente allo specifico tipo di prodotto o di servizio, mentre, dall'altro, si riferiscono alla propria situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento<sup>36</sup>.

In questo senso, il contenuto della norma è piuttosto chiara, cosicché si ritiene soddisfatto il requisito dell'adeguatezza allorché l'operazione risulti consona alle aspettative d'investimento (c.d. *primo criterio*). Pertanto, è necessario che l'operazione sia finanziariamente sopportabile, avuto riguardo ai rischi manifestatisi e purché compatibili con gli obiettivi che l'investitore aveva prefissato.

Da un'analisi più particolareggiata, si evince come un siffatto richiamo alla valutazione di "sopportabilità" sia indubbiamente innovativo (c.d. *secondo criterio*), pur dovendo essere condotta con riguardo a riferimenti ben noti (*id est* gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria).

A questo proposito, pare opportuno sottolineare che la valutazione in oggetto debba, prudenzialmente, avere riguardo a "qualsiasi rischio" (in ipotesi, anche quello non consueto ed improbabile) che può sorgere dall'effettuazione dell'investimento.

Infine, il requisito dell'adeguatezza, a tenore delle disposizioni normative in commento, risulta soddisfatto quando l'investitore è in possesso delle necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti l'operazione (c.d. *terzo criterio*).

Tale ultimo requisito richiama le "esperienze" e le "conoscenze" già contemplate nell'art.19, par.4, della MiFID, anche se, in questo caso, risulta essere più mirato e circostanziato, atteso che esso non si riferisce alla mera conoscenza ed esperienza dell'investitore sullo specifico prodotto o servizio, quanto, piuttosto, ha riguardo

---

<sup>36</sup> In particolare, per quanto riguarda la situazione finanziaria del cliente, le informazioni possono includere dati sulla fonte e sulla consistenza del suo reddito regolare, delle sue attività (comprese le sue attività liquide), dei suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari. Quanto poi alle informazioni concernenti gli obiettivi d'investimento ci si può riferire ai dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio, nonché le finalità dell'investimento .  
Nella fattispecie, si rinvia all'art.39, co.1, lett.a), b) e c), e co. 3 e 4, del Regolamento Intermediari del 2007.

all'aspetto "particolare" delle stesse, condizione questa ritenuta necessaria al fine di valutare il rischio inerente alla specifica operazione<sup>37</sup>.

Alla luce di quanto sopra affermato, risulta del tutto evidente il maggiore rigore (rispetto alla normativa previgente) della disciplina introdotta dalla MiFID, la quale non ammette alcuna possibilità di eseguire operazioni non adeguate al profilo di rischio dell'investitore.

L'art.35, ultimo paragrafo, e il corrispondente art.39, co.6, del Regolamento Intermediari, infine, contengono una disposizione di notevolissimo rilievo.

A norma di tali disposizioni è previsto che, ove l'intermediario non riceve tutte le informazioni ritenute necessarie (attraverso le quali è possibile compiere la valutazione di adeguatezza), essa non potrà dar corso al servizio di consulenza o di gestione patrimoniale.

Ancora una volta appare di tutta evidenza il distinguo con la pregressa disciplina, posto come – a' sensi dell'art.28 del Regolamento Consob n.11522/98 – era consentito eseguire l'investimento anche nel caso in cui il cliente si fosse rifiutato di fornire le informazioni richieste.

Circostanza, a ben guardare, del tutto preclusa nell'impianto della MiFID, laddove un siffatto rifiuto non potrà più essere superato attraverso alcun meccanismo di *disclosure*, dato che l'assunzione di informazioni costituisce una vera e propria condizione di efficacia del rapporto d'investimento. In questo modo, è stata prevista una particolare attenzione al coinvolgimento in prima persona della clientela, alla quale è assegnato un rilevante livello di responsabilità ed un altrettanto intenso onere di collaborazione, in mancanza del quale il servizio non potrà essere prestato<sup>38</sup>.

---

<sup>37</sup> Così, qualora trattasi di cliente professionale, l'intermediario potrà presumere verosimilmente che egli abbia quel livello di conoscenze ed esperienze ritenuto necessario, a' sensi del succitato art.40, co.1 del Regolamento Intermediari e cioè che il requisito *sub lett.c)* sia di per sé soddisfatto. Cfr., art.40, co.2, Regolamento Intermediari citato.

Una siffatta conclusione – che mette in luce il carattere professionale del cliente – qualora rapportata al successivo co.3, dello stesso art.40, si arricchisce di un'ulteriore presunzione (questa volta riferita al requisito *sub lett.b)* secondo la quale l'investitore deve trovarsi finanziariamente nella condizione di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi.

Tale presunzione tuttavia vale soltanto per la consulenza in materia di investimenti. Ciò posto, nel caso in cui l'intermediario pervenga ad un giudizio di non adeguatezza, l'operazione non può essere eseguita, essendo preclusa ogni possibilità per l'investitore di autorizzarne l'esecuzione.

<sup>38</sup> Su questa posizione, F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati – Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, 161 e ss.

Ci pare di ricavare, allora, che l'attuale regime in tema di adeguatezza, se, da una parte, appare maggiormente permissivo – avuto riguardo alla posizione degli intermediari, in quanto prevede il requisito dell'adeguatezza per la sola consulenza finanziaria e la gestione patrimoniale (essendo sufficiente il requisito dell'appropriatezza per quanto attiene agli altri servizi di investimento) – per altro verso è da giudicare, indubbiamente, più rigoroso, poiché prevede, in caso di giudizio di non adeguatezza, che l'operazione d'investimento non potrà essere eseguita.

La novellata regola di adeguatezza, dunque, nell'escludere qualsiasi possibilità di realizzare un'operazione non adeguata, pone una questione centrale, al fine di valutare la condotta del soggetto abilitato, che si traduce nella corretta predisposizione del giudizio di adeguatezza, da parte dell'intermediario.

Volendo trarre le fila delle considerazioni fin qui svolte, si arriva all'inevitabile conclusione che nell'ambito dei rapporti con gli investitori assume estrema importanza la fase *precontrattuale*, in quanto le informazioni che il soggetto abilitato è obbligato ad utilizzare dovranno, rispetto al passato, essere più dettagliate al fine di consentire un'efficace valutazione.

Si potrebbe, pertanto, ipotizzare una responsabilità per condotta dell'intermediario, il quale, pur prestando il servizio richiesto, abbia omesso di ottenere le informazioni necessarie e sufficienti, per il giudizio di adeguatezza.

Corre l'obbligo, a questo punto, fare qualche breve riflessione. La disamina fin qui svolta ha delineato, con chiarezza, quali sono le ipotesi in base alle quali un investimento può ritenersi inadatto.

Quello che però è parso non rilevare è la posizione del regolatore nazionale in merito alle conseguenze del compimento di un'operazione "inadeguata"<sup>39</sup>, se si pensa che buona parte del contenzioso degli ultimi anni in materia di servizi d'investimento riguarda l'inosservanza del suddetto principio. Infatti, la stessa Consob non aveva fatto, a suo tempo, chiarezza sulle conseguenze della violazione dell'art.29 del Regolamento del '98 riguardante il compimento di un'operazione inadeguata.

Per la verità, la questione non è del tutto nuova, poiché già in vigore della passata regolamentazione in materia di intermediazione finanziaria, sia la

---

<sup>39</sup> Il legislatore comunitario, che ha introdotto le norme di comportamento degli intermediari finanziari (poi attuate in tutti i Paesi membri), non ha definito le sanzioni civilistiche per il caso di loro inosservanza. Dal punto di vista del diritto comunitario ciò è comprensibile, in quanto le direttive comunitarie devono trovare applicazione in tutti gli Stati membri e dal momento che le tradizioni giuridiche dei singoli Stati membri divergono parecchio da ordinamento a ordinamento sarebbe stato difficile pre-determinare e imporre a tutti lo stesso tipo di sanzione civilistica.

dottrina<sup>40</sup> che la giurisprudenza, avevano sottolineato l'atteggiamento silente del legislatore in *subiecta materia*<sup>41</sup>.

Con le ben note sentenze del 2007<sup>42</sup> il Supremo Collegio ha affrontato l'argomento non occupandosi, tuttavia, direttamente dell'inosservanza del

---

<sup>40</sup> Secondo una parte della dottrina il compimento di investimenti inadeguati sarebbe idoneo a produrre un effetto più ampio del dovere di risarcire il danno, comportando, appunto, la *nullità* dell'operazione.

Le probabilità che vengano compiuti investimenti inadeguati sono oggi scarse, in quanto i sistemi informatici degli intermediari finanziari rifiutano gli ordini se prima non sono stati posti in essere alcuni adempimenti, fra cui quelli relativi alla raccolta d'informazioni dall'investitore.

Nell'ipotesi comunque in cui ciò avvenisse, si può distinguere in base al tipo di servizio prestato. Nel caso del *servizio di consulenza*, l'attività dell'intermediario finanziario consiste nel raccomandare un investimento. La violazione del dovere di raccolta d'informazioni implica che la consulenza viene resa senza la dovuta base informativa. Si tratta di un inadempimento dell'intermediario che comporta l'obbligo di risarcire il danno che ne fosse derivato. Nel caso invece del *servizio di gestione*, l'attività dell'intermediario consiste nell'amministrare in autonomia il patrimonio del cliente.

Per una disamina sull'argomento, si veda, in dottrina, F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. impr.*, 2008, 936 ss.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss.

<sup>41</sup> Per comprendere cosa si intende per "adeguatezza" delle operazioni, non basta fare riferimento al dettato del TUF, ma è necessario rinviare alla disciplina di carattere secondario che regola la condotta degli intermediari. Ciò in quanto la regolamentazione di livello legislativo non si occupa di questa materia, rendendo, pertanto, necessaria un'analisi delle fonti di secondo livello. Attualmente le disposizioni in materia di adeguatezza delle operazioni finanziarie sono contenute nel Regolamento Consob n.16190 del 2007, che modifica, come già sottolineato, il Regolamento Consob n.11522 del 1998.

<sup>42</sup> Cfr., Cassazione Civile SS.UU. del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. La Corte, attraverso le sentenze in parola, ha definitivamente chiarito la questione di diritto riguardante gli effetti della violazione, da parte dell'intermediario, dei doveri d'informazione nei confronti del cliente (*know your customer rules*) e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario (tali leggi sono rappresentate, ricordiamo, dal TUF (d. lgs. n.58/98) e dal Regolamento Consob n.11522/98, sostituito con il Regolamento Consob n.16190/2007 per effetto dell'entrata in vigore della direttiva MiFID).

Le relative massime sono state pubblicate in *Società*, 2008, 449 ss., con nota di V. Scognamiglio; *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., con nota di V. Mariconda; in *Contratti*, 2008, 221 ss., con nota di V. Sangiovanni; in *Giur. comm.*, 2008, II, 604 ss., con nota di F. Bruno - A. Rozzi; in *Danno resp.*, 2008, 525 ss., con note di V. Roppo e di F. Bonaccorsi; in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133 ss., con nota di A. Bove.

Occorre ricordare che le pronunce di cui sopra hanno un antecedente nella sentenza della Cassazione del 29 settembre 2005, n.19024.

principio di adeguatezza, quanto della violazione di doveri informativi e di corretta esecuzione delle operazioni finanziarie.

L'assunto da cui parte siffatta Corte è che, in difetto di previsione normativa in tal senso, alla violazione dei suaccennati obblighi di comportamento non può ritenersi applicabile il precetto di cui all'art.1418, co1, c.c. – il quale determina la *nullità* del contratto d'intermediazione (o dei singoli atti negoziali conseguenti), – quanto, piuttosto, una responsabilità di tipo *precontrattuale*, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, (ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione) ovvero, *contrattuale*, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto accordo, se le stesse siano compiute in esecuzione del contratto in oggetto.

Dunque, l'inosservanza di norme di comportamento configura un inadempimento dell'intermediario finanziario in capo al quale si determina l'obbligo di risarcire il danno «*per non aver eseguito esattamente la prestazione dovuta*», secondo quanto disposto a' sensi dell'art.1218 c.c.<sup>43</sup>, mentre nei casi più gravi, l'intermediario non è tenuto al solo risarcimento del danno, ma è lo stesso contratto a poter essere risolto<sup>44</sup>.

Quindi, nella sostanza, le sentenze in oggetto escluderebbero che il rimedio appropriato – nell'ipotesi di inosservanza dei doveri informativi – sia la *nullità* del contratto.

Ciò nonostante, da un'attenta lettura delle sentenze in oggetto emerge che la Cassazione non ha affermato in maniera categorica che l'inosservanza di qualsiasi norma di comportamento degli intermediari finanziari determini sempre l'obbligo di risarcire il danno e che la possibilità di chiedere la *nullità* del contratto sia esclusa in modo assoluto. Questo porterebbe, pertanto, a ritenere che l'area delle norme inderogabili – la cui violazione può determinare gli effetti di cui all'art.1418, co.1, c.c. – non si limiti al solo contenuto del contratto, ma va al di là,

---

Siffatta sentenza è stata pubblicata e commentata in numerose riviste, in particolare in *Danno resp.*, 2006, 25 ss., con nota di V. Roppo - G. Afferni; in *Contratti*, 2006, 446 ss., con nota di F. Poliani; in *Corr. giur.*, 2006, 669 ss., con nota di G. Genovesi; in *Foro it.*, 2006, I, 1105 ss., con nota di E. Scoditti; in *Giur. it.*, 2006, 1599 ss., con nota di G. Sicchiero.

<sup>43</sup> L'applicazione dell'art.1218 c.c. presuppone che in capo all'intermediario vi sia l'obbligo di effettuare una prestazione. La "prestazione dovuta" dal debitore, ex art.1218 c.c., è quella che risulta dall'assetto contrattuale pattuito espressamente dalle parti, ma anche da tutto quello che le norme applicabili al caso di specie impongono.

<sup>44</sup> Secondo la disposizione generale dell'art.1455 del c.c. «*il contratto non si può risolvere se l'inadempimento di una delle parti ha scarsa importanza, avuto riguardo all'interesse dell'altra*». Se ne deduce, pertanto, che se l'inadempimento ha non scarsa importanza, il contratto, di conseguenza, può essere risolto.

includendo anche il complesso delle disposizioni che vietano la stipula stessa del contratto in parola<sup>45</sup>.

Posto allora che il principio dell'adeguatezza è condizione indispensabile ai fini dell'esecuzione del contratto di finanziamento, in quanto discende da una norma di comportamento inderogabile, ci si chiede, allora, quali possono essere gli effetti dell'inosservanza di siffatto principio e se il difetto di tale parametro possa determinare non già un rimedio risarcitorio o risolutorio del contratto, ma, piuttosto, la nullità dello stesso<sup>46</sup>.

Su quest'aspetto ha fatto chiarezza la stessa Corte di Cassazione, la quale ha indicato che quando la "norma di comportamento" si sostanzia in un divieto di contrarre, e l'intermediario finanziario disattende, il contratto può essere ritenuto *nullo*<sup>47</sup>. Quindi, l'applicabilità del disposto dell'art.1418, co.1, c.c. è giustificata in tanto in quanto, il soggetto in questione ha posto in essere un investimento in contrasto con una norma di carattere imperativo (art.29, co.1, Regolamento 11522/98), connotazione, questa, legittimata dal fatto che le regole di condotta degli intermediari finanziari sono finalizzate alla realizzazione di interessi

---

<sup>45</sup> Le ragioni per cui si può chiedere la nullità di un qualsiasi contratto (e, dunque, anche di un contratto d'intermediazione finanziaria), sono le più diverse. Il catalogo delle cause di nullità è contenuto nell'art.1418 c.c.

Nello specifico contesto dei contratti d'intermediazione finanziaria vengono in particolare considerazione due possibili ipotesi di nullità del contratto, di cui una per contrarietà a norma imperativa (art.1418, co.1, c.c.); e, l'altra, per mancanza di forma (art.1418, co.2, c.c. in relazione all'art.1325 c.c.).

<sup>46</sup> Sulla nullità del contratto, in caso di operazioni inadeguate, si è espresso anche il Tribunale di Venezia nel marzo 2008, pur giungendo a conclusioni parzialmente diverse.

Secondo l'autorità giudiziaria, la regola di adeguatezza è una regola di forma, pertanto il Regolamento Consob prevede che all'ordine inadeguato possa darsi seguito solo in presenza di una esplicita dichiarazione di volontà da parte dell'investitore. Dall'assenza di questa dichiarazione di volontà il Tribunale di Venezia fa discendere la nullità dell'ordine.

Tuttavia, vale la pena sottolineare che anche nell'ipotesi in cui l'investitore ha consentito il compimento dell'operazione inadeguata, quest'ultima dovrebbe ritenersi nulla, posto come i doveri dell'intermediario finanziario avrebbero imposto di non darvi seguito, al fine di realizzare "ad ogni costo" l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati.

Cfr., Trib. Venezia, 27 marzo 2008, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 1276 ss., con nota di R. Maragno.

<sup>47</sup> In questo senso anche F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, *op.ult.cit.*, 48 e ss.

pubblici e che la loro inosservanza è punibile con sanzioni di natura amministrativa<sup>48</sup>.

Con una successiva sentenza<sup>49</sup>, la Cassazione è intervenuta di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari, rappresentando un'ottima occasione per fare il punto sullo stato della giurisprudenza in tema di responsabilità degli intermediari<sup>50</sup>.

La sentenza in commento riprende, tra l'altro, due temi abbastanza dibattuti nei precedenti giudizi di legittimità, quali, appunto, la violazione dei doveri informativi e il compimento di operazioni inadeguate da parte dell'intermediario, ponendosi, sostanzialmente, sulla stessa linea interpretativa.

La dottrina, tuttavia, ha espresso qualche perplessità sull'iter argomentativo del Supremo Collegio, in quanto la generalizzazione dei rimedi adottati, a fronte dell'inosservanza delle regole di condotta degli intermediari, non terrebbe in debita considerazione la peculiarità di quest'ultime, che, *a contrario*, richiederebbero l'identificazione dell'esatto provvedimento da applicare per ciascuna violazione commessa<sup>51</sup>.

##### 5. *La compliance nei sistemi di governo e controllo delle imprese d'investimento.*

---

<sup>48</sup> Il riferimento è, in particolare, all'art.190, co.1, TUF, che prevede l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 2.500 a euro 250.000 in caso di violazione, fra le altre disposizioni, dell'art.21 TUF riguardante la prestazione dei servizi e l'attività d'investimento dei soggetti abilitati.

<sup>49</sup> Cfr., Corte di Cassazione, Sez. I, Sentenza del 17 febbraio 2009, n.3773.

<sup>50</sup> Anche l'attenzione della dottrina per le conseguenze dell'inosservanza di norme imposte da legge e regolamento agli intermediari è piuttosto alta.

Sul contenzioso fra clienti e banche in relazione alle recenti crisi di alcuni importanti emittenti, si veda, per tutti, M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, Cedam, 2007; ID., *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 171 ss.

Più di recente si segnalano i contributi di F.SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Le Società*, 2009, 55 ss.; V. SANGIOVANNI, *Le nuovissime norme di comportamento (e la responsabilità civile) dei consulenti finanziari*, in *Danno e responsabilità*, n.6/2010, 545 e ss.

<sup>51</sup> Si veda, in argomento, 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.

Come è dato sapere, i problemi legati all'introduzione della moneta unica e alla globalizzazione dei mercati hanno contribuito a dare notevole impulso allo sviluppo dell'industria dei servizi finanziari, sia nel nostro Paese che in ambito comunitario.

Di conseguenza, la necessità, da parte degli intermediari, di ricercare maggiori possibilità di reperimento del capitale di rischio, ha indotto gli operatori a rendere più efficienti le strutture e a diversificare le attività, i prodotti offerti, le piattaforme di negoziazione, nonché i modelli operativi.

In questo scenario, la variabile organizzativa e il sistema dei controlli interni assumono una funzione centrale nella vita aziendale, divenendo parametri essenziali per la valutazione della "sana e prudente gestione" delle imprese bancarie e finanziarie da parte degli organi di controllo, soprattutto in una realtà in cui la pressione competitiva, da un lato, e il perseguimento degli obiettivi di *performance*, dall'altro, possono giocare un ruolo negativo sulla corretta valutazione dei profili di rischio e di conformità e dare spazio a comportamenti di azzardo morale (c.d. *moral azzard*), volendo indicare, con tale termine, quelle condotte che inducono a cercare profitto da una distorta interpretazione degli obblighi, che derivano agli intermediari dal principio di diligente esecuzione del mandato professionale<sup>52</sup>.

A fronte di ciò, le autorità di vigilanza hanno messo a punto meccanismi regolamentari di incentivazione/disincentivazione, che rendono conveniente per gli intermediari l'adozione di comportamenti corretti. Pertanto, la normativa emanata da tali autorità, oltre a responsabilizzare i soggetti vigilati, ha predisposto la realizzazione di strutture di governo e organizzative, nonché di un più incisivo sistema dei controlli.

In tale quadro, si inserisce la disciplina in materia di *compliance*, destinata a ridisegnare l'architettura del controllo interno delle banche e delle imprese d'investimento<sup>53</sup>, in quanto si va a collocare proprio nell'ambito delle funzioni di

---

<sup>52</sup> Recentemente, diversi episodi hanno evidenziato, in particolare, l'emergere di rischi legali e di reputazione, potenzialmente in grado di mettere a repentaglio la stabilità degli intermediari e di compromettere il legame fiduciario con la clientela.

Su una panoramica d'insieme delle questioni sottese all'attuazione delle norme contenute nella direttiva MiFID, si veda, compiutamente, F.CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. DE POLI, Cedam, 2009, 20 ss.

<sup>53</sup> La crescente enfasi sul ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo (*governance* alta) ha fatto sì che gli esponenti aziendali (ciascuno secondo le proprie competenze e responsabilità) siano chiamati a definire le linee essenziali del sistema di gestione del rischio di *compliance*, curarne l'attuazione, verificarne nel tempo l'efficace funzionamento. Il coinvolgimento del vertice aziendale è fondamentale ai fini dell'efficace presidio del rischio di *compliance*, anche per il suo carattere diffuso e pervasivo.



controllo sulla gestione dei rischi di non conformità secondo un principio di proporzionalità<sup>54</sup>.

L'esigenza di istituire in azienda una funzione specifica di conformità alle norme (disposizioni normative, regolamenti, procedure e codici di condotta), nasce dalle riflessioni condotte a livello internazionale, anche a fronte delle recenti turbolenze dei mercati finanziari, le quali hanno evidenziato l'esigenza di rafforzare tutti quei presidi organizzativi volti ad assicurare la piena osservanza delle normative riguardanti l'attività svolta e, in particolare, le relazioni con la clientela.

---

Nelle banche la *compliance* è una funzione di controllo di "secondo livello" che si differenzia sostanzialmente da quella di revisione interna in quanto l'obiettivo è quello di concorrere alla definizione delle metodologie di misurazione/valutazione del rischio di conformità, oltre che di individuare idonee procedure per la prevenzione dei rischi rilevati e di richiederne l'adozione.

Cfr., *Istruzioni di Vigilanza*, tit.IV, cap.11, sez.II, par.1.

Specificatamente, per quanto riguarda i servizi d'investimento, il controllo sulla conformità alle regole imposte dalla funzione di *compliance* è svolto dalla Consob, secondo quanto prescrive il legislatore nazionale nel Regolamento adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob, ai sensi dell'art.6, co.2-bis, del TUF (provvedimento del 29 ottobre 2007), rubricante «*Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi d'investimento e di gestione collettiva del risparmio*» sono stati fissati obiettivi e requisiti minimali, lasciando liberi gli operatori di definire i propri modelli gestionali in un'ottica di vigilanza prudenziale.

L'obiettivo di tale regolamento sarà utilizzato per accrescere il coordinamento e ridurre oneri e incertezze per i soggetti vigilati, passando dall'ambito della definizione delle norme a quello degli aspetti operativi dell'attività di vigilanza cartolare e ispettiva.

Ampia è la letteratura in argomento, tra gli autori si citano A. M. TARANTOLA, *La funzione di compliance nei sistemi di governo e controllo delle imprese bancarie e finanziarie*, intervento al Workshop *Il ruolo del sistema dei controlli nella gestione del rischio di conformità negli istituti finanziari*, organizzato da CETIF – Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano 4 ottobre 2007; N. PIRAS, *Internal Audit e gli obblighi di vigilanza antiriciclaggio*, 18 settembre 2009, disponibile sul sito <http://www.operari.it/cms/internal-audit-e-gli-obblighi-di-vigilanzaantiriciclaggio/menu-id-600063.html>; M. PROSPERETTI – A. COLAVOLPE, *Banche, Assicurazioni e Gestori di risparmio. Corporate governance, vigilanza e controlli*, IPSOA, 2009; S. MIELI, *Il nuovo approccio regolamentare al rischio di riciclaggio*, intervento al Convegno *Compliance Dexia Crediop su Antiriciclaggio: innovazioni normative e operazioni sospette*, Roma 24 giugno 2010; E. DELLAROSA – R. RAZZANTE, *Il nuovo sistema dei controlli interni della banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea 2, MiFID e Compliance*, Franco Angeli, Milano 2010.

<sup>54</sup> Il principio di proporzionalità costituisce un requisito cui deve essere informata la regolamentazione, secondo i dettami della *better regulation*.

Esso è stato introdotto nel nostro ordinamento dall'art.23 della L. n.262/2005, secondo cui agli atti aventi natura regolamentare o di contenuto generale delle Autorità deve applicarsi il principio di proporzionalità, inteso come «*criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari. A questo fine, esse consultano gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori*».

In applicazione del principio di proporzionalità la stessa regolamentazione contempla, infine, specifiche disposizioni per le banche di minori dimensioni, cui viene riconosciuta la possibilità di *esternalizzare* la funzione a soggetti terzi sulla base di uno specifico contratto, ferma l'individuazione di un responsabile interno, e per i gruppi bancari che possono scegliere tra soluzioni accentrate (con referenti locali) o decentrate.

Nel comparto dell'intermediazione finanziaria, in particolare, la *compliance* è chiamata a svolgere un ruolo complementare rispetto al sistema di gestione dei rischi previsto dalla regolamentazione prudenziale di Basilea II e di Solvency II, i quali hanno dato nuovo impulso all'azione di supervisione, e, da ultimo, dalla direttiva MiFID volta, soprattutto, a proteggere gli investitori<sup>55</sup>.

Solo per inciso, nel corso del 2012, sono stati emanati dall'ESMA, alcuni orientamenti su aspetti relativi alla funzione di controllo della conformità di cui alla MiFID, i quali, senza modificare l'impianto definitivo della direttiva *de qua*, hanno inteso specificare la natura intrinseca della funzione di *compliance* e del rischio sottostante<sup>56</sup>.

La peculiarità di siffatta posizione dell'*Authority* risiede nel fatto che gli orientamenti in parola non costituiscono obblighi assoluti, ma indirizzi di massima volti ad integrare il contenuto programmatico della disciplina comunitaria. In particolare, si tende a promuovere una maggiore convergenza nell'interpretazione e negli approcci di vigilanza dei requisiti della funzione di controllo della conformità della MiFID, ponendo l'accento su diverse questioni importanti quali il rispetto delle norme di regolamentazione, da parte delle imprese, cui segue un corrispondente rafforzamento della protezione dell'investitore.

---

<sup>55</sup> Sul fronte interno, il mutamento del quadro normativo (in particolare la Legge sul Risparmio n.262 del 28/12/2005) ha posto le basi per una rinnovata ed efficace azione di tutela delle diverse forme di risparmio, basata su più strette modalità di collaborazione tra Autorità, maggiore trasparenza e attenzione alla difesa dei diritti degli utenti dei servizi bancari e finanziari.

<sup>56</sup> Cfr., ESMA (European Securities and Markets Authority), *Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements*, 6 July 2012 – ESMA/2012/388.

Pertanto, si definisce “funzione di controllo della conformità” «la funzione all'interno di un'impresa di investimento responsabile dell'individuazione, della valutazione, della consulenza, del controllo e della presentazione delle relazioni sul rischio di conformità dell'impresa di investimento». Mentre per “rischio di conformità” si intende «il rischio che un'impresa di investimento non osservi gli obblighi di cui alla MiFID e le rispettive legislazioni nazionali, nonché le norme applicabili a tali disposizioni definite dall'ESMA e dalle autorità competenti».

Per quanto concerne gli orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti della funzione di controllo della conformità di cui alla MiFID, è previsto che l'alta dirigenza si faccia garante che la funzione di controllo della conformità soddisfi i requisiti di cui all'art.6 della direttiva di esecuzione. Gli orientamenti dovrebbero essere letti in correlazione al principio di proporzionalità e applicati alle imprese d'investimento tenendo conto della natura, delle dimensioni e della complessità delle loro rispettive attività, nonché della natura e della gamma dei servizi di investimento prestati e delle attività di investimento esercitate nel quadro della loro attività.

In merito alla valutazione del rischio di conformità, sempre l'art.6, par.1, dispone che le imprese di investimento dovrebbero garantire che la funzione di controllo della conformità adotti un approccio basato sul rischio, al fine di ripartire in modo efficiente le risorse della funzione. Tale valutazione del rischio di conformità dovrebbe essere effettuata regolarmente per garantire che il fulcro e l'ambito di applicazione delle attività di consulenza e di controllo della conformità restino efficaci.

Va, comunque, tenuto presente che nella prospettiva della vigilanza prudenziale, la gestione del rischio di non conformità non serve solo ad impedire il verificarsi di situazioni di svantaggio per l'impresa, ma anche, e soprattutto, contribuisce a garantire la redditività nel lungo periodo, oltre che a rafforzare la fiducia nel pubblico.

Si capisce, allora, come la gestione di nuovi e più complessi rischi – individuabili, secondo l'accezione comune, in operativi, legali e di reputazione<sup>57</sup> – sia diventata, in maniera sempre più crescente, al centro dell'azione di vigilanza, imponendo un rafforzamento del quadro regolamentare e di controllo sulla gestione degli stessi, specie quelli di non conformità, per ridurre i costi derivanti da violazioni non solo delle regole di tipo giuridico-formale, ma anche dei principi di integrità nella conduzione degli affari che possono provocare la disapprovazione da parte degli *stakeholders*<sup>58</sup> e il deterioramento dell'immagine sui mercati.

In altri termini, possiamo sostenere che la gestione del rischio di non conformità non è solo un mezzo per impedire il verificarsi di eventi pregiudizievoli, ma anche un importante strumento per la creazione del valore degli intermediari nella misura in cui ne garantisce la redditività nel lungo periodo e ne rafforza l'elemento fiduciario, nei confronti del pubblico; tant'è che gli stessi operatori riconoscono la maggiore importanza di un approccio più sistematico e strutturato alla gestione del rischio di non conformità.

L'intensificarsi di iniziative e analisi in materia lo conferma. Basti pensare all'Accordo di Basilea II, attraverso cui si è cercato di far defluire i rischi legali e di reputazione nel novero più ampio dei rischi operativi, i quali insieme ad altri elementi concorrono a determinare la categoria dei requisiti patrimoniali<sup>59</sup>.

---

<sup>57</sup> Il rischio operativo è inteso come il rischio di perdite derivanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni. In esso è ricompreso anche il rischio legale (primo pilastro), configurabile come il rischio di incorrere in perdite derivanti da violazioni di leggi o regolamenti, da responsabilità contrattuale o extracontrattuale ovvero da altre controversie (denunce, ricorsi, ecc.). Quanto ai rischi reputazionali, essi si determinano allorquando si registra una flessione di profitti a causa di un'immagine distorta del soggetto finanziario o della banca da parte del mercato.

<sup>58</sup> Con il termine *stakeholder* (o "portatore di interesse") si individuano i soggetti influenti nei confronti di un'iniziativa economica, sia essa un'azienda o un progetto. In altre parole, *stakeholder* sta a significare l'insieme dei soggetti che hanno un interesse nei confronti di un'organizzazione e che con il loro comportamento possono influenzarne l'attività.

<sup>59</sup> Com'è noto, nel quadro normativo di Basilea 2 gli strumenti prudenziali per la gestione e il controllo dei rischi sono riconducibili alla categoria dei requisiti patrimoniali, nonché di quelli organizzativi.

Quest'ultimo è inteso come il rischio di perdite derivanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni. In esso è ricompreso anche il

L'introduzione di una funzione specialistica per il rischio di *compliance*, trova, dunque, la sua ragion d'essere nella particolare natura dei rischi legali e reputazionali che consta, essenzialmente, nel loro carattere non trasferibile e non correlabile positivamente con la probabilità di maggiori rendimenti, ma piuttosto di perdite più elevate.

Pertanto, ne consegue che è inammissibile un livello tollerabile di esposizione al rischio legale, se ciò si traduce in un rispetto solo parziale delle norme<sup>60</sup>.

L'idea di fondo è quella di ritenere che un corretto bilanciamento dei rischi possa favorire una certa tranquillità per l'intermediario, posto come la sussistenza dei suddetti requisiti patrimoniali, costituisce, indubbiamente, un freno per il verificarsi di situazioni di pericolo.

Da tempo, infatti, l'analisi dei nuovi rischi (rispetto a quelli tradizionali di credito e di mercato) ha dato contezza della mutazione in corso nella composizione delle alee bancarie e finanziarie non più legate alla detenzione di un portafoglio di crediti, ma derivanti, come si diceva poc'anzi, da rischi operativi, legali e di reputazione, connessi alla partecipazione dei soggetti a vari segmenti dell'attività di intermediazione<sup>61</sup>.

---

rischio legale, configurabile come il rischio di incorrere in perdite derivanti da violazioni di leggi o regolamenti, da responsabilità *contrattuale* o *extracontrattuale* ovvero da altre controversie (denunce, ricorsi, ecc.).

Quanto al rischio legale è infatti ricompreso nel rischio operativo (c.d. primo pilastro); a fronte di tale rischio la disciplina richiede sia presidi organizzativi – e un'efficace funzione di *compliance* ne costituisce parte – sia un requisito patrimoniale, secondo metodi di calcolo diversamente in grado di cogliere l'effettivo livello di esposizione al rischio.

Sempre in relazione ai requisiti patrimoniali sono solo una parte degli strumenti prudenziali per il contenimento dei rischi legali e di reputazione. Ad essi, il legislatore di Basilea II ha ritenuto affiancare tutta una serie di requisiti organizzativi cui dovranno farsi carico gli intermediari – tra i quali, in particolare, le regole sulla *compliance* o conformità alle norme – con il precipuo scopo di indicare comportamenti considerati idonei a minimizzare i rischi legali e di reputazione, dunque mirando direttamente a eliminare cause di contenzioso.

<sup>60</sup> In ciò la logica di gestione si differenzia da quella tipica del *risk manager*, che misura l'esposizione al rischio, individuandone il livello tollerabile, e giustifica l'introduzione di una funzione specializzata, con una propria fisionomia, in aggiunta alle altre unità di *risk management*.

<sup>61</sup> Tra questi vi rientrano l'attività istruttoria ed erogazione di crediti; la strutturazione di strumenti finanziari complessi, l'organizzazione di veicoli di investimento collettivo, nonché i servizi di negoziazione, di collocamento e consulenza.

Nonostante la difficoltà di quantificare i rischi legali, questi – inclusi nella più ampia categoria dei rischi operativi – concorrono a determinare i requisiti patrimoniali stabiliti dalle regole di Basilea II, secondo una decisione, allora controversa, presa all'inizio dei lavori circa dieci anni fa.

Il corretto bilanciamento dei rischi inclusi nel calcolo dei requisiti è elemento fondamentale del nuovo schema regolamentare “sensibile al rischio”. In un mercato fortemente concorrenziale è facile che differenze anche piccole nel peso relativo attribuito ai diversi fattori di rischio creino incentivi per arbitraggi normativi. Il modo stesso in cui si struttura l'intermediazione dipende in parte dagli incentivi creati dalle regole.

Non a caso, dunque, il legislatore di Basilea II ha individuato nella funzione di *compliance*, un deterrente contro tali evenienze, richiedendone la costituzione, nell'ambito dei sistemi di controllo interni, al fine di dotare tutti i settori operativi (insiti all'impresa) di meccanismi atti ad assicurare il rispetto delle norme sull'intermediazione finanziaria, in particolar modo, quelle che si riferiscono ai rapporti con la clientela e alla tutela dei consumatori<sup>62</sup>.

Ogni intermediario dovrà definire il perimetro di riferimento della propria funzione di *compliance*, individuando le norme, di etero e autoregolamentazione (concernente i settori e le aree di operatività, le strategie perseguite ed i modelli di business adottati, nonché i prodotti e i servizi offerti sulla base della tipologia di clientela, con particolare riferimento alla priorità di rischio eventualmente rilevate), rispetto alle quali si farà carico di assicurare la conformità in via attuale e prospettica<sup>63</sup>.

Possiamo, dunque, affermare, che una siffatta funzione dev'essere vista in un'ottica *preventiva* al fine di contrastare prontamente l'insorgere di rischi di carattere legale e reputazionale<sup>64</sup>. Tale natura preventiva, inoltre, costituisce la logica conseguenza dei recenti scandali e fallimenti, specie in campo finanziario,

---

<sup>62</sup> Anche per meglio raggiungere tale obiettivo, la Banca d'Italia ha avviato un profondo riassetto delle strutture organizzative dell'area della vigilanza, prevedendo anche una specifica unità preposta ai rapporti tra intermediari e clientela, attraverso un approccio regolamentare per principi, che si sostanzia prevalentemente in un'azione comune del sistema nella ricerca di concrete soluzioni applicative ad essi coerenti. Ciò, consentirà di contenere i costi di adeguamento alla nuova disciplina in materia di *compliance*, massimizzando i benefici ottenibili dal più efficace presidio dei rischi, dal miglioramento dei processi aziendali, dal rafforzamento della reputazione.

<sup>63</sup> Tra le normative generali che usualmente vengono fatte rientrare nell'ambito della *compliance* ricordiamo, ad esempio, le disposizioni in materia di antiriciclaggio e contrasto del finanziamento del terrorismo; quelle relative alla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche (d.lgs. n.231/01) e alla protezione dei dati personali (legge sulla *privacy*), nonché norme relative alla sicurezza informativa ed alla *security*.

Per le società quotate vanno aggiunte norme ulteriori quali, ad esempio, le disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (legge n.262/2005). Nel caso di società quotate in mercati esteri vanno (ovviamente) rispettate le norme locali.

In ambito bancario, in via generale, le norme più rilevanti, ai fini del rischio di non conformità, sono quelle che riguardano l'esercizio dell'attività di intermediazione, la gestione dei conflitti di interesse, la trasparenza nei confronti del cliente e, più in generale, la disciplina posta a tutela del consumatore.

<sup>64</sup> Sull'obbligatorietà per banche, intermediari che offrono servizi d'investimento ed assicurazioni dell'istituzione della funzione di *compliance*, si rinvia alla normativa secondaria emanata dalla Banca d'Italia, *Disposizioni di Vigilanza - La funzione di conformità (compliance)* del 12/7/2007; dalla CONSOB (congiuntamente a Banca d'Italia), *Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio* del 29/10/2007, nonché dall'ISVAP, *Regolamento n.20 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, compliance (...)* del 26/3/2008.

Tali normative di vigilanza recepiscono i principi guida sulla materia pubblicati nel 2005 dal Comitato di Basilea. Molte aziende facenti parti di gruppi multinazionali, specie se quotate in borsa, pur non essendo tenute a norma di legge, istituiscono anch'esse una funzione di *compliance*.

che hanno messo in chiara luce l'esigenza di rafforzare i presidi organizzativi, volti ad assicurare la piena osservanza della normativa in materia di attività d'intermediazione e delle relazioni con la clientela.

Dal canto loro, le *Authority* di controllo, dovranno indicare i principi generali sottesi alla funzione di conformità, integrati, ove necessario, da linee guida applicative e istruzioni sulle prassi accettabili (*principle based regulation*). Il principio di proporzionalità rappresenta, inoltre, il canone interpretativo e applicativo cui le aziende devono necessariamente fare riferimento per trasporre le indicazioni di vigilanza nella specifica realtà aziendale in modo commisurato alla propria complessità dimensionale e/o operativa<sup>65</sup>.

Questa riduzione dei rischi legali e di reputazione è poi stata significativamente rafforzata dalla contemporanea attuazione della direttiva MiFID la quale ha previsto una maggiore articolazione della tutela da fornire a ciascuna categoria di investitori sulla base dei diversi tipi di servizi offerti, cui si aggiunge la contestuale individuazione della soluzione organizzativa più idonea a tal fine.

A tacer poi del fatto che la costituzione di un presidio indipendente e specifico sulla conformità rende più agevole assicurare che gli obiettivi aziendali incorporino sempre quelli strategici, volti a mantenere su un piano di assoluta correttezza le relazioni instaurate con la clientela.

In quest'ottica, risulterà decisivo il comportamento degli intermediari, i quali contando sul suddetto presidio, potranno essere potenzialmente in grado di ottenere il miglior equilibrio tra la protezione degli utenti e il contenimento dei costi, grazie anche all'azione sinergica di vigilanza da parte delle autorità di controllo. Per cui spetterà agli intermediari definire soluzioni organizzative solide che migliorino il rapporto fiduciario con la clientela e limitino i rischi di contenzioso nella prestazione dei servizi di investimento.

---

<sup>65</sup> Il rischio di non conformità alle norme consiste nell'incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni di reputazione, ove il soggetto intermediario abbia violato disposizioni di carattere imperative (di legge o di regolamenti) ovvero di autoregolamentazione (es. statuti, codici di condotta, codici di autodisciplina).

Il Consiglio di amministrazione, il Collegio sindacale e il Direttore generale – ciascuno secondo le proprie specifiche competenze – devono assicurare una efficace gestione del rischio di conformità (anche al fine di evitare il sopraggiungere di conflitti d'interesse e lo sfruttamento di informazioni privilegiate o confidenziali), attraverso la definizione di adeguate politiche e procedure di conformità, nonché stabilendo canali di comunicazione efficaci per assicurare che il personale a tutti i livelli dell'organizzazione sia a conoscenza dei presidi di conformità relativi ai propri compiti e responsabilità. A ciò aggiungasi anche il dovere di assicurare che le politiche e le procedure vengano osservate all'interno della organizzazione nel caso emergano violazioni, cui faranno seguito gli adeguati rimedi ritenuti necessari; nonché di delineare flussi informativi volti ad assicurare agli organi di vertice della società piena consapevolezza sulle modalità di gestione del rischio di non conformità.

Sul piano operativo, i risultati raggiunti dalla funzione di *compliance* – ove informata al principio di proporzionalità (fortemente voluto sia nell’ambito dalle norme comunitarie in tema di vigilanza prudenziale che nell’impianto regolatorio della MiFID) per cui la complessità della soluzione organizzativa deve riflettere le dimensioni e il tipo di attività svolta dall’intermediario – hanno dimostrato con chiarezza l’idoneità della stessa ad assicurare la correttezza e la trasparenza dei comportamenti degli intermediari, anche in vista della tutela più ampia del mercato nel suo insieme.

Quanto all’azione della Vigilanza, la predisposizione di una serie di indicazioni per l’istituzione della funzione di *compliance*, è improntata a criteri di *limitata prescrittività*, contenendo, dunque, ove possibile, l’intrusività delle norme, di modo che i precetti si sostanzino prevalentemente su linee guida applicative, impartite dagli organi di controllo secondo il principio del c.d. *principle base regulation* di matrice anglosassone che individua in modo chiaro i principi in materia di organizzazione e competenze della funzione, senza imporre disposizioni di dettaglio.

In altre parole, la disciplina andrebbe a fissare obiettivi e requisiti minimali, lasciando liberi gli operatori di definire i propri modelli gestionali<sup>66</sup>. Ciò comporta la focalizzazione su pochi e chiari principi e l’attenzione ai sistemi di controllo interno e ai meccanismi di autovalutazione, determinando, quindi, quale logica conseguenza, non solo l’adattabilità delle norme, ma non meno importante, l’adeguamento degli assetti organizzativi degli intermediari all’evoluzione dell’operatività e dei rischi<sup>67</sup>.

Su un aspetto la normativa è, invece, più prescrittiva. Essa distingue la funzione di conformità dalla funzione di revisione interna (c.d. obbligo di separatezza). In buona sostanza, possiamo affermare che la *compliance* si inserisce nel quadro più ampio della funzione di controllo sul *risk management*, per cui spetterà alla stessa definire metodologie di misurazione e/o di valutazione del rischio di conformità e,

---

<sup>66</sup> Secondo l’opinione di qualche autore, un siffatto margine di discrezionalità sembrerebbe potersi individuare anche in ordine alla definizione del rischio di non conformità che gli intermediari intendono affrontare durante l’esercizio della loro attività. Una tale perplessità scaturisce dal fatto che, almeno per il comparto bancario, le norme contenute nelle Istruzioni di Vigilanza sarebbero caratterizzate da un certo grado di ambiguità.

Sul punto, A.A. DOLMETTA, *Funzione di compliance e vigilanza bancaria*, in *Banca, borsa e tit.cred.*, n.2/2012, Giuffrè, 125 e ss.

<sup>67</sup> Il limite di un’impostazione di tipo *principle-based* è essenzialmente quello di non dare certezze agli intermediari sul fatto che le specifiche soluzioni organizzative e procedurali, da essi adottate, siano considerate adeguate dall’autorità di controllo.

A tale scopo, con provvedimento congiunto, le autorità di controllo provvederanno a predisporre orientamenti interpretativi, tenendo conto anche della prassi operativa posta in essere dagli intermediari.

conseguentemente, individuare idonee procedure per la prevenzione dei rischi rilevati e di richiederne l'adozione da parte degli intermediari.

L'assetto regolamentare appena descritto, deve poi passare al vaglio delle verifiche periodiche affidate all'*Internal Audit*<sup>68</sup> (o revisione interna) circa l'adeguatezza ed efficacia della funzione di conformità, che a ben guardare presentano tutti i crismi dell'imparzialità, dal momento che il legislatore ha cura di affidare siffatto compito di verifica ad associazioni attive in ambito *compliance*, estranee alla funzione di controllo interno<sup>69</sup>.

Sulla base di quanto rilevato, risulta quindi chiaro che in un contesto di crescente complessità – in cui si trovano a competere gli operatori finanziari e bancari – diviene sempre più opportuno inquadrare la funzione di *compliance* all'interno di un modello integrato e innovativo, nel quale gli obiettivi di tale funzione non si esauriscano nelle attività di prevenzione e gestione del rischio regolamentare e di conformità, ma si estendano alla realizzazione di strategie di scelte indubbiamente più autonome.

Questo spiega, inoltre, come la funzione di *compliance* abbia acquisito, con il tempo, competenze in materia di presidio ai controlli aziendali, introducendo un livello di vigilanza ulteriore a quello già esistente e affiancando, da un lato, le funzioni di *risk management* e *internal audit* nei compiti di verifica delle attività operative – poste in essere dalle società finanziarie (in particolare, SGR)<sup>70</sup> – e dall'altro, con le funzioni di *governance*, in modo tale da acquisire una visione complessiva della tematica di conformità al fine di mitigare adeguatamente i rischi inerenti i processi aziendali, con l'individuazione preventiva, ove possibile, delle eventuali criticità.

---

<sup>68</sup> In argomento si veda, di recente, la Comunicazione della Banca d'Italia e della Consob dell'8/3/2011 in tema di ripartizione delle competenze tra *compliance* e *internal audit* nella prestazione dei servizi d'investimento.

Per la letteratura in merito, cfr., F.COLONNA, La comunicazione congiunta Banca d'Italia-Consob in materia di ripartizione delle competenze tra *compliance* e *internal audit*, in *Resp. Amm.*, 2011, 155 e ss.

<sup>69</sup> Tra le Associazioni attive in ambito *compliance* ricordiamo l'AICOM (Associazione Italiana Compliance); l'AIIA (Associazione Italiana Internal Auditors, sezione italiana dell'IIA, Institute of Internal Auditors); l'AIRA (Associazione Italiana Responsabili Antiriciclaggio).

<sup>70</sup> L'ambito di applicazione della funzione di *compliance* nelle SGR è disciplinato dal Regolamento Congiunto Banca d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007 in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, laddove vengono recepite le disposizioni MiFID in ordine alle funzioni aziendali di controllo. In particolare, il Regolamento delinea, per dette società, un unico quadro normativo che disciplina ciascuna funzione aziendale di controllo – ivi inclusa la funzione di *compliance* – a prescindere dalla circostanza che queste siano abilitate a prestare, oltre al servizio di gestione collettiva, anche i servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.



## 6. *Il ruolo delle agenzie di rating nella gestione dei conflitti d'interesse.*

Le problematiche inerenti il sopraggiungere di situazioni conflittuali, in seno all'esercizio dell'attività d'intermediazione finanziaria, chiama in causa il ruolo svolto dalle agenzie di *rating*, le quali sono da quasi un secolo protagoniste delle dinamiche interne ai mercati mondiali.

I loro giudizi sulla meritevolezza del credito degli emittenti e sul livello di rischio delle emissioni, quali elementi indispensabili per la valutazione di affidabilità delle strutture finanziarie, hanno con il tempo ceduto il passo al proliferare di operazioni destabilizzanti di finanza strutturata, si pensi, per tutti, alla crisi finanziaria del 2008, legata soprattutto alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti, il cui rendimento risultava connesso principalmente ai mutui immobiliari *subprime*.

L'impatto dell'azione di consulenza delle agenzie di *rating*, sul collocamento di siffatti prodotti sul mercato, ha reso indispensabile l'intervento del legislatore teso a varare una normativa puntuale<sup>71</sup> che ponesse dei paletti ben precisi all'operato – spesso svolto in assenza di una vera e propria *regulation* – dalle agenzie e a prevenire ulteriori pratiche collusive o temerarie delle stesse, concernenti i prodotti strutturati.

---

<sup>71</sup> Nel 2004 lo IOSCO (*International Organization of Securities Commission*) ha messo a punto il codice dei principi di condotta per le agenzie (*Code of Conduct Fundamentals for the Credit Rating Agencies*). Il codice fornisce all'industria del *rating* una struttura di autoregolamentazione accettata a livello internazionale, ma non tratta di questioni importanti come il riconoscimento ufficiale da parte della regolamentazione e della responsabilità delle agenzie.

I passi successivi sono stati il *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 e l'innovazione dal 2008 del procedimento di accreditamento presso la SEC delle nuove agenzie che si affacciano sul mercato.

In ambito comunitario assume rilevanza fondamentale il recente Regolamento n.1060/09 che istituisce una regolamentazione ed un potere ispettivo sulle agenzie di *rating* che operano sul territorio europeo. Rilevano, ai fini della presente analisi, gli artt.22, 23, 24, 25, 36 e 40 del suddetto regolamento, disposizioni che dettano regole relative alla designazione, da parte di ciascuno Stato membro, di un'autorità competente ai fini del Regolamento (art.22) e ai suoi poteri (art.23); all'adozione di misure di vigilanza sia da parte delle autorità competenti dello Stato membro di origine (art.24), sia da parte delle autorità competenti diverse dall'autorità competente dello Stato membro di origine (art.25); all'adozione di sanzioni che gli Stati membri dovranno stabilire in caso di violazione delle disposizioni del Regolamento (art.36). Infine, l'art.40 contiene una disposizione transitoria.

Uno degli obiettivi più importanti di quest'opera di riorganizzazione è stata quello di eliminare, quanto più possibile, la diffusione di condotte conflittuali tra agenzia e soggetto che richiede e paga il *rating*.

La disciplina europea, realizzata in questi ultimi anni, ha avuto cura di colmare, quell'ingiustificabile vuoto normativo che perdurava ormai da troppo tempo, realizzando un complesso di disposizioni legislative – individuabili nel dovere di osservanza dei requisiti organizzativi ed operativi, così come disposto dal Regolamento Ce n.1060 del 16 settembre 2009<sup>72</sup> – espressamente volte a impedire il prodursi di situazioni di conflitto sia a monte, *id est*, in capo all'agenzia nel suo complesso, che a valle regolando la condotta dei singoli manager, analisti e dipendenti della stessa società<sup>73</sup>.

Ciò che rileva, dunque, in questo nuovo scenario è essenzialmente il ruolo svolto dall'attuale previsione normativa sui requisiti necessari per il governo societario dell'agenzia, ove si consideri la portata del tutto innovativa del profilo organizzativo, mai preso pienamente in considerazione dalla precedente regolamentazione.

La particolare normativa predispone, infatti, oltre alle ordinarie attività di supervisione, che spettano in linea generale agli organi interni, l'ulteriore compito di esercitare un regolare controllo sullo sviluppo delle politiche di *rating* e sulle metodologie usate dalle agenzie, cui andrebbe ad aggiungersi l'obbligo di revisioni più frequenti che

---

<sup>72</sup> Fondamentale a riguardo è capire cosa ha spinto la Comunità Europea ad emanare tale regolamento; come si legge nel punto n.75 delle premesse «*Poiché l'obiettivo del presente regolamento, vale a dire garantire un livello elevato di protezione dei consumatori e degli investitori fissando un quadro comune in materia di qualità dei rating emessi nel mercato interno, non può essere realizzato in misura sufficiente dagli Stati membri e può dunque, a causa dell'attuale scarsità della legislazione nazionale e del fatto che la maggioranza delle agenzie di rating del credito esistenti sono stabilite al di fuori della Comunità, essere realizzato meglio a livello comunitario [...]*».

<sup>73</sup> La *ratio* insita nel provvedimento regolamentare in parola è quella di indurre le agenzie di *rating* del credito a ridurre quanto più possibile situazioni di conflitto di interesse e gestire tali evenienze adeguatamente, qualora essi risultino essere inevitabili, in modo da garantire la propria indipendenza.

Condizione indispensabile è che le agenzie di *rating* del credito diano pubblicità ai conflitti di interesse in modo tempestivo, rendendo disponibile, per ogni evenienza, la documentazione concernente le misure di salvaguardia applicate per attenuarli, nonché i fattori che minacciano l'indipendenza dell'agenzia e dei suoi dipendenti (e di altre persone partecipanti al procedimento di *rating*).

Cfr., Regolamento Ce n.1060/2009 in materia di agenzie di *rating*, già citato, in particolare artt.6 e 7.

Tale provvedimento è stato recepito nel nostro ordinamento mediante d. lgs. n.176 del 5 ottobre 2010 (in *G.U.* n.253 del 28/10/2010), la cui peculiarità risiede nel fatto di attribuire alla Consob la competenza necessaria all'applicazione delle disposizioni contenute nel Regolamento in parola.

imporrebbe alle agenzie un aggiornamento semestrale (anziché annuo) per i Paesi della comunità europea<sup>74</sup>.

Ma soprattutto sarà oggetto delle loro attività di controllo l'individuazione, l'eliminazione, la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse in cui l'agenzia può incorrere<sup>75</sup>.

Questa specifica disciplina giuridica pone l'accento sulla necessità di istituire, all'interno dell'agenzia, un dipartimento con funzioni di controllo sulla conformità alla normativa vigente e una divisione di revisione, allo scopo di realizzare una struttura minima obbligatoria del sistema di controllo interno della stessa, analogamente a quanto avviene per gli intermediari e le società quotate che sono usualmente oggetto del *rating*.

Una particolare attenzione merita anche la sezione A dell'allegato al Regolamento n.1060/2009, concernente i requisiti operativi, in cui il legislatore ha cura di evidenziare una serie di ipotesi vietate, in quanto integranti un conflitto di interesse.

Non vi è dubbio che, nell'ordinare la materia, la normativa europea si sia sostanzialmente avvicinata all'approccio regolamentare d'oltre oceano nel porre una serie di divieti accompagnati da un generale dovere in capo all'agenzia di provvedere alla identificazione, nonché alla comunicazione di qualsiasi situazione idonea a configurare un eventuale contrasto<sup>76</sup>.

Di matrice indubbiamente europea è la predisposizione di tutte quelle norme volte a limitare i conflitti di interesse connessi con la prestazione di servizi

---

<sup>74</sup> Per evitare di perturbare i mercati, i *rating* nazionali saranno pubblicati dopo la chiusura delle borse europee e almeno un'ora prima della loro apertura.

<sup>75</sup> Sul punto, si veda, in particolare, l'Allegato I, sez.A, paragr.5 del Regolamento n.1060/2009, laddove è previsto che un'agenzia di *rating* del credito debba istituire e mantenere un dipartimento avente funzione di controllo della conformità (c.d. *compliance function*), il quale deve agire in modo permanente, efficace e indipendente.

Inoltre, è previsto che la funzione di controllo della conformità deve monitorare e riferire in merito all'adempimento – da parte dell'agenzia di *rating* del credito e dei suoi impiegati – circa gli obblighi che incombono sulla stessa in applicazione delle norme contenute nel regolamento in parola.

<sup>76</sup> I divieti posti (riscontrabili anche nella normativa americana) concernono tutte quelle situazioni in cui l'agenzia possiede strumenti finanziari dell'ente oggetto del *rating* o può vantare direttamente o indirettamente qualsiasi altro diritto di proprietà nei suoi confronti. Inoltre, è posto un ben preciso limite oltre ai casi in cui il giudizio concerne un soggetto legato all'agenzia da un rapporto di controllo anche qualora i dipendenti coinvolti nell'emissione del *rating* rivestono cariche nell'ente sottoposto a valutazione o più genericamente intrattengono con esso relazioni che potrebbero generare conflitti di interesse. In tal senso, si rinvia alla sez.B, paragr. 3, dell'allegato al Regolamento in parola. Quanto ai servizi accessori vietati e ammessi, cfr., invece, paragr.4, del Regolamento CE 1060/09 (Allegato I).

accessori, che si sono verificati, in particolar modo, nel mercato dei prodotti strutturati.

Si pensi, ad esempio, alle ipotesi riguardanti la cartolarizzazione dei crediti, la cui esecuzione è resa possibile grazie all'analisi costi-benefici della stessa operazione (una valutazione questa che deve tener conto del *rating* che le ABS emesse riusciranno ad ottenere)<sup>77</sup> nonché alla stima dei flussi finanziari di spettanza del cedente i crediti, posta in essere dall'agenzia incaricata di valutare l'emissione.

Con riferimento al giudizio di *rating* di una operazione di cartolarizzazione, detto *rating di emissione*, vengono valutati esclusivamente i crediti ceduti, e dunque soltanto una parte del patrimonio dell'*originator*. Il giudizio si basa, in primo luogo, sui flussi di cassa attesi dal portafoglio, riguardo ai quali si procede sia ad un esame del numero dei crediti ceduti e del loro singolo importo, sia ad un'analisi storica della *performance* dei crediti, al fine di valutare la loro capacità di rimborsare il capitale e i corrispondenti interessi alla data stabilita.

Tuttavia, le agenzie<sup>78</sup> non si limitano alla valutazione del rischio di credito del portafoglio cartolarizzato, al momento dell'emissione dei titoli ABS,

---

<sup>77</sup> Tale valutazione si basa su un'analisi differente rispetto a quelle che accompagnano l'emissione di obbligazioni da parte di una banca o di una società industriale (detto *rating* di emittente), le quali hanno ad oggetto la situazione patrimoniale della società e la qualità del *management* della società emittente.

L'aspetto maggiormente rilevante della legge n.130/99 relativa alla cartolarizzazione dei crediti in Italia è quello che riconosce l'importanza della funzione svolta da tale soggetto per la tutela del risparmio, in quanto dispone l'obbligo della valutazione del merito del credito, allorché gli ABS siano offerti ad investitori non professionali.

Conseguentemente la norma in oggetto predispone una forma di regolamentazione, delegandone la specificazione alla Consob, volta a definire i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che devono valutare il merito di credito e i rapporti tra questi e gli altri soggetti partecipanti all'operazione.

Con riferimento a tale aspetto, si rinvia alla delibera Consob n.12175 del 2/11/99, in ambito di adozione del regolamento di attuazione dell'art.2, co.5, della legge n. 130 del 1999, in materia di operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito creditizio delle operazioni cartolarizzazione dei crediti.

<sup>78</sup> Prima di Basilea 2, le norme italiane consentivano un uso limitato dei giudizi delle agenzie di *rating* per il calcolo del coefficiente patrimoniale derivante dalle operazioni di cartolarizzazione. In particolare, secondo una circolare del dicembre 2001 della Banca d'Italia, le banche investitrici potevano considerare il giudizio delle agenzie, che classificavano di qualità adeguate i titoli *mezzanine* solo in presenza di determinate condizioni, quali ad esempio maggiori supporti di credito o di liquidità, al fine di equipararli ai titoli *senior*, ovvero quei titoli aventi un rischio relativamente basso. Il più sistematico utilizzo delle agenzie di *rating* è stato introdotto nella regolamentazione di vigilanza degli altri paesi aderenti a Basilea dopo l'entrata in vigore del nuovo accordo.

In tema, cfr., F. CAPRIGLIONE, L'ordinamento finanziario italiano, Wolters Kluwer Italia, 2010, in nota n. 17, 362.

ma analizzano anche la struttura di pagamento e quella legale, il rischio connesso ai vari partecipanti all'operazione oltre ad assistere, come si diceva prima, la banca *originator* nelle fasi di strutturazione della cartolarizzazione<sup>79</sup>.

E' opportuno ricordare, inoltre, come il ruolo dell'agenzia di *rating* continui anche attraverso un attento monitoraggio circa l'andamento dell'intera operazione, ponendosi, quale obiettivo, quello di verificare l'incidenza sul merito del credito iniziale di ogni evento significativo e procedendo, se del caso, a una modifica del punteggio assegnato.

Da rilevare, inoltre, che le tecniche utilizzate per l'individuazione del *rating* degli ABS sono del tutto diverse rispetto a quelle ordinarie.

Ciò, in quanto, la separazione degli *asset*, rispetto all'*originator*, impatta sul processo valutativo delle società di *rating*, le quali non possono prendere in considerazione le caratteristiche del debitore ma, principalmente, la capacità prospettica del portafoglio di produrre il *cash-flow*, ovvero, quel flusso di cassa necessario a garantire l'adempimento del servizio del debito, tenendo conto, altresì, sia delle garanzie collaterali che della struttura dell'emissione.

In quest'ottica, dunque, la società si fa carico di esaminare – dal punto di vista storico-statistico – le informazioni sui singoli crediti ceduti, utilizzando tecniche che verificano la capacità di generare i flussi finanziari anche in condizioni estreme. Non solo, l'operato della stessa terrà in conto e delle capacità professionali dei soggetti che intervengono nell'operazione (garanti, gestori dei crediti, procedure di recupero, ecc.), e delle implicazioni legali e fiscali legate alla cartolarizzazione<sup>80</sup>.

Si può, pertanto, concludere che la presenza di un giudizio di *rating* costituisce un momento importante, non solo per gli investitori ma anche per l'emittente, poiché fornisce ai primi un'informazione sintetica concernente la rischiosità delle ABS (anche a coloro che non sono in grado di effettuare autonomamente l'analisi del rischio di credito); mentre ai secondi, nel definire il rendimento minimo da garantire ai sottoscrittori, offre un contributo concreto alla riduzione dei costi legati all'emissione.

---

<sup>79</sup> Si pensi, a mero titolo esemplificativo, al loro intervento nella ripartizione dell'importo complessivo di ogni singola emissione fra le diverse *tranche*, nonché nelle forme e nell'entità del supporto al credito e delle linee di liquidità ottimali per facilitare il collocamento delle ABS presso gli investitori finali.

<sup>80</sup> Si giunge così ad una stima della *performance* del portafoglio e delle eventuali esigenze di "supporto creditizio" per una classificazione ottimale del *rating*. Il giudizio sintetico che ne scaturisce classifica il livello del rischio del prestito.

E' di facile intuizione, dunque, come questa valutazione possa avere un enorme impatto sul sistema finanziario. Il rischio che potrebbe generare da un giudizio negativo circa l'investimento in titoli di debito emessi è, senza dubbio, il conseguente declassamento del sistema bancario di un Paese CE, il quale produce un aumento dei tassi d'interesse, costringendolo a spendere di più per assumere prestiti<sup>81</sup>.

Ritornando all'esame delle norme in tema dei conflitti di interesse, servizi accessori e requisiti organizzativi, contenute negli allegati al Regolamento, si è poc'anzi fatto riferimento ad alcune situazioni, la cui presenza potrebbe configurare un'ipotesi conflittuale e, pertanto, vietate dal legislatore europeo.

In quest'ottica, la previsione di una serie di limiti imposti agli analisti addetti alla predisposizione del *rating* – al fine di garantire la loro indipendenza e l'obiettività del loro lavoro – costituisce, indubbiamente, un'ulteriore peculiarità dell'impianto comunitario in materia di conflitti di interesse, soprattutto in quanto introduce un meccanismo di rotazione tra gli analisti (c.d. limite temporale) allo scopo precipuo di impedire che, tra l'agenzia e l'ente valutato, si possano instaurare relazioni di lungo corso caratterizzate da un elevato rischio di collusione<sup>82</sup>.

Ne deriva, pertanto, che ogni singolo analista, in base alle proprie competenze, potrà offrire i propri servizi a favore del medesimo ente valutato per un massimo di sette anni, al termine dei quali sarà tenuto ad astenersi per un periodo pari a due anni, prima di potere nuovamente intrattenere relazioni lavorative col medesimo soggetto.

Queste le coordinate in cui si innesta la disciplina delle norme di comportamento delle agenzie di *rating* espressamente riferite ai conflitti d'interesse.

La questione da affrontare per tutti coloro che, a vario titolo, operano nel mercato dell'intermediazione finanziaria e della quale solo l'osservazione empirica dei prossimi anni potrà forse rispondere concretamente, è certamente quella della validità degli strumenti adottati al fine di evitare efficacemente l'insorgere di situazioni contrastanti.

---

<sup>81</sup> Una situazione di questo tipo ha visto protagonista il nostro sistema bancario a seguito del giudizio negativo operato da Moody's nel 2010. L'aumento di volatilità nei titoli italiani fu un danno sicuramente riconducibile a quelle valutazioni effettuate dall'agenzia di *rating*.

<sup>82</sup> Cfr, in merito alle previsioni relative agli analisti dell'agenzia, art.7 del Regolamento più volte citato, nonché l'Allegato I, sez.C, dello stesso.

Tuttavia, in occasione di quest'ultima crisi finanziaria e di quelle precedenti, le agenzie di *rating* sono state costantemente annoverate tra le principali responsabili delle bolle speculative, degli irrazionali *trend* che hanno indotto il pubblico ad investire in segmenti di mercato rivelatisi poi privi di valore e, in linea generale, del diffuso calo di fiducia nel mercato finanziario<sup>83</sup>.

Una siffatta evenienza, porta a ritenere che quanto al ruolo svolto dagli analisti, il legislatore comunitario avrebbe dovuto guardare – nell'intento di evitare qualsiasi fenomeno di collusione – al numero di *rating* commissionati da un singolo ente all'agenzia in questione, piuttosto che puntare sul numero di anni in cui quest'ultima intrattiene relazioni di lavoro con il primo.

A riprova di ciò, va considerato che anche un periodo inferiore, a quello indicato dalla norma, potrebbe rivelarsi sufficiente a ingenerare relazioni troppo strette tra le due parti contraenti, qualora i servizi dell'analista siano richiesti con un'elevata frequenza<sup>84</sup>.

Appare opportuno evidenziare, tra l'altro, l'assenza quasi totale di sanzioni a garanzia delle prescrizioni poste dal regolamento. Infatti, la normativa indica, in via generale, una serie di misure aventi carattere sanzionatorio, irrogabili all'agenzia che non ottemperi agli obblighi discendenti dal regolamento<sup>85</sup>, senza però dar seguito ad un'elencazione delle sanzioni altrettanto precisa e omogenea come per la prescrizione delle condotte vietate.

Inoltre, il legislatore comunitario, tenuto conto della potenziale discrepanza sanzionatoria (anche minima) tra diversi ordinamenti statali, ha apprestato una norma di rinvio per una regolamentazione uniforme dei Paesi membri, la quale dovrà

---

<sup>83</sup> Per comprendere appieno la natura e le problematiche concernenti il *rating*, va sottolineato che sia il potere che le responsabilità demandate alle agenzie traggono in larga parte la loro origine dal tipo di approccio regolamentare cui sono state sottoposte negli Stati Uniti e in Europa, che negli anni è apparso inefficace e carente sotto numerosi aspetti.

<sup>84</sup> Chiaramente, tale situazione di potenziale conflitto è esclusa a priori qualora il *rating* non sia pagato dall'emittente, ma dagli investitori tramite la sottoscrizione di un abbonamento, secondo il modello *investor paid*.

<sup>85</sup> Si rinvia all'art.24 del Regolamento CE 1060/09, in base al quale l'autorità di vigilanza nazionale può adottare misure sanzionatorie concernenti la revoca della registrazione di tale agenzia di *rating* del credito; il divieto posto all'agenzia (in via temporanea) di emettere *rating* efficaci in tutta la Comunità; la sospensione dell'uso, a fini regolamentari, di *rating* del credito emessi dalla stessa, con effetto in tutta la Comunità. A tali misure vanno aggiunte l'adozione di misure appropriate per garantire che le agenzie di *rating* del credito continuino a rispettare i loro obblighi giuridici, nonché l'emanazione di una comunicazione pubblica, e, in ultimo, la riferibilità dei fatti alle competenti autorità nazionali ai fini della promozione dell'azione penale.

attenersi esclusivamente alla valutazione degli aspetti qualitativi della sanzione stessa<sup>86</sup>.

Tuttavia, constatata l'inadeguatezza della disciplina sanzionatoria, bisogna convenire come la sua stessa predisposizione costituisca un grande passo avanti rispetto al vuoto normativo che l'ha preceduta, non fosse altro perché prevede, per la prima volta, un criterio di responsabilizzazione delle agenzie<sup>87</sup>, per cui gli investitori potranno fare causa ad un'agenzia se ha violato, intenzionalmente o per negligenza, le norme europee.

Il tema del conflitto di interesse e la responsabilità, che ne deriva per le agenzie, si colloca, dunque, all'interno di un quadro generale del panorama dei mercati finanziari<sup>88</sup>, proprio in quanto il *rating*, come si è visto, è uno strumento di fondamentale influenza sulle scelte economiche di importanza rilevante.

Più precisamente le agenzie vengono spesso considerate come strumenti idonei a superare quel *gap* (c.d. asimmetria) informativo presente nei mercati economici, di modo che la loro operatività risulti essere in grado, non solo, di effettuare una corretta valutazione e attribuzione del *rating* ma anche di monitorare l'ente o lo strumento finanziario in caso di *downgrading*<sup>89</sup>.

Così, il pregiudizio subito dell'investitore è strettamente correlato alla capacità di stima dell'agenzia di *rating*, circa la solvibilità o meno di un determinato emittente; pertanto in caso di *default* il danno conseguente si tradurrà nella perdita dell'investimento da parte del risparmiatore.

In quest'ipotesi emerge, dunque, una chiara violazione di quelle regole di giudizio, le quali, se adeguatamente osservate dal soggetto in questione, avrebbero consentito un corretto monitoraggio del titolo e/o dell'ente emittente, integrando,

---

<sup>86</sup> Il Regolamento in questione statuisce solo che esse debbano essere efficaci, proporzionate e dissuasive.

<sup>87</sup> Per ulteriori approfondimenti sul tema, si rinvia al lavoro di G. FACCI, "Il *rating* e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità", in *Resp. civ. e prev.*, 2007, n.4.

<sup>88</sup> Importante, inoltre, è il ruolo di collaborazione delle autorità che devono svolgere un ruolo di controllo nei vari settori dei mercati finanziari. L'art.4-*bis* del d.lgs. n.176/10 si preoccupa di individuare l'autorità competente ai fini del Regolamento Ce n.1060/2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito. A tal fine si decreta che la Consob è l'autorità deputata a svolgere i compiti indicati dal predetto regolamento, esercita i poteri e adotta le misure di vigilanza previsti dagli articoli 23, 24 e 25 del medesimo regolamento. Inoltre si prevede che, ai fini dell'esercizio delle rispettive competenze, la Consob, la Banca d'Italia, l'Isvap e la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, anche sulla base di appositi protocolli d'intesa, collaborano tra loro e si scambiano informazioni riguardanti le agenzie.

<sup>89</sup> Secondo la terminologia economica *downgrading* (o declassamento) è una parola usata nell'ipotesi di revisione, in senso negativo, cioè al ribasso, da parte di una società di *rating*, con particolare riguardo al grado di affidabilità a ripagare regolarmente i creditori attribuito a un ente emittente i titoli azionari e obbligazionari.



per questa via, tutti gli estremi di un reato di colpa, riconducibile alla fattispecie di cui all'art.2043 del c.c.

Il primo problema che sembra emergere da siffatta imputabilità è certamente quello di poter verificare la sussistenza di un danno ingiusto.

Ora, posto che l'emanazione di un *rating* errato può verosimilmente interferire sull'attività negoziale dell'investitore, alterandone, in modo significativo, la propria volontà (in quanto egli ha confidato nella correttezza del giudizio emesso dall'agenzia e di conseguenza nella solvibilità dell'emittente), risulta meno pacifico poter ricondurre il danno subito ad una conclamata responsabilità dell'agenzia di *rating* nell'adempimento dei doveri di trasparenza e di adeguatezza informativa.

Se così fosse, ovvero, se la sua condotta – la quale ha diffuso le informazioni errate – risultasse caratterizzata dall'elemento soggettivo del dolo, allora ne deriverebbe che il danno subito dal risparmiatore è da ritenersi ingiusto, andando così a configurare una responsabilità *extracontrattuale* in capo all'agenzia stessa. Non solo, ma si riterrebbe che l'informazione proveniente da un soggetto affidabile quale l'agenzia – la cui veridicità dell'informazione resa risulta comprovata – costituirebbe una vera e propria lesione della libertà contrattuale dell'investitore per false informazioni<sup>90</sup>.

Nonostante l'esattezza di siffatto assunto, la possibilità di fondare un'azione di responsabilità *extracontrattuale* nei confronti dell'agenzia, deve tener conto del fatto che le scelte d'investimento del risparmiatore sono legate ad una serie di fattori fortemente condizionanti la sua capacità d'acquisto, che si pongono spesso al di fuori dell'ambito del giudizio di *rating*.

Per cui grava sull'investitore – ai fini dell'insorgere della responsabilità per violazione degli obblighi informativi – dimostrare che il rilascio di un *rating* assolutamente inadeguato rispetto alla situazione economica dell'emittente lo abbia spinto a compiere un'operazione finanziaria, rivelatasi, poi, pregiudizievole, non avendo, dunque, potuto effettuare liberamente una scelta di investimento diversa, con grave lesione della propria libertà contrattuale.

Da queste prime considerazioni emerge un ordinamento giuridico proteso verso una tutela particolarmente forte per l'interesse degli investitori a ricevere

---

<sup>90</sup> E' interessante ricordare, a tal riguardo, la posizione assunta dalla giurisprudenza nell'affermare la sussistenza di un obbligo a fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente o istituzionalmente attività di raccolta e diffusione d'informazioni a carattere economico. Cfr., Cass. civ., 6 gennaio 1984, n.94, in Giust. civ. Mass., 1984, 1, secondo la quale sussiste una responsabilità *extracontrattuale*, a' sensi dell'art. 2043, e pertanto si configura il reato di dolo, da parte del soggetto terzo, per non aver condotto approfondite indagini al fine di ottenere una valutazione completa e, di conseguenza, fornire un giudizio idoneo.

informazioni obiettive ed affidabili. Ciò, spiega anche come le dinamiche che portano un'agenzia di *rating* ad attribuire una determinata valutazione sono improntate ad una trasparenza ed una chiarezza operativa nei confronti degli investitori e degli emittenti stessi, tant'è che a seguito delle recenti crisi finanziarie che hanno coinvolto i mercati globali, le maggiori agenzie rendono pubbliche le proprie procedure e metodologie per garantire una trasparenza maggiore.

L'obiettivo di garantire un sistema siffatto, con precise disposizioni normative e con organi di vigilanza dotati di poteri sanzionatori, è stato poi reso concreto dal recente Regolamento del 2009 che chiude il cerchio in difesa dell'investitore, attuando un *corpus* di norme disciplinari ed un intervento impositivo, da parte delle autorità di controllo, sulle agenzie di *rating*, le quali operano in ambito comunitario, nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e buon governo<sup>91</sup>.

## 7. Conclusioni.

E' tempo di trarre qualche considerazione finale.

Il quadro normativo nel settore bancario e finanziario, come ampiamente evidenziato nelle pagine che hanno preceduto, è stato interessato da trasformazioni di grande rilievo, soprattutto nell'ultimo quinquennio.

Gli intermediari si stanno confrontando con cambiamenti significativi che incidono sulle strategie nonché sugli assetti organizzativi e operativi, mentre la regolamentazione, da canto suo, richiede in misura crescente agli operatori di rafforzare i sistemi di gestione e controllo dei rischi, assicurare il rispetto dei

---

<sup>91</sup> E' auspicabile, inoltre, che in una visione globale del ruolo incisivo assunto dalle società di *rating* in ambito finanziario si possa contare anche su un importante intervento da parte dei principali mercati mondiali (Stati Uniti, Cina, Paesi Arabi e la Comunità Europea) al fine di creare un unico organismo di controllo con precise regole che possano garantire un mercato con una trasparente operatività. Per ottenere un risultato del genere si dovrà confidare in una corretta regolamentazione nell'accesso ai vari mercati che bilanci un sistema selettivo di ingresso con la necessità di permettere al mercato di svilupparsi per creare una concorrenza sana, capace di portare benefici agli investitori.

principi, improntare a canoni di correttezza e trasparenza le relazioni con la clientela.

I dubbi di eventuali sovrapposizioni, legati ad una eccessiva stratificazione di norme nazionali e comunitarie, legislative e regolamentari, nonché di auto-regolamentazione, restano, tuttavia, i principali fattori di preoccupazione, anche a livello internazionale, per il prossimo futuro, alimentando non poche incertezze interpretative sull'applicazione dei principi contenuti nel nuovo impianto regolatorio.

È indubbio, comunque, che grazie al contributo della regolamentazione notevoli progressi si sono registrati nel sistema finanziario italiano, sotto il profilo della capacità di gestione e controllo dei rischi, dell'efficienza dei processi operativi, dell'abilità competitiva in ambito internazionale, e, non ultimo, del rafforzamento delle relazioni con la clientela.

I rilievi fin qui effettuati, suffragati anche dall'esperienza finanziaria di questi ultimi anni, hanno, pertanto, dimostrano la validità dell'attuale disciplina comunitaria nel raggiungere i due principali obiettivi tipicamente propri del diritto dei mercati finanziari, l'effettiva tutela degli investitori e l'integrità dei mercati, con un approccio indubbiamente realistico nell'individuazione delle metodologie più idonee per il raggiungimento delle suddette finalità.

Si pensi, anzitutto, al tema dei conflitti di interessi, intorno al quale ruota gran parte delle disposizioni contenute nella direttiva MiFID, la quale, per la prima volta, ha affrontato la materia nella consapevolezza che tali conflitti nel mercato finanziario – pur rappresentando una grave minaccia per l'integrità dei mercati – sono pressoché ineliminabili.

Sulla base di questo convincimento, il legislatore europeo ha poi adottato una serie di misure di diverso tipo, atte a gestire e a limitare gli effetti negativi dei conflitti di interessi, piuttosto che a tentare di eliminarli in modo diretto.

A ciò si aggiunge, ancora, che nel valutare la necessità di raggiungere un perfetto equilibrio informativo tra gli intermediari e gli investitori, ha previsto che le informazioni, da fornire ai clienti, debbano essere efficienti e mirate, in forza del principio della modularità dell'informativa, onde evitare che i risparmiatori vengano sommersi di dati di ogni tipo, spesso superflui e irrilevanti per il caso concreto e, quindi, inutili per il reale interesse del cliente di operare appunto scelte di investimento consapevoli.

La MiFID, d'altro canto, si caratterizza anche per aver abbandonato quell'atteggiamento eccessivamente protezionistico nei confronti degli investitori, esprimendo una valutazione ponderata nell'allocazione delle responsabilità tra intermediari e clienti.

La nuova disciplina, pertanto, ha ritenuto di responsabilizzare maggiormente gli investitori, i quali sono giustamente chiamati ad una gestione oculata del proprio patrimonio, che si dovrebbe tradurre, anzitutto, nella scelta, da parte dei clienti, di servizi d'investimento più appropriati alla loro effettiva conoscenza ed esperienza.

Solo per inciso, occorre sottolineare come la disciplina in commento abbia visto nel rafforzamento dei mercati europei dei servizi finanziari un fattore strategico molto importante, tant'è che siffatta circostanza ha portato il legislatore comunitario a porre, tra i suoi principali obiettivi, quello della massima armonizzazione della disciplina di settore.

Anche per le autorità di vigilanza, la gestione di questi cambiamenti ha accresciuto il grado di complessità e intensità operativa, spingendo le medesime verso approcci mirati ai rischi (c.d. *risk-based supervision*) per potenziare l'efficacia della propria azione. Inoltre, l'interesse pubblico sotteso all'intervento regolamentare dei suddetti organi coincide con l'interesse degli intermediari a elevare gli standard di efficienza e sicurezza, e quindi accresce gli incentivi alla creazione di valore per l'impresa.

Sotto quest'aspetto un ruolo determinante è attribuito agli ampi margini di autonomia che la legge attribuisce agli intermediari per realizzare il modello organizzativo più coerente con le proprie specifiche caratteristiche, anche attraverso forme più opportune di coordinamento e collegamento tra le varie funzioni.

In materia di *compliance*, la normativa di vigilanza richiede soluzioni in grado di realizzare un effettivo miglioramento dei processi aziendali, un vaglio attento dei rischi in fase di introduzione di nuovi prodotti, attività e sistemi rilevanti, un adeguamento sostanziale alle disposizioni normative, in particolare quelle poste a tutela dei risparmiatori e degli investitori.

Le previsioni, in un arco di tempo di medio periodo, portano a ritenere auspicabili avanzamenti anche nelle metodologie quantitative per il calcolo dell'esposizione ai rischi legali e reputazionali, in modo da determinare stime più puntuali del relativo assorbimento patrimoniale delle strutture finanziarie.

Per quel che ci è possibile ritenere, la sfida più significativa che attende gli intermediari finanziari nel prossimo futuro è comunque l'elaborazione di una strategia mirata dei rischi aziendali; rischi che si sono rilevati, soprattutto nei nuovi modelli di intermediazione e nelle recenti turbolenze dei mercati, sempre più strettamente collegati tra loro.

Il programma di revisione della MiFID, al vaglio del Parlamento europeo, costituisce l'ambito nel quale tale percorso andrà compiuto, in modo sempre più formalizzato e strutturato.

Pertanto, ci sembra opportuno rinnovare, ancora una volta, l'auspicio che il legislatore comunitario, con l'introduzione della MiFID2 intervenga opportunamente affinché vengano eliminati tutti quei meccanismi normativi che mettono seriamente a repentaglio l'applicazione uniforme della disciplina di settore, all'interno dell'Unione Europea.

A fronte dei prossimi cambiamenti imposti dalla direttiva europea sui servizi d'investimento, l'impatto che si determinerà sulla promozione finanziaria e sulle strategie delle reti distributive, sarà, indubbiamente notevole, vuoi a causa del ruolo crescente dell'architettura aperta, vuoi, anche, per i risvolti, non solo giuridici, sul mercato del riformulato servizio di consulenza a pagamento, senza contare gli effetti, ancora tutti da chiarire, del ricambio generazionale per una categoria, quale quella dei promotori finanziari, che necessita di aggiornare le proprie strutture manageriali.

Ci si chiede, dunque, cosa accadrà per il settore della promozione finanziaria con l'avvento della *MiFID Review* e se la stessa riuscirà a superare l'*impasse* attuativo entro il 31 dicembre di quest'anno.

Ovviamente, il successo della normativa dipenderà in gran parte – oltre che dalla validità delle disposizioni previste – da come sarà applicata concretamente dagli operatori del settore e, in particolare, dalle modalità con cui gli stessi sapranno conformarsi agli obblighi di legge nella nuova fase di implementazione della disciplina comunitaria.