

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Gennaio-Aprile 2020

1-2

RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIOREDELISI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i>
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	GUR HUBERMAN, Columbia University
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - <i>co Editor</i>
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
SRIS CHATTERJEE, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
LAURENT CLERC, Banque de France	FABIO PANETTA, Banca Centrale Europea
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
RITA D'ECCLESIA, Sapienza - Università di Roma	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - <i>co Editor</i>	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
CARMINE DI NOIA, CONSOB	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Peter Cincinelli, Alfonso Del Giudice, Vincenzo Formisano, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito.

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARCIANELLI, FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXVI (NUOVA SERIE)

GENNAIO-APRILE 2020 N. 1-2

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO La politica monetaria nella pandemia. Ci salverà l'elicottero?... 3

Saggi

R. COCOZZA

D. CURCIO

A. PACIFICO

Do Global Markets Imply Common Fear? 7

G. GAROFALO

G. GUARINI

C. CHIACCHIERINI

Le piccole e medie imprese italiane nella riflessione
di Francesco Parrillo e nel contesto dell'economia italiana
del III millennio: un percorso di ricerca sul capitalismo
italiano con una verifica empirica 47

Saggi - Sezione Giovani

G. CHIORAZZO

E. GABRIELE

Dismissione di NPL tramite iniziative di sistema
(bad-bank): un modello contabile per la simulazione
degli effetti sui bilanci delle banche italiane 77

Tips for Financial Risk Managers During
QE Enforcement: Evidence from EU-Core Countries 129

Rubriche

Valutazioni giuridiche sull'impatto della Mifid II

(A. Fittante) 171

L'incertezza frena le imprese. Nel 2019 calano le richieste di credito

(E. Mazzotti) 183

Bankpedia 189

Assicurazione dei depositi in Italia e nella UE

(C. Oldani)

La nuova Via della Seta - Belt and Road Initiative

(C. Oldani)

Recensioni

F. Capriglione, A. Sacco Ginevri, *Metamorfosi della governance bancaria*

(Marina Brogi) 203

A. Dell'Atti, F. Miglietta e A. P. Iannuzzi, *Il sistema bancario e la crisi finanziaria*

(S. Sylos Labini) 206

RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.

Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Note per i collaboratori: *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

*Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione cartacea) sul sito della rivista: www.rivistabancaria.it
Gli articoli dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui criteri redazionali si rinvia al sito della Rivista.*

La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.

La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.

Gli autori riceveranno in omaggio tre copie della Rivista

Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: redazione@rivistabancaria.it

Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione della Rivista. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa
Massimo, 29 - 00161 - Roma -
Fax +39 06 83700502
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di aprile 2020 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

VALUTAZIONI GIURIDICHE SULL'IMPATTO DELLA MIFID II

ALDO FITTANTE*

1. Sintesi

Il presente contributo si propone di analizzare in chiave critica l'impatto della nuova normativa MIFID II sul rapporto tra banca e investitori, che sconta *ab origine* un deficit in termini di capacità e d'informazioni a discapito del soggetto investitore, quale parte debole del rapporto contrattuale¹.

* Unifirenze - info@studiolegalefittante.it

1 L'asimmetria informativa che connatura il rapporto tra banca ed investitore risiede in primo luogo nella possibilità dell'intermediario di accedere ad informazioni più particolareggiate rispetto al comune cittadino il quale, non solo non possiede l'adeguata competenza per discernere con completezza l'operatività dello strumento finanziario che si accinge a sottoscrivere ma, vieppiù, difetta della preparazione necessaria che è propria del solo operatore professionale.

Dunque, per elidere questo gap informativo è stato predisposto dall'ordinamento - a tutela dell'investitore - un decalogo di doveri incombenti sull'intermediario evincibile dall'articolo 21 T.U.F. e dal regolamento Consob.

Più specificatamente, l'articolo 21 T.U.F. (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) enuclea una serie di doveri riassumibili sinteticamente negli obblighi di operare secondo diligenza, attraverso una compiuta attività di informazione rivolta al cliente che si accinge a sottoscrivere il prodotto finanziario. Tali obblighi sono individuati in:

"a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;

In particolare, vedremo come con la Mifid II si anticipa il livello di tutela dell'investitore, passando da un sistema che impone di parametrare l'investimento alle informazioni carpite in sede informativa dall'intermediario – tipico della Mifid I – ad un sistema chiamato *know your product*, in cui il prodotto finanziario viene creato e nasce preliminarmente destinato ad un determinato *target* di investitori, in base alla tipologia, all'oggetto e al tasso di rischio insito catalogato tramite la *rating*, voluto invece dalla Mifid II.

Si tratta di uno spunto di riflessione su una tematica magmatica,

ancora in evoluzione e al centro di un tutt'altro che sopito dibattito, che ha visto giurisprudenza e dottrina interrogarsi, in particolar modo, in merito alle conseguenze che una violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari può determinare sull'intera operazione investitoria, individuando una dicotomia di soluzioni a seconda che la violazione dei doveri avvenga nella fase precontrattuale o nel corso del contratto stesso. Per gli approfondimenti giurisprudenziali e dottrinali sul punto si rinvia alla nota a piè di pagina sottostante².

b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;

d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi".

In aggiunta, il regolamento Consob all'art. 28 prevede che gli intermediari finanziari, in via preliminare, debbano chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione patrimoniale, i suoi obiettivi di investimento, nonché la sua propensione al rischio. Precisa ulteriormente l'articolo che l'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare da contratto, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore.

Inoltre, ai sensi dell'articolo 96 3° comma del citato Regolamento Consob del 1998, l'intermediario finanziario deve verificare che il cliente abbia compreso le caratteristiche essenziali dell'operazione proposta, non solo con riguardo ai relativi costi e rischi patrimoniali ma, anche, con riferimento alla sua adeguatezza in rapporto alla situazione dell'investitore. La normativa secondaria prevede, in sostanza, che gli intermediari debbano fornire al cliente informazioni appropriate affinché essi possano comprendere la natura del prodotto e i rischi ad esso collegati, consentendo agli investitori di assumere decisioni consapevoli in materia di investimenti.

2 In caso di violazione dei doveri di informativa nel corso del contratto, non pare revocabile in dubbio qualificare la responsabilità dell'intermediario in termini contrattuali con piena legittimazione dell'investitore di attivare i canonici rimedi espliciti dall'articolo 1453 c.c., con consequenziale risarcimento del danno e, nei casi più gravi, optare per la risoluzione contrattuale (*ex multis*, Cass. Civile Sez. 6, sent. n. 2658 del 02/02/2018, Cass. civile sent. n. 8462/2014; Cassazione civile sez. I, n. 22147 del 29/10/2010; SS.UU. sent. n° 26724 e 26725 del 19/12/2007).

Diversamente, nell'ipotesi in cui siffatti doveri siano violati nella fase prodromica alla stipula, un primo orientamento patrocina la tesi della nullità dell'intera operazione negoziale, riconoscendo alle norme ex artt. 21-23 del T.U.F. e artt. da 26 a 30 Regolamento Consob n. 11522/98 carattere imperativo (si veda: Tribunale di Foggia 15 maggio 2006; Tribunale di Teramo 18 maggio 2006; Tribunale di Firenze 04 dicembre 2006; Tribunale di Ravenna 12 ottobre 2009; Tribunale di Milano 20 marzo 2006; Trib. Monza, 27 gennaio 2005, n. 218, in Responsabilità civile e previdenza, 2004, 134; Trib. Venezia, 11 luglio 2005, in Danno resp.,

2. Impatto della direttiva MIFID II (markets in financial instruments directive) 2014/65/EU

Dopo queste brevi note introduttive, non ci resta che vedere le principali novità della direttiva europea MiFID II 2014/65/EU, che possono essere sintetizzate come segue nel:

- Passaggio da un sistema impron-

tato sul *know your customer*, ad un sistema focalizzato sul *know your product*;

- Rafforzamento degli obblighi informativi a carico degli intermediari finanziari.

2.1. Product governance e know your product

Questo è, a parere dei primi commentatori, il punto di incisione più innovativo della normativa in questione.

Si ritiene che il legislatore europeo abbia mostrato una certa sensibilità verso le istanze protezionistiche della sfera dei consumatori-investitori e l'esigenza di limitare fortemente la discrezionalità delle società di investimento.

Infatti, sebbene il questionario

Mifid I, con il quale si realizzava il processo informativo tra intermediario investitore, fosse già alquanto esaustivo, restava comunque un modello protezionistico pienamente ancorato alla correttezza e alla capacità del professionista, sul quale il cliente fa da sempre cieco affidamento.

Diversamente, con l'attuazione di un modello di *product governance*, la Mifid II impone la creazione di prodotti finanziari già ontologicamente

2005, 1231; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in Banca borsa tit. cred., 2004, II, 440 ss.; Trib. Firenze, 30 maggio 2004).

Altro orientamento è quello che propugna la tesi della responsabilità da inadempimento: la banca, violando gli obblighi informativi che derivano dal contratto-quadro, incorre nella responsabilità di cui all'art. 1218 c.c. Al suddetto contratto va, quindi, riferita l'azione di inadempimento esercitata dal risparmiatore, anziché al contratto con il quale l'investimento è stato realizzato (in questo senso, a titolo esemplificativo e non esaustivo, Cass. civ., sez. I, n. 21711 del 26/10/2015; Tribunale di Arezzo, sent. n. 975 del 24/10/2018; Tribunale di Bari, sez. IV, sent. n. 854 del 17/02/2016; Trib. Genova, 2 agosto 2005, n. 3660, in Danno resp., 2005, 1225; Trib. Milano, 25 luglio 2005, in Danno resp., 2005, 1227, con nota di Dellacasa, Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile. Nel medesimo senso, in dottrina, cfr. Roppo, La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond) (nota a Trib. Genova, 18 aprile 2005, Trib. Genova, 15 marzo 2005, Trib. Mantova, 12 novembre 2004 e Trib. Venezia, 22 novembre 2004), in Danno resp., 2005, 624 ss., spec. 627 ss.; Lucchini Guastalla, Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari, in Responsabilità civile e previdenza, 2005, 21 ss., spec. 35 ss.; Di Majo, Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore, (nota a Trib. Firenze, 19 aprile 2005), in Corr. giur., 2005, 1282, spec. 1284-1285).

parametrati e forgiati per un mercato di riferimento.

Si delinea, quindi, un articolato processo di produzione-approvazione, nel quale si instaura un dialogo costruttivo tra produttori e distributori, che si snoda nei singoli passaggi cui sono specificamente dedicati i paragrafi che seguono.

2.1.1. *L'analisi in astratto compiuta dalle società creatrici dei prodotti finanziari*

Con il passaggio al nuovo sistema improntato sul *know your product*, le società che intendono produrre strumenti finanziari devono individuare il mercato di riferimento del prodotto, previa valutazione dei rischi ad esso sottostanti.

In concreto, i produttori (*manufacturer*) effettuano un'analisi finanziaria prodromica alla strutturazione del prodotto finanziario, con la quale individuano un *mercato target* e valutano lo *standard* di investitori che mediamente si rivolge al medesimo, il profilo d'investimento preferito, nonché l'esperienza maturata.

Cosicché il prodotto nasce già su misura rispetto al mercato di riferi-

mento, con la precisa indicazione di un *target negativo*, ovvero la tipologia di clientela non adeguata alla sottoscrizione del medesimo.

Il passaggio chiave inserito nell'articolo 16 della direttiva, rubricato "Requisiti organizzativi", specifica che "*Le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari da offrire in vendita alla clientela adottano, esercitano e controllano un processo di approvazione per ogni strumento finanziario e per ogni modifica significativa agli strumenti finanziari esistenti, prima della loro commercializzazione o distribuzione alla clientela*".

Il processo di approvazione del prodotto delinea, per ciascuno strumento finanziario, il corrispondente mercato di riferimento di clienti finali e garantisce che tutti i rischi specificamente attinenti a tale *target* siano stati analizzati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il *target* stesso.

Preme sottolineare come il processo di produzione, parametrato sul mercato di riferimento, quindi adottando un processo di standardizzazione, determini una sorta di presunzione di adeguatezza dello strumento finanziario.

2.1.2. *L'analisi in concreto operata dalle società di distribuzione dei prodotti finanziari*

Successivamente, spetta alle società di distribuzione verificare la compatibilità della strategia di distribuzione con il mercato stesso.

Ciò impone un ruolo di vigilanza della società di distribuzione, la quale ha il compito di riesaminare criticamente le valutazioni prospettiche presentate dall'impresa creatrice dello strumento finanziario, elemento che esalta quel dialogo competitivo cui si è fatto previamente accenno e sul quale pare focalizzarsi la stessa direttiva.

Ne danno contezza i successivi passaggi dell'articolo 16, i quali testualmente dispongono:

“L'impresa di investimento riesamina inoltre regolarmente gli strumenti finanziari da essa offerti o commercializzati, tenendo conto di qualsiasi evento che possa incidere significativamente sui rischi potenziali per il mercato target, onde almeno valutare se lo strumento finanziario resti coerente con le esigenze del target e se la prevista strategia distributiva continui ad essere quella appropriata”.

“Le imprese di investimento emittenti mettono a disposizione dei distri-

butori tutte le necessarie informazioni sullo strumento finanziario e sul suo processo di approvazione, compreso il suo mercato target”.

“Le imprese di investimento che offrono o raccomandano strumenti finanziari non realizzati in proprio, adottano opportune disposizioni per ottenere le informazioni menzionate al quinto comma e per comprendere le caratteristiche e il mercato target identificato di ciascuno strumento finanziario”.

Dunque, l'impresa di investimento che si occupa esclusivamente della distribuzione non è vincolata dal processo di approvazione dei prodotti da distribuire, piuttosto, deve prodigersi per ottenere le informazioni inerenti alle caratteristiche del prodotto ed al mercato *target* individuato.

Contrariamente a quanto avviene per il *manufacturer*, il *distributor* è chiamato ad analizzare dettagliatamente la clientela cui intenderà offrire o raccomandare il prodotto.

La sua *target market analysis* sarà diretta al cliente tipo identificato in base ai criteri che l'impresa stessa ha stabilito per classificare i propri clienti.

Dunque, il *distributor* non sarà vincolato dalle informazioni che riceverà dal *manufacturer*, dovendo egli stesso procedere ad un'autonoma va-

lutazione del mercato di riferimento e della coerenza con la strategia di distribuzione.

Tutto quanto detto avvalorava l'idea, sostenuta anche dai primi commentatori, circa l'anticipazione della tutela dell'investitore che trasla dalla fase del rapporto, a quella della produzione dello strumento finanziario.

Andando avanti nella trattazione ci si è chiesti quale sia adesso il ruolo della trattativa individuale che intercorre tra intermediario e investitore, o meglio se la direttiva MIFID II, che sul punto non appare fortemente innovativa, abbia ridisegnato il ruolo da attribuire all'informativa pre-contrattuale.

2.2. Rafforzamento degli obblighi informativi a carico degli intermediari finanziari

Innanzitutto la Mifid II, nell'ottica di accrescere la protezione dell'investitore, ridisegna un articolato modello di consulenza finanziaria, normato a seconda che la stessa sia indipendente o al servizio di un'impresa d'investimento con cui il consulente finanziario ha legami legali o economici.

In caso di prestazione di consulenza in materia di investimenti, la Banca deve comunicare al cliente se la consulenza è fornita su base indipendente o meno.

Per essere identificata come indipendente occorrono due requisiti: la consulenza deve essere prestata valutando una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili e la banca non deve accettare e trattenere onorari, commissioni o altri benefici

monetari o non monetari in relazione alla prestazione del servizio ai clienti.

Nel modello indipendente in cui il consulente, proprio perché *super partes*, può spaziare all'interno di una vasta gamma di prodotti, si acuisce il ruolo informativo cui lo stesso è tenuto.

La Mifid II sul punto è chiara: chi opera in qualità di consulente indipendente deve preventivamente comparare diversi strumenti finanziari attraverso molteplici parametri – quali i rischi e i costi del medesimo, nonché la complessità e le caratteristiche della clientela *target* – al fine di disegnare un quadro prospettico adeguato che consentirà al cliente la selezione del prodotto più confacente alle proprie esigenze finanziarie.

Il flusso di informazioni, peraltro,

non si limita alla fase dell'acquisto del prodotto finanziario, ma grava l'intermediario del cosiddetto onere di valutazione periodica.

Ecco una delle novità più ragguardevoli della normativa europea che implementa il rapporto fiduciario: quest'onere di informazione *ex ante* ed *ex post* tocca due elementi fondamentali, ovverosia il costo del prodotto finanziario e l'adeguatezza dello strumento.

Sul primo punto la MiFID II è dirimpante: gli intermediari sono obbligati ad una completa e corretta co-

municazione al cliente di tutti i costi sopportati in un investimento, dalle commissioni di negoziazione, alle commissioni di gestione, fino anche alle spese burocratiche, che devono essere messi – per la prima volta in modo esaustivo e capillare – nero su bianco.

Insomma, un elenco completo che sia di immediata comprensione per capire al momento dell'acquisto (informativa *ex-ante*), ma anche dopo (informativa *ex-post*), il costo complessivo dell'operazione.

2.3. Principi di carattere generale e informazione del cliente

Le informazioni sui costi e oneri, compresi quelli connessi al servizio d'investimento e allo strumento finanziario, non causati dal verificarsi di un rischio di mercato sottostante, devono essere presentate in forma aggregata per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica.

Laddove applicabile, tali informazioni sono fornite al cliente con periodicità regolare, e comunque almeno annuale, per tutto il periodo dell'investimento.

Il medesimo onere grava sulle so-

cietà d'investimento con riguardo questa volta alla valutazione di perdurante convenienza dell'investimento.

Si potrebbe dire che l'intermediario bancario sia tenuto ad assistere il cliente anche in corso di esecuzione del contratto d'investimento, informandolo di eventuali variazioni del rischio dell'operazione ed eventualmente prospettandogli la necessità di preferire un diverso e nuovo piano di investimenti.

Il legislatore italiano peraltro, in fase di recepimento, ha pienamente adeguato in tal senso la normativa attualmente in vigore, in special modo

il Testo Unico Finanza, che all'articolo 24 *bis* dà contezza di quanto detto:

Art. 24 *bis* (*Consulenza in materia di investimenti*):

“1. *In caso di esercizio della consulenza in materia di investimenti, il cliente è informato, in tempo utile prima della prestazione del servizio, anche di quanto segue:*

- a) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno;*
- b) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;*
- c) se verrà fornita ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati”.*

Si evince, quindi, come la direttiva Mifid II abbia portata ancipite: da un lato ha anticipato la tutela dell'investitore già nella fase di produzione degli strumenti finanziari, dall'altro

ha fortemente implementato gli oneri cui l'investitore è tenuto in termini informativi.

Ciò nondimeno si ritiene che, malgrado i ripetuti interventi sul correttivo informativo apportati dal legislatore, dalla accurata analisi del contesto di mercato attuale e delle decisioni giurisprudenziali di settore, emerge che il flusso di informazioni nella fase pre-contrattuale non sempre sia sufficiente a far trasparire l'an ed il *quomodo* dell'investimento, e sia quindi idoneo ad attenuare, e tantomeno ad eliminare, la debolezza contrattuale dell'investitore.

Dal punto di vista sostanziale ne deriva che, nella fase che precede la stipulazione del contratto, l'intervento legislativo non deve escludere la necessità di agire a valle per vagliare se la debolezza dell'investitore gli abbia impedito ipoteticamente di utilizzare l'informazione a suo vantaggio.

Inoltre la normativa, al di là delle specifiche ipotesi di nullità per difetto di sottoscrizione, non ha mai fornito un quadro sanzionatorio adeguatamente parametrato alle peculiarità dei contratti d'investimento.

Come già evidenziato, in conseguenza di ciò, si è sviluppata una ricca produzione giurisprudenziale in funzione quasi para-normativa, con

l'intento di colmare le lacune della regolamentazione formale mediante le facoltà interpretative che le sono proprie.

Preso atto di ciò, si può ancora dire che le conclusioni maturate dalla giurisprudenza in merito alla violazione dei doveri informativi ad opera dell'intermediario siano ancora valide?

Sul punto è stata proposta, dai più attenti commentatori, una duplice e diversa chiave di lettura, con l'obiettivo di rivedere criticamente gli orientamenti ermeneutici maturati nel panorama giuridico.

Innanzitutto, si potrebbe forse ripensare la *ratio* stessa della normativa interna contenuta nel T.U.F e nel regolamento Consob, provando a rilevarne la natura imperativa.

Si tratta di una conclusione che si scontra con il diritto positivo: d'altronde la Cassazione - anche con intento pedagogico nei confronti di noi operatori del diritto - ha stigmatizzato ogni tentativo dottrinale di elevare norme comportamentali al rango di principi imperativi.

Dal punto di vista teorico sostanziale, la nullità è una caratteristica dell'atto in sé e non del rapporto

concreto che si instaura tra le parti, per cui ogni violazione di regole che attengono a doveri comportamentali, salve ipotesi di previsione testuale o di particolari transcodificazioni, non trova sul piano patologico corrispondenza nella nullità. Pur tuttavia, non sono rare le ipotesi che negli ultimi tempi hanno condotto anche la Cassazione, così come la Corte Costituzionale³, a sanzionare con la nullità la predisposizione di regolamenti contrattuali eccessivamente squilibrati a danno della parte debole, mi riferisco al caso della caparra confirmatoria o delle clausole *claims made*.

Nella sentenza pronunciata dalla Corte Costituzionale, il dovere di solidarietà sociale di cui all'articolo 2 della Costituzione, che trova diretta applicazione nel nostro ordinamento, assurge al rango di principio fondamentale, implementando gli obblighi contrattuali in fase di redazione dell'accordo e imponendo in ottica protezionistica di non gravare la parte debole attraverso un regolamento di interessi eccessivamente squilibrato.

Si tratta di una sentenza aspramente criticata dalla dottrina in quanto, secondo alcuni, ha confuso i piani di operatività tra norme sull'at-

3 Ordinanza della Corte Costituzionale 21 ottobre 2013 n. 248 confermata dalla successiva 2 aprile 2014 n. 77 e fatta propria dalle Sezioni Unite della Suprema Corte di Cassazione 6 maggio 2016 n. 9140.

to e norme sul rapporto.

Nonostante la criticità evidenziata, questa pronuncia ancora oggi permane nel panorama giurisprudenziale e offre uno spunto interessante per la rivisitazione delle tesi giurisprudenziali in materia precontrattuale.

A sostegno di questa analisi critica si può ulteriormente citare la pronuncia della Cassazione inerente alle clausole *claims made*, nella cui trama motivazionale viene sostenuta la nullità delle medesime per difetto di meritevolezza ovvero, laddove sia applicabile la disciplina di cui al decreto legislativo n. 206 del 2005, per il fatto di determinare, a carico del consumatore, un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto.

Si tratta di indirizzi normativi che potrebbero costituire l'addentellato ermeneutico per elevare le norme regolatrici del rapporto intermedio-investitore alla stregua di vere e proprie norme imperative, come d'altronde propugnato dal primo formante giurisprudenziale.

A ben vedere, ancorché si tratti di doveri comportamentali espressamente tipizzati, non si può sottacere il vero intento del legislatore europeo, che si cela dietro la direttiva Mifid II, ovvero sia l'obiettivo di ricucire lo

strappo tra gli opposti interessi delle banche e dei risparmiatori.

Ecco che il dovere di buona fede e correttezza- riletto in questa chiave- potrebbe condurre a rilevare la nullità dei contratti d'investimento nei quali si sia realizzato un significativo squilibrio del regolamento contrattuale.

In ultimo, può ancora sostenersi la tesi della responsabilità precontrattuale se ad essere violati sono doveri espressamente tipizzati a livello normativo?

L'idea che il rapporto intermedio-investitore sia informato sui doveri di buona fede e correttezza, nel quale svolge un ruolo centrale l'attività di informazione con riguardo ai rischi e ai profili di guadagno dello strumento finanziario, apre ampi scenari che possono rifuggire dal forzato inquadramento nell'alveo della responsabilità precontrattuale ed essere inquadri anche al di là dei ristretti termini di tale alveo, come paventato da una certa dottrina.

Da ultimo, la pronuncia della Corte di Cassazione n. 12544 del 18.05.2017 non ha fatto altro che precisare come l'intermediario sia tenuto ad assumere *“una condotta intesa a rappresentare in modo puntuale e compiuto le caratteristiche dell'operazione inadeguata, con riguardo particolare ai*

rischi che la stessa viene propriamente a proporre". L'investitore, infatti, deve essere in grado di compiere una scelta consapevole e, di conseguenza, le ragioni che renderebbero inopportuno concludere un affare devono divenire dei "co-fattori della decisione" direttamente assunta dal cliente. Ciò a maggior ragione è valido rapportando le medesime conclusioni *ratione temporis* all'attuale quadro normativo in cui la tutela dell'investitore è inglobata nel reticolato produttivo degli strumenti finanziari.

Quindi, a seguito del processo di tipizzazione e rafforzamento degli specifici doveri gravanti sull'intermediario, il comportamento non diligente dell'intermediario non può che trovare riscontro sul piano patologico nella responsabilità contrattuale.

3. Conclusioni

Pur in presenza di diverse ricostruzioni offerte recentemente dalla dottrina e dalla giurisprudenza, sembra che la tesi fatta propria dalle Sezioni Unite della Cassazione, che riconduce la responsabilità dell'intermediario finanziario alternativamente nell'alveo della responsabilità precontrattuale o di quella contrattuale, debba

Sembra essere questo l'indirizzo ermeneutico evincibile dalle più recenti prese di posizione del massimo consesso della giustizia civile.

Giova riportare la massima con cui la Cassazione ha dato atto dell'orientamento ermeneutico anzidetto: "*La responsabilità dell'intermediario che ometta di informarsi sulla propensione al rischio del cliente o di rappresentare a quest'ultimo i rischi dell'investimento, ovvero che compia operazioni inadeguate quando dovrebbe astenersene, ha natura contrattuale, investendo il non corretto adempimento di obblighi legali facenti parte integrante del contratto-quadro (o contratto d'investimento) intercorrente tra le parti*" (CORTE DI CASSAZIONE, SEZ. I CIVILE - SENTENZA 25 maggio 2016, n.10640).

continuare ad essere pienamente condivisa.

Non si può peraltro tacere quanto sostenuto da una parte della dottrina nell'affermare che una netta distinzione tra responsabilità precontrattuale e responsabilità contrattuale, in alcune ipotesi, pare non assumere un rilievo decisivo.

Infatti, si osserva che gli obblighi di informazione gravanti sull'intermediario si inseriscono generalmente all'interno di un rapporto contrattuale già esistente e sono, dunque, contrattuali dal punto di vista della loro fonte, nel senso che derivano da un contratto tra banca e cliente: il contratto quadro. Dal punto di vista della loro funzione sono invece obblighi precontrattuali, in quanto funzionali alla conclusione di un diverso e successivo contratto: lo specifico contratto di acquisto di strumenti finanziari in base all'ordine del cliente, che del contratto quadro costituisce sviluppo e attuazione.

Ponendoci dal lato di chi investe, la MIFID II non può che essere avvertita come una grande conquista del mercato finanziario; la consapevolezza dell'investitore di poter contare su un mercato di riferimento, nel

quale gli strumenti finanziari sono quasi sartorialmente cuciti sull'investitore "tipo" potrà fortemente attenuare, seppur non eliminandoli del tutto, i timori e le tensioni legate all'operazione d'investimento.

Si prospetta, quindi, la creazione di un mercato finanziario nel quale si potrebbe – e il condizionale è d'obbligo dato che siamo in una fase di progressiva attuazione della disciplina – attuare quella allocazione ottimale del risparmio privato, che consenta di conciliare le opposte ed antitetiche esigenze: da un lato l'esigenza delle banche di massimizzazione degli utili e, dall'altro, l'esigenza del cliente di fare affidamento su una gestione prudente del portafoglio finanziario privato, attuata mediante investimenti adeguati che gli consentano di implementarlo.

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento per il 2020

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI20	€ 60,00 causale: EII20	€ 130,00 causale: MBEII20
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE20	€ 80,00 causale: EIE20	€ 180,00 causale: MBEIE20
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW20	€ 30,00 causale: EIW20	€ 75,00 causale: MBEIW20

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00**

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00**

Pubblicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ABBONATI - SOSTENITORI

ALLIANZ BANK
FINANCIAL ADVISORS S.P.A

ANIA

ARTIGIANCASSA

ASSOFIDUCIARIA

ASSONEBB

ASSORETI

ASSOSIM

BANCA CARIGE SPA

BANCA D'ITALIA

BANCA FINNAT

BANCA IMI

BANCA POPOLARE
DEL CASSINATE

BANCA PROFILO

BANCA SISTEMA

CBI

CONSOB

C R I F

ERNST & YOUNG

GROUPAMA AM SGR

GRUPPO UNICREDIT

INTESA SANPAOLO

IVASS

MERCER ITALIA

NATIXIS IM

NET INSURANCE

OASI

OCF

OLIVER WYMAN

ORRICK

POSTE ITALIANE

SACE

VER CAPITAL

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:

MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:

ANDREA BATTISTA, Net Insurance

ANTONIO BOTTILLO, Natixis

NICOLA CALABRÒ, Cassa di Risparmio di Bolzano

LUCA DE BIASI, Mercer

LILIANA FRATINI PASSI, CBI

LUCA GALLI, Ernst & Young

ANDREA PEPE, FinecoBank

ANDREA PESCATORI, Ver Capital

PAOLA PIETRAFESA, Allianz Bank Financial Advisors

ALBERICO POTENZA, Groupama Asset Management

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

