

Quaderni giuridici

La mappatura dei prodotti finanziari
nella prospettiva della tutela del risparmiatore

F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi

Con Prefazione di A. Sciarrone Alibrandi



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

28

aprile 2023

L'attività di ricerca e analisi della CONSOB intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della CONSOB, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della CONSOB, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla CONSOB anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Nadia Linciano, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Mauergeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Gianfranco Trovatore, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Paola Maione

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

CONSOB

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore

F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi ()*

Abstract

Il lavoro analizza gli aspetti relativi alla mappatura del prodotto nell'ambito della regola di adeguatezza come prevista dalla disciplina MiFID. Sinora l'attenzione del legislatore UE e della letteratura in materia si è appuntata maggiormente sulle questioni che attengono alla profilatura della clientela, mentre la mappatura del prodotto è affidata alla diligenza del prestatore del servizio, cui è richiesta una compiuta e completa conoscenza e familiarità con il prodotto offerto alla propria clientela. Relativamente a tale aspetto, sono stati sinteticamente riportati gli esiti di alcune attività di vigilanza ispettiva ed informativa condotte dalla CONSOB, che hanno rivelato diversi aspetti patologici. È stato poi affrontato lo stato applicativo della disciplina a livello europeo, con specifici approfondimenti per alcuni Paesi (Germania, Francia e Olanda), mostrando che le problematiche riscontrate a livello domestico investono anche l'intero ambito unionale. Sono stati in ultimo delineati i limiti dell'attuale disciplina nell'affrontare le sfide dell'imminente futuro e offerte delle prospettive evolutive volte a favorire una maggiore uniformità applicativa della disciplina e l'innalzamento dei livelli di tutela offerti al risparmiatore *retail*.

Keywords: Mappatura, Mis-selling, regola di adeguatezza, Mifid II, Findatex, ESAP, Artificial Intelligence.

(*) Filippo Annunziata –Università Bocconi;

Alberto Lupoi – Università di Padova;

Dario Colonnello – CONSOB, Ufficio Studi Giuridici.

Le opinioni espresse nel Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della CONSOB, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Indice

Prefazione	7
INTRODUZIONE	11
SEZIONE PRIMA	15
La disciplina e l'applicazione delle norme nei diversi Stati europei	
1 La disciplina	15
1.1 I doveri degli intermediari finanziari	15
1.2 La valutazione di adeguatezza quale fondamentale presidio di tutela della clientela retail	16
1.3 La regola di "appropriatezza"	20
1.4 I servizi di " <i>execution only</i> "	20
1.5 La " <i>product governance</i> " e la " <i>product intervention</i> "	21
2 I profili rimediali	26
3 La realtà italiana	29
3.1 Il contesto	29
3.2 Il principio di correlazione	31
3.3 Aspetti critici nel corso dell'attività ispettiva	32
4 Applicazione della disciplina in ambito europeo e riflessi in termini di tutela del risparmiatore	35
4.1 Modalità applicative nei singoli Paesi europei	37
4.2 L'applicazione della disciplina in alcuni Stati membri	40
4.2.1 Germania	41
4.2.1 Francia	47
4.2.1 Olanda	54

SEZIONE SECONDA	61
Rafforzamento del livello di tutela dei risparmiatori: possibili prospettive	
1 La rinnovata centralità della valutazione di adeguatezza per la tutela del risparmiatore <i>retail</i>	61
1.1 I limiti dell'attuale disciplina e le sfide dell'imminente futuro	61
1.2 Le proposte avanzate dalla Commissione Europea in ordine ad una nuova configurazione della valutazione dell'adeguatezza e le osservazioni dell'ESMA	66
2 La rilevanza dei processi di mappatura dei prodotti finanziari nell'ambito della valutazione di adeguatezza ai fini del contenimento del rischio di <i>mis-selling</i>	69
3 Prospettive evolutive	71
3.1 Condivisione dei dati di mappatura dei prodotti finanziari tramite il Punto di Accesso Unico Europeo (ESAP)	71
3.2 Previsione di un set standardizzato di dati e informazioni ai fini della condivisione dei parametri di mappatura	75
3.3 L'intelligenza artificiale a supporto dei processi di mappatura	79
CONCLUSIONI	81
Bibliografia	87

Prefazione

A. Sciarrone Alibrandi ()*

Nella odierna regolazione dei mercati finanziari la completa e puntuale "mappatura" dei prodotti ivi immessi e circolanti assume particolare rilievo, costituendo l'ineludibile presupposto per assicurare effettività ad alcune fra le più significative serie disciplinari di matrice europea volte a rafforzare la tutela dell'investitore.

Una precisa identificazione del prodotto (i.e.: delle sue caratteristiche, economico-finanziarie e giuridiche, fra cui, in primis, il grado di rischiosità) risulta, infatti, necessaria, unitamente alla profilatura della clientela, per il corretto funzionamento sia delle regole di adeguatezza e di appropriatezza - ovvero le due architravi delle regole di protezione degli investitori, già previste nel regime MiFID I -, sia delle più recenti regole di "product governance" introdotte dalla MiFID II.

Come però è stato acutamente messo in luce dagli Autori di questo Quaderno Consob, mentre la profilatura della clientela trova ormai ampio spazio nella normativa europea, primaria e secondaria, non altrettanto può dirsi per la mappatura dei prodotti, attività che gli intermediari sono chiamati a svolgere, certo nel rispetto delle regole di condotta e dei principi fissati in termini generali dalla MiFID ma senza riferimenti disciplinari di maggior dettaglio e, dunque, senza una reale "uniformità" di classificazione e valutazione.

È proprio questa lacuna ad avere suscitato l'attenzione degli Autori del Quaderno, secondo i quali il complessivo impianto di MiFID II non sarebbe riuscito, nonostante siano ormai trascorsi alcuni anni dalla sua entrata in vigore, a eliminare in maniera consistente il rischio del verificarsi di fenomeni di mis-selling.

Il rilievo è del tutto pertinente e condivisibile, e non solo perché alcuni di tali casi sono l'esito di mappature opportunistiche (nel senso della attribuzione di un livello di rischio inferiore a quello effettivo) dei prodotti finanziari da parte degli intermediari, al fine di innalzare il numero di clienti per i quali, in astratto, il test di adeguatezza possa restituire esito positivo nel caso di acquisto di quel prodotto. Ancora più a monte, infatti, si pone il tema dapprima del "design" e poi dell'effettiva conoscenza dei prodotti immessi e fatti circolare sul mercato da parte dei soggetti che compongono la filiera nelle sue varie articolazioni: dal produttore via via fino ad arrivare all'investitore.

(*) Antonella Sciarrone Alibrandi - Ordinario di Diritto dell'economia presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore.

E ciò nonostante MiFID II, oltre ad aver potenziato la valutazione di adeguatezza, abbia introdotto le già menzionate regole di product governance con il preciso, e totalmente apprezzabile, scopo di anticipare la classificazione dei prodotti e l'individuazione di una correlazione con i target di clientela.

Del resto, quello della "mappatura" dei prodotti è realmente uno degli snodi centrali non solo della disciplina dei servizi di investimento ma anche del diritto dell'impresa finanziaria, intendendo con tale locuzione ogni tipo di impresa che opera professionalmente nel sistema finanziario in senso lato (bancario, mobiliare, assicurativo) offrendo alla sua clientela "prodotti" che si sostanziano, infine, in figure di natura contrattuale.

Come risulta ormai chiarito dagli studiosi del contratto "d'impresa", infatti, la prestazione dell'impresa di investimento si esprime nell'offerta sul mercato di dati prodotti o, per dirla in altri termini, tali prodotti sono output che realizzano l'attività d'impresa degli intermediari. Se quindi la stipulazione di tali contratti-prodotti costituisce il momento di accesso al mercato dell'impresa (nel senso che l'impresa realizza la propria offerta, in relazione a quella attività, mediante quei contratti-prodotti), le modalità con cui l'impresa si organizza al proprio interno, al fine di rendere al mercato quel servizio (ivi compresa la mappatura dei prodotti), costituiscono una fase preparatoria necessaria dell'adempimento del fascio di rapporti che vanno a legare l'impresa ai propri clienti.

Da quest'angolo visuale, tutta la normativa europea in materia di servizi di investimento ben può leggersi come disciplina di un'attività d'impresa che, per via dell'intreccio di rapporti tra imprese-offerenti e clienti-investitori, si raccorda in un mercato. In questa prospettiva la product governance rinsalda ulteriormente il rapporto fra adempimento delle regole di condotta e organizzazione d'impresa del prestatore del servizio di investimento, giacché impone di assicurare il perseguimento del miglior interesse del cliente in tutte le fasi attraverso cui si svolge l'attività d'impresa: dallo sviluppo del prodotto alle strategie di distribuzione.

E questo movimento "anticipatorio" (da una tutela ex post a una tutela ex ante) è quantomai propizio anche in considerazione del ben noto dibattito, da tempo aperto e ancora non sopito, circa gli strumenti rimediali utilizzabili dagli investitori qualora la lesione del loro interesse derivi non tanto dalla violazione di regole di condotta da parte degli intermediari nella fase di collocamento, quanto piuttosto dalle caratteristiche intrinseche del prodotto che è stato loro offerto come "disegnato" su misura per loro.

Il riferimento, per un verso, corre ad alcune recenti vicende giurisprudenziali (verificatesi nel nostro Paese e in UK) in cui sono state sollevate questioni - in materia di derivati, e segnatamente derivati stipulati da Enti locali - attinenti proprio alla "profilatura" dei prodotti e, naturalmente, della clientela. Uno snodo centrale della discussione riguardava, infatti, la corretta rappresentazione, in fase di stipula del contratto, delle caratteristiche e del profilo di rischio dell'operazione: il mancato o insufficiente rispetto degli obblighi di disclosure e di rappresentazione di elementi essenziali del prodotto" (tra i quali, il mark to market, e gli scenari probabilistici). Le Sezioni Unite

della Corte di Cassazione fanno uso di un rimedio invalidante (la nullità del contratto) non per mancata o insufficiente profilatura della clientela, ma proprio per difetti inerenti il prodotto, la "misurabilità" del suo livello di rischio, e per la relativa rappresentazione resa alla controparte all'atto della conclusione del contratto.

D'altro canto, sempre in tema di strumenti di tutela per violazione di norme europee concernenti il regime di adeguatezza, non si può fare a meno di rammentare anche le considerazioni svolte dalla Corte di Giustizia in alcuni recenti interventi; e, in particolare, il riferimento è al Caso Genil (30 maggio 2013, C-604/11), nel quale la CGUE viene interrogata da un tribunale spagnolo rispetto alle conseguenze civilistiche derivanti dall'omissione dei test di adeguatezza e appropriatezza rispetto alla vendita di un IRS. La Corte di Giustizia, nel riconoscere l'autonomia dei diritti nazionali, ma al contempo la loro appartenenza all'apparato ordinamentale comunitario utilizza, infatti, un approccio di tipo sostanziale, ponendo i principi di equivalenza ed effettività come limite minimo all'individuazione della struttura rimediale più coerente con la violazione della regola, secondo la logica generale per cui i diritti affermati a livello di ordinamento comunitario devono essere sufficientemente tutelati all'interno dei singoli Stati. Anche da quest'angolo visuale, quindi, in mancanza di efficaci presidi di mappatura dei prodotti e, di conseguenza, di "malfunzionamenti" del regime MiFID II nel suo complesso, si possono prospettare, nei diversi Stati europei, contenziosi domestici differenti sotto il profilo rimediale, con l'esito ultimo di una frammentazione del mercato unico e un indebolimento della fiducia degli investitori.

Dalle brevi considerazioni fatte sin qui, risulta perciò del tutto confermata l'opportunità di un'indagine sulla mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva di rafforzare la tutela del risparmiatore. Quella così accuratamente condotta nelle pagine che seguono si segnala anche per il non trascurabile tentativo di formulare, nell'orizzonte europeo, qualche concreta proposta finalizzata a migliorare il quadro attuale di riferimento, nella convinzione che non possa essere il mercato a colmare da solo nel tempo la riscontrata lacuna normativa. Si tratta di proposte volte a rendere maggiormente omogeneo il processo di mappatura dei prodotti tra gli operatori di mercato e a favorire un più agevole accesso ai dati di profilatura dei medesimi.

Fra tali suggerimenti, merita segnalare, per la forte potenzialità di sviluppo che va anche oltre quanto prospettato dagli Autori del Quaderno, quello attinente a una piena valorizzazione dello European Single Access Point (ESAP), nuova piattaforma europea la cui implementazione costituisce uno dei sedici obiettivi individuati dal Capital Markets Union Action Plan del 2020. Tale piattaforma è, come noto, finalizzata a *"provide for seamless, EU-wide access to all relevant information (including financial and sustainability-related information) disclosed to the public by companies including financial companies"* e *"facilitate the flow and use of information in order to contribute to further integrating European capital markets, to enable a more efficient allocation of capital across the EU, and indirectly to strengthen the resilience of the EU's economy through broader private risk sharing across the EU"*.

Non vi è dubbio che l'ESAP, una volta in funzione, potrà costituire uno strumento di primario rilievo per garantire maggior facilità e uniformità di accesso ad una vasta serie di informazioni, tra cui anche quelle sui prodotti, in specie là dove il nuovo

sistema venga adottato con attenzione alla standardizzazione dei dati nel rispetto però dei principi di proporzionalità e di contenimento degli oneri a carico dei singoli intermediari e del sistema nel suo complesso.

Per questa via, infatti, grazie alle potenzialità offerte dalle tecnologie abilitanti, si potrebbe pervenire alla condivisione pubblica dei dati di mappatura dei prodotti per singolo distributore, con il beneficio di superare l'attuale eccesso di autonomia in ordine alle metodologie interne usate dai singoli operatori e di facilitare le attività di verifica ex post dell'operato dei medesimi, superando le odierne difficoltà di riscontro della corretta valorizzazione dei parametri di profilatura attribuiti ai prodotti commercializzati alla clientela retail.

INTRODUZIONE

Sono molteplici le occasioni nelle quali l'attuale disciplina del mercato finanziario fa, direttamente o indirettamente, riferimento alla "mappatura" del prodotto finanziario: un termine che evoca un processo volto a identificare, secondo metodologie suggerite dallo stesso legislatore, o invalse sul mercato, il prodotto stesso allo scopo di regolarne l'immissione o la circolazione sul mercato. Ve ne sono manifestazioni, più o meno strutturate, in vari ambiti della regolazione finanziaria: ad esempio, la disciplina dei prodotti di gestione collettiva del risparmio ha indotto, nel tempo, la progressiva standardizzazione della documentazione di offerta degli stessi (in particolare, attraverso la predisposizione di documenti di sintesi dei prodotti – KID o KIID), nel contesto della quale assume rilievo la classificazione di taluni profili dei prodotti stessi, allo scopo di identificarne, tra gli altri elementi, il grado di rischio. Anche il Regolamento UE sui PRIIPS¹ induce, di fatto, ad adottare metodologie standard di classificazione del prodotto, per regolarne l'offerta e la distribuzione presso investitori al dettaglio.

La "mappatura" del prodotto assume, in ogni caso, particolare rilievo nel contesto della disciplina dei servizi investimento, nell'ambito della quale essa costituisce una fase, spesso fondamentale, della prestazione dei servizi stessi, e del rispetto delle regole poste a protezione degli interessi della clientela. Si può, infatti, affermare – senza incorrere nel rischio di grossolane approssimazioni – che la disciplina dei servizi di investimento, come da ultimo modificata a seguito dell'entrata in vigore della Direttiva MiFID II e dell'ampio *corpus* normativo che vi gravita attorno, punta alla protezione del cliente (anche) per il tramite di un articolato set di regole di condotta, che richiede e presuppone, da parte del prestatore del servizio, una compiuta, e completa, conoscenza e familiarità con il prodotto che, di volta in volta, viene offerto, proposto o consigliato alla clientela. L'esigenza di assicurare una corretta classificazione e mappatura dei prodotti assume particolare rilievo nel contesto, specificamente, del rispetto delle regole di adeguatezza e di appropriatezza (due veri e propri "archetipi" delle regole di protezione del regime MiFID) e, più recentemente, delle regole che presiedono al complesso processo di "governo" dei prodotti, meglio note come regole di "product governance".

Vi è, tuttavia, da dire che – in tutti e tre contesti ora citati – l'attenzione del legislatore UE si appunta maggiormente sulle questioni che attengono alla profilatura della clientela, piuttosto che sulla profilatura dei prodotti, che pure si pone come attività prodromica indispensabile per assicurare il rispetto di quelle stesse regole di condotta. Mentre, infatti, le metodologie e criteri che presiedono all'identificazione delle caratteristiche del profilo del cliente sono analiticamente individuati dalla disciplina di

¹ Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014.

riferimento – non senza corposi innesti derivanti, da ultimo, dalle fonti di *soft law*² – la profilatura del prodotto è sostanzialmente affidata alla diligenza dell'intermediario e al rispetto, in senso lato, di standard elevati di condotta, i quali restano, tuttavia, sostanzialmente privi di un riferimento legislativo più preciso³.

Poiché, tuttavia, la profilatura del prodotto è condizione imprescindibile per poter adeguatamente applicare le caratterizzanti disciplina in tema di adeguatezza, appropriatezza e, da ultimo, product governance, ne deriva un quadro disciplinare spurio o, meglio, caratterizzato da un andamento asincrono: da un lato, robuste norme prescrittive di fonte legislativa e di *soft law*, relativamente alla profilatura del cliente; dall'altro, il rinvio a clausole o principi più generali, con evidenti effetti distonici nelle condotte osservabili sul mercato. A seconda, infatti, dei criteri e dei metodi adottati nella profilatura dei prodotti, si amplia, o si restringe, a volte anche significativamente, il perimetro dei prodotti concretamente adatti (o "adeguati") ad un determinato segmento di clientela, o ad un cliente specifico, con la conseguenza di disarticolare i livelli di tutela concretamente riscontrabili tra diversi operatori o gruppi di operatori. Un medesimo prodotto, infatti, può essere valutato con criteri e metodi differenti – tutti astrattamente validi – ma con esiti difformi e, per tale via, circolare sul mercato in mercati di riferimento o presso categorie o gruppi di clienti diversi, con evidenti ricadute sul livello di tutela concretamente offerto alla clientela nei diversi contesti. Sebbene, poi, il contesto nel quale si colloca l'attività dell'investitore vari in funzione della natura del servizio di volta in volta prestato dall'intermediario, in ogni caso la conoscenza e la mappatura dei prodotti offerti risultano attività essenziali e prodromiche ai servizi stessi e al loro corretto svolgimento. Se, infatti, nei servizi connotati dall'applicazione della regola di adeguatezza, la corretta identificazione delle caratteristiche del prodotto è imprescindibile per poter calibrare i consigli (o le scelte discrezionali, nel caso della gestione di portafogli) sulle caratteristiche del cliente, nei servizi connotati dalla regola di appropriatezza resta in ogni caso ferma l'esigenza di assicurare la conformità delle caratteristiche del prodotto a quelle del cliente. Anche nei servizi *execution-only* tale esigenza rimane ferma, pur nel quadro di un sistema di tutela diverso da quello, più pregnante, dei servizi ai quali si applica la regola di adeguatezza. Per certi versi, peraltro, nei servizi diversi da questi ultimi, la circostanza per la quale è lo stesso investitore ad assumere la decisione di investimento, senza essere in ciò assistito dalla consulenza prestata dall'intermediario, rende ancora più importante che le caratteristiche e il profilo del prodotto siano correttamente identificati, e resi noti all'investitore stesso, affinché possa compiere scelte informate e consapevoli.

La più recente disciplina in materia di governo dei prodotti sta contribuendo in parte ad una maggior standardizzazione delle prassi seguite dai singoli intermediari,

2 V. le Linee Guida ESMA in materia di adeguatezza, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirement* (ESMA35-43-1163), 6 novembre 2018, le recenti Linee Guida in materia di appropriatezza, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements* (ESMA35-43-2938), 3 gennaio 2022.

3 A tal proposito, gli "Orientamenti in materia di strumenti di debito complessi e depositi strutturati", pubblicati dall'ESMA (2015/1787 IT) il 4 febbraio 2016 nella traduzione in lingua italiana, individuano con maggior puntualità – rispetto a quanto espressamente previsto dall'art. 25, par. 4, lett. a) della Direttiva MiFID II –, i titoli di debito e i depositi strutturati da considerarsi complessi, in ciò incidendo tanto sul perimetro della modalità operativa *execution only*, quanto sui criteri di profilatura dei prodotti cui gli intermediari sono comunque tenuti ad adeguarsi.

anche in virtù dell'esigenza dei produttori di adottare criteri uniformi di classificazione dei prodotti, nell'ambito degli accordi distributivi con i collocatori: ne è un esempio il c.d. "*European MiFID Template*" (EMT), uno strumento elaborato dall'industria finalizzato a facilitare la prima applicazione della disciplina MiFID II in tema di product governance, e in tema di informativa su costi e oneri. L'EMT, concepito per essere utilizzato con riferimento sia agli OICR che ai prodotti strutturati, si compone di tre sezioni: la prima contenente informazioni generali sullo strumento finanziario, la seconda dedicata al mercato *target* di riferimento e la terza sui costi e oneri. Si tratta di un caso in cui si intravede l'esigenza, da parte del mercato, di superare, almeno in parte, la frammentazione del sistema, dotandosi di criteri in qualche modo condivisi e riconoscibili, anche se l'EMT è, quantomeno allo stato, lungi dal poter rappresentare davvero una metodologia compiuta per la completa profilatura dei prodotti nell'ambito della valutazione di adeguatezza.

La tematica della mappatura dei prodotti nell'ambito della valutazione di adeguatezza prevista dal sistema MiFID, dunque, risulta fondamentale nel contrastare i fenomeni di *mis-selling* cui è soggetto il risparmiatore *retail*.

Al fine di eviscerare la tematica, nella Sezione Prima sarà prioritariamente analizzata la normativa eurounitaria di riferimento e poi affrontata l'applicazione delle disposizioni in ambito europeo ed in alcuni Stati membri (Italia, Germania, Francia e Olanda).

Nella Sezione Seconda, dopo aver delineato i limiti dell'attuale disciplina nell'affrontare le sfide dell'imminente futuro ed analizzato le proposte avanzate di recente dalla Commissione Europea in ordine ad una nuova configurazione della valutazione dell'adeguatezza, saranno offerte alcune prospettive evolutive.

1 La disciplina

1.1 I doveri degli intermediari finanziari

La prestazione dei servizi e delle attività di investimento trova la sua fonte ormai pressoché integrale in una fitta trama di testi legislativi eurounitari, di cui il corpus che ruota attorno alla Direttiva c.d. MiFID II costituisce il nucleo centrale. Siffatta trama pone, in capo agli intermediari, analitici e sfaccettati "doveri", variamente articolati in funzione degli obiettivi al cui soddisfacimento la disciplina guarda: tutela dell'investitore sul piano negoziale, trasparenza, stabilità ed efficienza del mercato, solidità finanziaria degli enti¹. In tale contesto, sin dalla fine degli anni '80 è venuto affermandosi un insieme di regole, sempre più analitiche e granulari, volte a disciplinare la condotta dei prestatori di servizi di investimento, aventi l'obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori, e che reagiscono sia sul piano negoziale – in quanto definiscono il contenuto di obblighi precontrattuali e contrattuali – sia sul piano del diritto amministrativo, e delle sanzioni². Oggi, un intero corpo di disposizioni è affidato ai regolamenti di esecuzione di MiFID II, tra i quali, in particolare, spicca il Regolamento delegato (UE) n. 565/2017, di diretta applicazione negli Stati membri.

Nell'ambito dell'articolata e pervasiva disciplina che attiene alla condotta degli intermediari si segnalano, da sempre, alcune regole che assumono portata per così dire "caratterizzante", e ciò nel senso che esse costituiscono, da sempre, i profili centrali della relativa materia: lo stesso cuore della c.d. "disciplina MiFID"³. Tra di esse figurano – in uno con le previsioni in tema di trasparenza, conflitti di interessi, *inducement*, e cc. – le regole in materia di adeguatezza, appropriatezza, alle quali si aggiungono, più recentemente, quelle in materia di product governance. Nel contesto più ampio delle regole di condotta, le tre regole testé citate sono, più specificamente, indirizzate a

1 Sui "criteri generali" che presiedono allo svolgimento dei servizi ed attività di investimento, si rimanda a BARTALENA A., *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di CERA-PRESTI, vol. I, Bologna, 2020, p. 356; RIMINI E., *Le regole di condotta*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di Cera-Presti, vol. II, Bologna, 2020; RESCIGNO M., *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di Cera-Presti, vol. I, Bologna, 2020, p. 515; ANTONUCCI A., *I contratti di mercato finanziario*, Pisa, 2018; MAGGIOLLO M., *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012.

2 Sulle regole di condotta si segnala, tra i contributi monografici, il contributo di SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.

3 Si tratta di regole "caratterizzanti" la disciplina dei servizi e delle attività di investimento anche in quanto esse sono state, nel tempo, esteso a settori e ad ambiti diversi da quelli originari, venendo a connotare anche la materia assicurativa e bancaria. Sul punto si veda ANNUNZIATA F., *MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law*, in R. D'Ambrosio – S. MONTEMAGGI (eds.), *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*. Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia, 2020.

disciplinare la fase distributiva dei prodotti e dei servizi, allo scopo di ridurre o, auspicabilmente, eliminare il rischio di *mis-selling* in danno della clientela. Se adeguatezza e appropriatezza costituiscono, sin dalle origini della disciplina di cui si discute, elementi portanti del corpus delle regole di condotta, la disciplina in materia di product governance è di più recente introduzione, essendo frutto delle riflessioni emerse a seguito della crisi finanziaria del 2008 e delle corpose riforme introdotte ad esito della stessa. Al di là delle specificità che – come avremo modo di osservare – connotano i tre ambiti della disciplina, essi sono accomunati da una specifica attenzione al rispetto delle esigenze e del profilo della clientela, avendo esse lo scopo di assicurare, per l'appunto, che ai clienti vengano convogliati prodotti o servizi "adatti" o "adeguati" alle loro esigenze, alla loro esperienza e conoscenza, e, in senso lato, alle loro caratteristiche. Siffatti ambiti, dunque, insistono sulla corretta identificazione delle caratteristiche e dei bisogni, da un lato della clientela e, dall'altro, dei prodotti e dei servizi che ad essa vengono offerti, essendo, peraltro, i due profili strettamente correlati, giacché l'uno non può, in vero, esistere senza l'altro: giudicare della "conformità" (intesa in senso lato) di un prodotto o servizio alle caratteristiche, esigenze o "bisogni" di un determinato cliente, o gruppo di clienti, o anche solo ad un mercato di riferimento comporta, giocoforza, la necessità di coniugare le caratteristiche della clientela, con quella dei prodotti che ad essa si indirizzano. Profilatura della clientela e profilatura dei prodotti rappresentano, così, elementi imprescindibili e interconnessi di un medesimo binomio. Appare, allora, per certi versi sorprendente che, là dove il legislatore eurounitario ha dedicato regole puntuali e prescrittive in materia di profilatura del cliente, non altrettanto abbia ritenuto di fare per quanto riguarda la profilatura del prodotto, lasciando così il sistema sostanzialmente privo di una componente regolatoria in vero essenziale. Non sembra, infatti, che il mercato possa, da solo, e spontaneamente, giungere a colmare nel tempo questa lacuna, adottando metodologie comuni e largamente condivise, anche se, come già ricordato, qualche timido segnale in questa direzione sembra emergere nelle più recenti esperienze, soprattutto a seguito dell'introduzione della disciplina in materia di product governance.

1.2 La valutazione di adeguatezza quale fondamentale presidio di tutela della clientela retail

La regola di adeguatezza è, ormai, risalente: in Italia, la sua introduzione risale alla legge n. 1/1991, e la sua portata è stata, nel tempo, vagliata e precisata anche nel contesto di innumerevoli precedenti giurisprudenziali nell'ambito del torrenziale contenzioso diffusosi all'indomani dei *default* che hanno interessato il mercato finanziario italiano in anni ormai non più recentissimi. La funzione alla quale assolve la regola di adeguatezza è di rafforzare i doveri di assistenza e di collaborazione dell'intermediario nei confronti dell'investitore, che discenderebbero dall'applicazione delle norme di diritto comune, o dai principi generali in materia di obbligazioni e di contratti, facendo

specifico divieto di effettuare o consigliare operazioni non adeguate al "profilo" dell'investitore stesso⁴. Si tratta, pertanto, di una regola che travalica, e va ben oltre, la semplice filosofia della trasparenza, tipica della disciplina del mercato dei capitali sin dalle sue forme primigenie, la quale ultima – di contro – affronta il problema della tutela dell'investitore agendo essenzialmente sul profilo dell'informazione e della disclosure. La disciplina derivante dalla MiFID, ha ridefinito i parametri in base ai quali l'intermediario è tenuto a verificare l'adeguatezza dell'operazione, e – soprattutto – ha reso la regola non derogabile: pertanto, a differenza di quanto si stabiliva nella disciplina anteriore a MiFID I, là dove una data operazione non sia adeguata, essa non può in nessun caso essere eseguita, neppure qualora l'investitore autorizzi espressamente l'operazione stessa, o reiteri l'ordine o l'istruzione dalla quale l'operazione originerebbe. Il giudizio di adeguatezza, pertanto – nell'ipotesi in cui dia esito negativo – diviene bloccante, il che, inevitabilmente, rafforza la portata della regola e la sua centralità per il sistema.

A fronte di tale impostazione, tuttavia, sin dalla Direttiva MiFID I la portata della regola di adeguatezza è stata limitata unicamente al servizio di gestione di portafogli ed al servizio di consulenza: ossia, ai due servizi per i quali le scelte di investimento derivano da decisioni o "suggerimenti" dell'intermediario stesso, anziché dell'investitore⁵.

Ciò detto, l'art. 54 del Regolamento delegato (UE) n. 565/2017 individua, con formule molto precise, i criteri per adempiere all'obbligo di profilatura della clientela. In tal senso, gli intermediari devono acquisire dai clienti le informazioni di cui necessitano per comprendere le caratteristiche essenziali dei clienti. Le informazioni in parola devono rappresentare una "base ragionevole" per determinare, tenuto conto della natura e della portata, se il servizio fornito soddisfa i seguenti criteri:

- corrisponde agli obiettivi del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio. Tra questi obiettivi va considerato anche l'orizzonte temporale per il quale il cliente desidera conservare l'investimento;
- è di natura tale che il cliente è finanziariamente in grado di sopportare i rischi connessi all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento. Tali informazioni includono il reddito del cliente, le sue attività, gli investimenti, anche in immobili, e i suoi impegni finanziari regolari;
- è di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio (cfr., sul punto, l'art. 55 del Regolamento delegato (UE) n. 565/2017). Nel caso in cui il cliente sia professionale, l'intermediario può presumere la sussistenza di quest'ultimo elemento. Se il cliente è professionale di diritto, l'intermediario può

4 COLOMBO C., *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in V. TROIANO – R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Padova, 2016; SICLARI D., *La consulenza "indipendente" prevista dalla MiFID II alla prova dei fatti*, in V. TROIANO – R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Padova, 2016; SALERNO M. E., *Sul contenuto e la forma della valutazione di adeguatezza delle operazioni in strumenti finanziari e dei relativi obblighi informativi nella disciplina pre-MiFID*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, II, p. 41.

5 SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2018.

anche presumere che esso sia in grado finanziariamente di sopportare i rischi di investimento.

Oltre a ridefinire la portata della regola di adeguatezza, la disciplina più recente ha chiarito alcuni elementi problematici. Una prima questione – che si pose, per la verità, sin dall'introduzione della regola originaria – attiene alle conseguenze che derivano dalla mancata disponibilità delle informazioni richieste. Sul punto, l'art. 54, par. 8 del Regolamento delegato (UE) n. 565/2017, stabilisce che – in tal caso – il servizio non può essere prestato. La conclusione, peraltro, sembra debba valere sia nell'ipotesi in cui l'investitore non fornisca all'intermediario alcuna delle informazioni richieste, sia nell'ipotesi in cui le informazioni siano fornite, ma in misura non sufficiente a consentire la formulazione del giudizio di adeguatezza. Naturalmente, poi, l'intermediario non può scoraggiare l'investitore dal fornire le informazioni richieste (art. 55, par. 2 del Regolamento delegato (UE) n. 565/2017).

In linea generale, l'intermediario non dovrebbe avere il compito di verificare la veridicità e la completezza delle informazioni fornite dagli investitori in base a quanto precede: trattandosi di norme poste a tutela, e nell'interesse dell'investitore stesso, il sistema non può spingersi sino al punto di proteggere quest'ultimo dal rischio del proprio inadempimento. In tal senso, sembra potersi concludere che la comunicazione delle informazioni richieste configuri, in capo all'investitore, un vero e proprio obbligo che, in caso di inadempimento, giustifica e legittima il rifiuto di prestare il servizio da parte dell'intermediario. Quanto precede, tuttavia, vale nei limiti in cui le informazioni fornite dall'investitore non siano palesemente inesatte, incomplete o superate⁶ (cfr. in tal senso, l'art. 55, par. 3 del Regolamento delegato (UE) n. 565/2017)⁷: in questo caso, infatti, non possono che riprendere vigore i principi generali che, improntando l'operato dell'intermediario a pregnanti standard di diligenza, correttezza e professionalità, impongono di addivenire ad una diversa soluzione. L'intermediario sarà allora tenuto a integrare le informazioni rilasciate dal cliente con quelle di cui è in possesso, o a richiedere al cliente di confermare, modificare o completare le informazioni già comunicate, in difetto di che dovrà rifiutare la prestazione del servizio. In tale ambito, è opportuno porre in luce come la disposizione testé richiamata contempli anche la circostanza per la quale le informazioni di cui è in possesso l'intermediario risultino superate, in quanto obsolete: sotto questo profilo, si affronta una delle questioni più dibattute nel vigore del sistema precedente, e, in particolare, quella dell'obbligo dell'intermediario di aggiornare il "profilo" dell'investitore, nel corso del tempo⁸. Se, sul punto, nel sistema precedente tale conclusione – volta ad imporre all'in-

6 MAGGIOLLO M., *op. cit.*, 2012.

7 In proposito, si consideri comunque che gli Orientamenti ESMA 35-43-1163 inerenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II, pubblicati il 06/11/2018 – e, in special modo, l'Orientamento generale 4 e gli orientamenti di supporto –, nonché attribuiscono un rilevante peso agli obblighi gravanti sull'intermediario anche in punto di verifica delle informazioni fornite dal cliente. Tali aspetti sono stati peraltro ripresi anche nel Final Report relativo alla revisione delle Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements del 2018, pubblicato dall'ESMA (35-43-3172) lo scorso 23 settembre 2022 (cfr. nota 63), disponibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3172_final_report_on_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf.

8 DI NELLA L., *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in V. TROIANO – R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Padova, 2016.

termediario una gestione dinamica del profilo dell'investitore – doveva, non senza fatica, ricavarsi dal sistema, essa sembra ora discendere de plano dalla formulazione delle disposizioni in commento.

Peraltro, nel tempo, l'onere per l'intermediario di aggiornare il profilo del cliente è stato espressamente sancito anche dall'ESMA negli "Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della Direttiva MiFID" del 28 maggio 2018. L'aggiornamento delle informazioni potrà comunque avvenire con frequenza diversa a seconda della natura e del profilo di rischio del cliente. Come ricordano gli Orientamenti ESMA, un profilo di rischio più alto o una maggiore anzianità del cliente richiedono un aggiornamento più frequente. Inoltre, anche l'accadimento di alcuni eventi, come, ad esempio, il raggiungimento dell'età pensionabile, potrebbero determinare la modifica del profilo di rischio del cliente, rendendo quindi necessario procedere con un aggiornamento delle informazioni raccolte.

Con riferimento al panorama nazionale, la CONSOB, in una Comunicazione, per molti versi anticipatrice, del 2009⁹, individuò la profilatura dei prodotti quale condizione imprescindibile per poter adeguatamente applicare le regole di condotta. L'Autorità ha fornito una rilettura interpretativa delle regole generali già esistenti (dovere di comportarsi con correttezza, diligenza e trasparenza, dovere di valutare l'adeguatezza o l'appropriatezza delle operazioni, dovere di eseguire le transazioni alle migliori condizioni per il cliente) alla luce della specifica eventualità in cui vengano "distribuiti" prodotti finanziari illiquidi, per tali intendendosi i prodotti che determinano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole, a condizioni di prezzo significative.

A parere dell'Autorità, la mappatura dei prodotti diviene requisito necessario affinché, nell'ambito del processo di omologazione delle regole di condotta, «alla convergenza formale di disciplina (attuata dal legislatore) si accompagni una condizione di convergenza sostanziale».

Va, tuttavia, segnalato che con avviso del 3 febbraio 2022 pubblicato sul proprio sito web, la CONSOB ha revocato la Comunicazione del 2009¹⁰. L'Autorità ha ritenuto che con la recente evoluzione della disciplina europea in materia di prestazione di servizi di investimento e il conseguente rafforzamento dei presidi di *investor protection*, gli orientamenti forniti nell'ambito della citata Comunicazione risultino direttamente o indirettamente assorbiti dalle più ampie e articolate regole dettate dal vigente quadro normativo: un caso interessante di progressiva assimilazione di uno strumento di soft law in disciplina di rango legislativo.

9 Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 - Livello 3 - Regolamento Intermediari - Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi.

10 La CONSOB ha inoltre revocato la Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014, avente ad oggetto "Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*".

1.3 La regola di “appropriatezza”

Su di un piano diverso, ma contiguo, si pone la regola di “appropriatezza”, anch'essa vera e propria “architrate” del sistema delle tutele MiFID. La struttura della disciplina rispecchia quella prevista per la valutazione di adeguatezza, ma la differenza si coglie innanzitutto sul piano applicativo: l'appropriatezza connota, infatti, la sola prestazione dei servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione¹¹. In secondo luogo, il giudizio di appropriatezza si misura unicamente sul livello di esperienza e conoscenza di cui è in possesso l'investitore, necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio richiesti comportano: pertanto, il giudizio di appropriatezza non insiste sulla valutazione della capacità finanziaria del cliente, né dei suoi obiettivi di investimento. In terzo luogo, nel caso in cui l'operazione o il servizio non risultino appropriati, l'intermediario è tenuto ad informare l'investitore di tale situazione, ma senza che ciò si traduca nel divieto di operare, come invece si verifica nel caso del giudizio di adeguatezza. Infine, qualora le informazioni acquisite non siano sufficienti a consentire all'intermediario di formulare il giudizio di appropriatezza, egli è tenuto – nuovamente – a formulare una mera avvertenza, nei medesimi termini di cui sopra.

Anche in quest'ambito, sono recentemente intervenuti Orientamenti elaborati dall'ESMA – sotto forma di Linee Guida – che si pongono l'obiettivo di chiarire e uniformare gli approcci degli Stati membri nell'applicazione delle regole di appropriatezza e di *execution only* sancite dalla MiFID II. Con particolare riferimento alla mappatura dei prodotti, le Linee Guida prevedono che gli intermediari, all'atto della categorizzazione degli strumenti finanziari ai fini del giudizio di appropriatezza, considerino come facenti parte di un medesimo gruppo, strumenti finanziari comparabili in termini di caratteristiche e rischiosità, tenendo conto, ad esempio, della presenza di strutture opzionarie (come nel caso dei derivati), di clausole di subordinazione o di protezione del capitale.

1.4 I servizi “*execution only*”

Nella prestazione dei servizi, la MiFID ha previsto una “zona franca”, ossia un ambito nel quale non trovano applicazione né la regola di adeguatezza, né quella di appropriatezza: si tratta del servizio di esecuzione ordini prestato in modalità c.d. “*execution only*”. In tal caso, infatti, l'intermediario si limita – dichiaratamente – a dare esecuzione agli ordini trasmessi dagli investitori, senza offrire né prestare alcun “supporto” ulteriore. La disciplina si applica al ricorrere dei presupposti indicati nell'art. 25, par. 4, della MiFID II¹², e quando l'attività riguarda gli strumenti finanziari ivi enumerati, ossia strumenti che, in sintesi, si possono definire come “semplici”: i) azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato equivalente di

11 COLOMBO C., *op. cit.*, 2016; MAGGIOLIO M., *op. cit.*, 2012.

12 Art. 25, par. 4, Direttiva MiFID II: “Gli Stati membri autorizzano le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento che consistono unicamente nell'esecuzione o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente con o senza servizi accessori – esclusa la concessione di crediti o prestiti ex allegato I, sezione B1 non consistenti in limiti di credito di prestiti, conti correnti e scoperti di conto già esistenti dei clienti – a prestare detti servizi di investimento ai loro clienti senza che sia necessario ottenere le informazioni o procedere alla determinazione di cui al par. 3”.

un paese terzo o in un sistema multilaterale di negoziazione, se si tratta di azioni di società e ad esclusione delle azioni di organismi di investimento collettivo diversi dagli OICVM e delle azioni che incorporano uno strumento derivato; ii) obbligazioni o altre forme di debito cartolarizzato, ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato equivalente di un paese terzo o in un sistema multilaterale di negoziazione, ad esclusione di quelle che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato; iii) strumenti del mercato monetario, ad esclusione di quelli che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato; iv) azioni o quote in OICVM ad esclusione degli OICVM strutturati di cui all'art. 36, par. 1, comma 2, del Regolamento (UE) n. 583/2010; v) depositi strutturati, ad esclusione di quelli che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio del rendimento o il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza; vi) altri strumenti finanziari non complessi ai fini del par. 4. Seppur limitata alla trattazione di particolari strumenti finanziari, la modalità "*execution only*" rappresenta una modalità di prestazione dei servizi che può risultare funzionale alla rapidità di esecuzione, e al contenimento del costo del servizio.

Al di là delle specificità della relativa disciplina, i servizi prestati in modalità *execution only* si connotano anch'essi per una particolare attenzione alla "profilatura", nel caso di specie ancor più direttamente riferita al prodotto. Il presupposto del regime *execution only* è, infatti, rappresentato dal fatto che i prodotti sui quali insistono i relativi servizi siano classificabili come "semplici": un'espressione che, a sua volta, si riempie di contenuti per il via, innanzitutto, di un'elencazione formulata dallo stesso legislatore e che, a sua volta, viene ad essere meglio specificata mediante il rinvio ad ulteriori criteri normativi (strumenti complessi, strutturati, ecc.).

1.5 La "*product governance*" e la "*product intervention*"

Le regole elaborate sino alla prima Direttiva MiFID, si appuntavano prevalentemente sul processo di "vendita" o, in senso lato, di "distribuzione" di prodotti e servizi finanziari: adeguatezza e appropriatezza ne costituiscono esempio emblematico. Si tratta di regole che fanno affidamento sul ruolo del soggetto che entra direttamente in contatto con gli investitori, consegnandogli il compito di assicurare un'adeguata informativa, trasparenza, e correttezza dei comportamenti: il più elevato grado di evoluzione di questa impostazione è, ovviamente, rappresentato dalla regola di adeguatezza. Le vicende che si sono consumate nel contesto della crisi finanziaria del 2008 hanno, tuttavia, posto in luce la (almeno parziale) insufficienza di questi presidi: nonostante le norme di cui si discute fossero, infatti, ormai da tempo in vigore negli Stati membri, non sono mancati evidenti casi di "*mis-selling*" di prodotti finanziari (emblematico, in Italia, il caso degli strumenti derivati e, poi, delle obbligazioni strutturate emesse dalle banche), di insufficiente informazione sui rischi connessi con le operazioni, e – in generale – di non adeguata tutela della clientela al dettaglio. Il legislatore europeo ha così introdotto regole precise volte a presidiare il processo di creazione, strutturazione del prodotto in base alle quali, – ancor prima che un servizio o un pro-

dotto finanziario vengano immessi sul mercato – occorre che gli stessi siano opportunamente concepiti e strutturati in funzione delle caratteristiche del mercato *target* di riferimento¹³. Un sistema, pertanto, attento non soltanto alle regole applicabili al momento della vendita, ma che interviene, a monte, nella stessa fase “genetica” del prodotto¹⁴. Si vuole, per tale via, ridurre il rischio che, nei confronti di certe fasce di clientela ed investitori, vengano anche soltanto potenzialmente convogliati prodotti e servizi non adeguati, con il rischio di rendere la mera applicazione delle sole norme sulla vendita degli stessi non sufficiente sul piano delle tutele. Con la product governance il legislatore punta a far sì che le procedure per l’elaborazione e la vendita di prodotti finanziari siano formalizzate, tracciabili e, in ultima istanza, connotate da adeguati livelli di trasparenza, nella particolare accezione da assegnare a tale nozione nell’ambito della MiFID II. Naturalmente, e ancora una volta, in questo processo la classificazione e la “mappatura” dei prodotti assumono rilievo determinante^{15,16}.

In base all’art. 16, par. 3, MiFID II, le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari da offrire in vendita alla clientela (i cc.dd. “produttori”) devono dotarsi di un processo che, per ciascuno strumento finanziario, individui la clientela *target* alla quale lo strumento si indirizza. I produttori devono assicurarsi che, a valle della loro analisi, la distribuzione del prodotto avvenga all’interno del mercato di riferimento di volta in volta individuato (il c.d. “*target market*” potenziale). Le imprese che distribuiscono i prodotti sono a loro volte tenute a compiere un’analoga analisi che, sulla base delle indicazioni ricevute dal produttore, valuti il prodotto alla luce delle esigenze della clientela di riferimento, al fine di assicurare che gli strumenti siano offerti o raccomandati quando ciò sia nell’interesse del cliente (il c.d. “*target market*” effettivo).

Al riguardo, il comma 2 dell’art. 24 della direttiva MiFID II¹⁷ prevede che, nell’ambito della strategia distributiva, ai fini dell’identificazione dei mercati *target*, l’intermediario definisca i canali distributivi ed i servizi di investimento da attivare in relazione alla profilatura del cliente e del prodotto¹⁸.

Come sarà meglio chiarito nel par. 1.1 della Sezione Seconda, la profilatura del prodotto assume rilievo essenziale anche in ragione delle evoluzioni che si stanno realizzando nel contesto distributivo: i canali digitali presentano un peso via via crescente, mentre l’interazione tra cliente e impresa d’investimento diviene sempre più

13 Il punto di partenza di questa riflessione, poi consolidatasi nella MiFID II, è rappresentato dal documento congiunto EBA-ESMA-EIOPA del 2013, reperibile all’indirizzo <https://www.eba.europa.eu/-/eba-eiopa-and-esma-publish-joint-position-on-product-oversight-and-governance-processes>. Particolarmente interessante risulta l’appendice a questo documento, nel quale si danno conto dei più evidenti casi di *misselling* di prodotti finanziari emersi nel contesto della crisi finanziaria a livello europeo.

14 RIMINI E., *op. cit.*, 2020, p. 416; TROIANO V., *La product governance*, in V. TROIANO – R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Padova, 2016.

15 PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell’investitore*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, I, p. 1.

16 DELLA TOMMASINA L., *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2021, II, p. 262.

17 Si veda sul punto anche PERRONE A., *Distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione*, in MARTORANO – DE LUCA, *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Milano, 2008, pp. 257 e ss.

18 FRANZA E., *La product intervention del mondo MiFID II/MIFIR*, «Il diritto dell’economia» Articoli e saggi ISSN 1123-3036, anno 65, n. 98 (1 2019), p. 335.

automatizzata, anche con il ricorso a sistemi di intelligenza artificiale via via più avanzati¹⁹. Ne deriva che assicurare il buon funzionamento delle regole di condotta – il cui presupposto è, anche, una corretta profilatura del prodotto –, costituisce un presidio fondamentale per limitare il rischio di fenomeni di *mis-selling*, che minano irrimediabilmente la fiducia del risparmiatore e, conseguentemente, la sua stessa partecipazione ai mercati finanziari.

La disciplina in esame si applica altresì all'intermediario che abbia prestato «consulenza agli emittenti societari sul varo di nuovi strumenti finanziari» (Considerando n. 15, Direttiva delegata (UE) n. 593/2017). Specularmente, l'art. 62, lett. a, Regolamento CONSOB n. 20307/2018, prevede che sono soggetti alla product governance «gli intermediari che creano, sviluppano, emettono e/o concepiscono strumenti finanziari o che forniscono consulenza agli emittenti societari nell'espletamento di tali attività». Ne deriva che, come correttamente osservato in dottrina²⁰, sono soggetti al rispetto della product governance in qualità di produttori tutti gli intermediari che a qualsiasi titolo ed in qualsiasi misura abbiano partecipato al processo di elaborazione dello strumento finanziario immesso nel mercato.

L'impresa di investimento è tenuta a riesaminare 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.

Quanto alla portata oggettiva, la disciplina non si applica solo agli «strumenti finanziari», come lascerebbe intendere il tenore letterale delle norme: in effetti, già il Considerando n. 18, Direttiva delegata (UE) n. 593/2017 avverte che la product governance è norma di applicazione generale per tutte le forme di investimento introdotte sul mercato, che siano negoziabili o meno: «le regole di governance dei prodotti dovrebbero applicarsi a tutti i prodotti venduti sui mercati primari e secondari, indipendentemente dal tipo di prodotto o di servizio prestato e dai requisiti applicabili al punto vendita». In tal senso, il par. 24 degli «Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II» del 5 febbraio 2018 dell'ESMA, precisa anche che «per i prodotti personalizzati o su misura, il mercato di riferimento del prodotto sarà solitamente costituito dal cliente che ha ordinato il prodotto». Ciò conferma che la product

19 Alcune analisi condotte dalla Banca d'Italia relativamente al contesto domestico mostrano che nel corso degli anni più recenti la gamma di servizi disponibili alla clientela nella modalità dell'*online banking* si è progressivamente ampliata a quelli di pagamento, investimento, consulenza e credito. Più in particolare, alla fine del 2021 in Italia la quota di clienti che poteva accedere a servizi bancari attraverso canali digitali era pari al 79 per cento, in aumento di 29 punti percentuali rispetto a dieci anni prima. Nell'ultimo decennio la riorganizzazione dei canali distributivi a favore di quelli digitali ha contribuito peraltro alla riduzione sia del numero degli sportelli sia dei dipendenti nel settore bancario: nel 2021 il numero dei dipendenti e quello degli sportelli sono rispettivamente diminuiti del 2 e dell'8 per cento; prendendo come riferimento l'anno 2012, il calo è stato rispettivamente del 13 e del 34 per cento. BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2021*, reperibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2021/re_2021.pdf, p. 209 e p. 161; per un maggior livello di dettaglio si veda anche BANCA D'ITALIA, *Appendice alla Relazione annuale 2021*, reperibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2021/app_2021_totale.pdf, p. 51.

20 LA ROCCA G., *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, in Banca, borsa e tit. cred., IV, 2021, 566.

governance deve essere effettuata anche per il prodotto di investimento non destinato ad un'ampia circolazione sui mercati²¹.

La regola, di generalizzata applicazione, della product governance è solo in parte mitigata dal principio di proporzionalità. Il Considerando n. 18, Direttiva delegata (UE) n. 593/2017 prevede che «tali regole possono essere applicate in modo proporzionato in base alla complessità del prodotto e al livello di reperibilità delle informazioni pubblicamente disponibili, tenendo conto della natura dello strumento, del servizio di investimento e del mercato di riferimento. La proporzionalità implica che queste regole potrebbero essere relativamente semplici per taluni prodotti semplici distribuiti in regime di sola esecuzione ove tali prodotti fossero compatibili con le esigenze e le caratteristiche del mercato di vendita al dettaglio di massa». Più nello specifico, «per i prodotti più semplici e comuni il mercato di riferimento potrebbe essere individuato con minore dettaglio, mentre per i prodotti più complessi come gli strumenti di «*bail-in*» o per i prodotti meno comuni il mercato di riferimento dovrebbe essere individuato con maggiore cura» (Considerando n. 19, Direttiva delegata (UE) n. 593/2017).

La product governance è anche uno dei contesti nei quali viene ad essere valorizzato il profilo organizzativo²² legato al rispetto delle regole di cui si discute, e quello negoziale, per le ricadute che la disciplina ha sugli accordi che si instaurano tra i produttori e i distributori. Essa ha, inoltre, rilievo sul piano della *corporate governance*, là dove la materia viene ricondotta tra quelle strategiche di conduzione dell'impresa. La declinazione pratica di questi principi – dettagliati dalla Direttiva delegata (UE) n. 593/2017 – è in larga misura affidata alle linee Guida elaborate dall'ESMA, che forniscono preziose indicazioni in merito a vari profili, tra i quali:

- i criteri che presiedono all'identificazione del mercato di riferimento;
- i limiti e le condizioni alle quali, eventualmente, può consentirsi ad un cliente di acquistare un prodotto che sia al di fuori del suo mercato *target* di riferimento;
- il ruolo dei vertici aziendali e delle funzioni di controllo nella definizione del processo di product governance e nella verifica circa il rispetto dello stesso.

Le menzionate linee guida, inoltre, mettono chiaramente in luce che la disciplina in materia di product governance e la disciplina in tema di adeguatezza sono solo in parte sovrapponibili in quanto rispondono a finalità non del tutto coincidenti.

Entrambe le discipline hanno, in vero, l'obiettivo di contrastare i fenomeni di *mis-selling*, sebbene trovino applicazione in momenti distinti:

- da un lato, la disciplina in materia di product governance opera nella fase a monte del processo distributivo e, attraverso un articolato set di regole, vuole evitare che

21 La product governance deve essere estesa a tutti i prodotti presenti sul mercato prima dell'entrata in vigore della MiFID II, che siano stati distribuiti dopo il 3 gennaio 2018. In particolare, per quanto riguarda gli obblighi del produttore, il par. 66 degli Orientamenti ESMA precisa che il *manufacturer* debba indicare il *target* di riferimento in sede di riesame dei prodotti stessi.

22 Sul rilievo dell'organizzazione quale parametro su cui valutare l'applicazione delle regole di condotta, si v. COSTA S., *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020.

- anche solo potenzialmente - vengano convogliati nei confronti del *target* individuato di clientela prodotti e servizi non adeguati;
- dall'altro, la disciplina in materia di adeguatezza contiene prescrizioni relative alle fasi a valle del processo distributivo volte ad evitare la commercializzazione di prodotti che presentino caratteristiche non in linea con lo specifico profilo dell'investitore.

Le peculiari finalità delle due discipline vanno dunque inesorabilmente ad impattare sulle specificità della profilatura del prodotto operata nel rispetto delle previsioni di ciascuna. Più in dettaglio, le regole in materia di product governance prevedono una identificazione delle caratteristiche del prodotto sostanzialmente finalizzata ad individuare il *target* di clientela. Riferendosi ad un momento antecedente e propedeutico all'intero processo distributivo, la profilatura considera caratteristiche del prodotto riconducibili alla generalità della clientela, o a particolari gruppi della stessa ("*cluster*"), e, per tale motivo, può difficilmente tener conto delle specificità del profilo del cliente - quale, ad esempio, la propensione alle diverse articolazioni di rischio, lo specifico orizzonte temporale, la conoscenza e l'esperienza maturati, ecc.

La disciplina in materia di adeguatezza si colloca, di contro, nella fase conclusiva del processo distributivo e si compone di una pluralità di controlli finalizzati a verificare che le caratteristiche del prodotto siano effettivamente in linea con il profilo del cliente. Conseguentemente, in questo secondo caso, la profilatura del prodotto presenta un livello di dettaglio nettamente più elevato²³.

Il ruolo del produttore, nel quadro della nuova disciplina, schiude nuove prospettive, ancora da esplorare, sul piano della responsabilità: sembra, infatti, profilarsi un nuovo quadro di principi, riconducibili a schemi quali la responsabilità di impresa, o la responsabilità da "prodotti difettosi", da applicarsi in un contesto del tutto peculiare quale è quello dei servizi finanziari.

La disciplina in materia di governo dei prodotti, quale recata da MiFID II, può anche portare a vietare del tutto, o a sottoporre a restrizioni, l'immissione sul mercato di particolari prodotti. Si tratta delle cc.dd. misure di "*product intervention*", che possono essere applicate dall'ESMA (in via temporanea) o dalle Autorità di vigilanza nazionali (in via definitiva)²⁴. Si tratta di provvedimenti con i quali le Autorità incidono direttamente sulla struttura e sul mercato di prodotti ritenuti contrari alle finalità ultime di tutela degli investitori: un intervento, dunque, draconiano, che segna, gioco-forza, il fallimento delle normali dinamiche di mercato. Alla data in cui scriviamo alcuni

23 In altri termini, le profilature del prodotto realizzate per rispondere alle prescrizioni contenute nelle due discipline, sebbene si pongano su piani differenti, risultano strettamente interconnesse, essendo una diretta conseguenza dell'altra: in sede di test di adeguatezza, l'intermediario dovrà difatti riscontrare se il prodotto individuato a monte - attraverso le attività di *targeting*, poste in essere in ossequio alle disposizioni in materia di product governance -, sia, a valle del processo distributivo, effettivamente in linea con lo specifico profilo del cliente. Una trattazione più particolareggiata del tema è offerta al par. 3.2 della Sezione Seconda.

24 Sul punto v. GUARRACINO F., *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. product intervention)*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Padova, 2016.

di questi provvedimenti sono già stati adottati, sia da ESMA, sia da CONSOB, ad esempio con riguardo a contratti derivati (opzioni binarie e contratti differenziali), offerti a clienti al dettaglio, per i quali sono stati introdotti sia divieti, sia limitazioni.

2 I profili rimediali

Nessuna regola, per quanto articolata e puntuale (come quelle che, effettivamente, si sono affermate nel contesto della disciplina derivante da MiFID II) può espletare le sue funzioni se priva di una effettiva dimensione sul piano dei rimedi. Una non corretta profilatura del prodotto incide, direttamente, sulla profilatura della clientela, e sul livello di tutela accordato nella prestazione dei servizi di volta in volta rilevanti. Ne deriva che carenze nella profilatura dei prodotti schiudono la prospettiva a profili di responsabilità, o invalidanti, ai quali la disciplina, da sempre, tenta di fornire adeguate risposte, non senza incertezze e radicali prese di posizione, fortemente innovative, delle Corti.

In vero, il tema dei rimedi da violazione delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento è, da sempre, presente al legislatore. Già alle origini della disciplina (legge n. 1/1991) il legislatore ha ritenuto di introdurre una regola speciale in punto di allocazione dell'onere probatorio. Quella scelta è poi sopravvissuta, con qualche lieve differenza lessicale, nel TUF, dove figura all'art. 23, comma 6 ("nei giudizi di risarcimento dei danni arrecati al cliente nella prestazione dei servizi, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta"). Nel tempo, sono stati dibattuti, in letteratura, i punti di contatto e le differenze che sussistono tra la disposizione e le regole di diritto comune: il dibattito, sul punto, si trascina sin dal 1991²⁵. Secondo alcuni, infatti, la regola sarebbe riprodottrice dei principi generali in tema di responsabilità contrattuale, ma la tesi non è condivisa da tutti; secondo altri, essa porrebbe a carico dell'intermediario l'onere di dimostrare che tra la violazione di una norma di settore e il danno non vi è nesso di causalità²⁶. A prescindere dalle discussioni sui rapporti che la norma ha con le regole di diritto comune, è corretto osservare che – comunque – essa vuole dare certezza "al contenuto dell'onere probatorio" che incombe sul soggetto danneggiato, eliminando, sotto questo profilo, le distinzioni che possono derivare dalla natura (contrattuale o aquiliana) della responsabilità dell'intermediario²⁷.

Si è lungamente discusso, altresì, se la violazione delle regole di condotta si ripercuota sull'eventuale validità del contratto e, in particolare, se da tale violazione

25 DELLA NEGRA F., *I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto*, in Banca, borsa e tit. cred., V, 2020, p. 700.

26 V. ad esempio AMOROSINO S., RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004, p. 134.

27 V. per un'ampia disamina della responsabilità degli intermediari nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento e mobiliari in genere, FALCONE G., GRECO G.L.-ROTONDO G., *La responsabilità nella prestazione dei servizi di investimento*, Milano, 2004, ove copiosi riferimenti dottrinali e giurisprudenziali. Per una diligente raccolta del materiale giurisprudenziale v. ZITIELLO L. (a cura di), *MiFID. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2008: dopo il lavoro di Zitiello il "torrente giurisprudenziale" ha comunque prodotto un numero impressionante di decisioni che, allo stato, attendono ancora di essere puntualmente identificate e raccolte in modo sistematico.

consegua la nullità dei contratti. Negli anni successivi al verificarsi dei *default* Cirio, Parmalat e delle vicende relative al collocamento dei bond dell'Argentina, si è assistito ad un vero e proprio "diluvio" giurisprudenziale, incentrato sui profili di responsabilità degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento, e nell'ambito del quale sono state sostenute, ed accolte, tesi diverse²⁸. Il filone del contenzioso si è poi riaperto dopo la crisi finanziaria del 2008, ed il *default* di taluni emittenti bancari: vicende che hanno sollecitato interventi anche dal punto di vista istituzionale, mediante l'introduzione di appositi organismi di conciliazione (si fa riferimento, in particolare, all'Arbitro per le controversie finanziarie istituito presso la CONSOB) e di meccanismi di indennizzo per le fasce più deboli di investitori.

Nel contesto di cui sopra, una parte della giurisprudenza di merito – in ciò seguita da una dottrina poco attenta – si era inizialmente orientata in senso favorevole, e dunque aveva concluso che dal mancato rispetto delle regole di comportamento deriva la nullità degli atti conclusi in violazione²⁹: una soluzione indubbiamente di favore per gli investitori, ma che – operando sul piano dei rimedi restitutori – risulta tutto sommato essere una scorciatoia "di comodo", in quanto aggira lo spinoso problema della quantificazione del danno nei giudizi di risarcimento dei danni per violazione delle regole di condotta.

In verità, già in precedenti occasioni, si era avuto modo di osservare come la soluzione della nullità non apparisse convincente. La nullità degli atti conclusi in violazione delle regole di condotta veniva, infatti, semplicisticamente ricavata, dalla giurisprudenza richiamata, dall'asserita natura "imperativa" delle regole di condotta. Tuttavia, la natura imperativa di una norma non la rende automaticamente rilevante ai fini della declaratoria di nullità dei contratti: affinché vi sia nullità, è necessario che le norme violate mirino, tra l'altro, alla tutela di interessi generali, secondo quanto ampiamente elaborato dalla giurisprudenza in punto di applicazione dell'art. 1418 c.c.³⁰.

La correttezza di tale impostazione è stata confermata dalla Corte di Cassazione che, a Sezioni Unite, ha concluso nel senso che dalla violazione delle regole di condotta può discendere la responsabilità (precontrattuale o contrattuale, a seconda dei casi) dell'intermediario ma non anche – se non nei casi in cui è espressamente stabilita dalla legge – la nullità dei contratti e delle operazioni concluse³¹. La pronuncia della Suprema Corte – che si segnala, nel panorama della spesso confusa giurisprudenza sul "risparmio tradito", per la chiarezza e la lucidità delle argomentazioni – chiude un capitolo importante del faticoso (e, alla fine, poco produttivo) dibattito³², ma non ha risolto del tutto i problemi stante il fatto che, comunque, residuano aperte

28 V. per una ricostruzione in chiave sistematica della disciplina PERRONE A., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in Riv. soc., 2005, p. 1012.

29 V., ad esempio, Trib. Milano, 11 maggio 1995, in Giur. comm., 1996, II, p. 79; Trib. Torino, 10 aprile 1998, in I Contratti, n. 11/1999 e, in materia di vendita ai risparmiatori di "obbligazioni argentine", Trib. Mantova, 18 marzo 2004. In dottrina v. conforme SARTORI F., *op. cit.*, 2004, p. 51.

30 Per un'accurata analisi dei "rimedi" attivabili nel sistema italiano in caso di violazione delle regole di condotta, e per un'analisi critica dell'efficacia delle stesse v. SARTORI F., *op. cit.*, 2004.

31 V. Cass., Sez. Un., 23 ottobre 2007, n. 26724 e 26725, depositate il 19 dicembre 2007. Sul tema delle cc.dd. "nullità di protezione" v. PAGLIANTINI S., *Nullità virtuali di protezione?*, in I contratti, 2009, p. 1040.

32 Per una ricostruzione del dibattito e una disamina delle diverse teorie v. MAGGIOLIO M., *op. cit.*, 2012, p. 463.

questioni attinenti, ad esempio, alla quantificazione dei danni, agli effetti collegati alla risoluzione dei contratti³³ e, soprattutto, a possibili vizi che, per la loro gravità, possono incidere sugli stessi profili causali.

Molto intense sono state, a tale proposito, le discussioni emerse con riguardo agli strumenti derivati, oggetto di un ampio – e non sopito – contenzioso tra intermediari (soprattutto banche) e clienti. Le controversie si sono fatte via via più articolate in funzione della complessità delle operazioni in derivati oggetto di contenzioso, della natura delle controparti (clienti privati; operatori qualificati; enti pubblici), dell'elevato grado di tecnicismo che interessa questa specifica materia. Nelle operazioni in derivati le regole di condotta vengono, per così dire, esposte ad un livello di "tensione" particolarmente intenso, dovuto alle forti asimmetrie informative tra intermediari e clienti; alla complessità delle operazioni; agli elevati rischi connessi con le operazioni; alle difficoltà di qualificare, spesso, la "finalità" dell'operazione (speculativa; di copertura dei rischi; mista); alla discrasia tra obiettivi dichiarati e quelli effettivamente perseguiti dall'operazione. La giurisprudenza ha così avuto modo, in varie occasioni, di pronunciare la risoluzione dei contratti stipulati in assenza di adeguata informativa alla clientela, o in violazione di altre regole di condotta, disponendo la restituzione delle somme corrisposte nella vigenza del rapporto ed eventualmente il risarcimento del danno³⁴. In alcuni casi si è fatta discendere la declaratoria di nullità di operazioni³⁵ poste in essere in mancanza dell'esplicitazione di parametri ritenuti fondamentali, quali il *mark to market* e i costi impliciti dell'operazione³⁶. La questione ha investito anche i derivati stipulati dalle pubbliche amministrazioni, le cui vicende sono state connotate da notevoli oscillazioni della giurisprudenza, anche penale³⁷, sino ad ultimi interventi della Corte di Cassazione a Sezioni Unite³⁸. Al di là della complessità di un dibattito che non è possibile, per ragioni di economicità, approfondire in questa sede, pare evidente che il contenzioso specifico in materia di derivati mette alla prova le conclusioni raggiunte con la sentenza delle Sezioni Unite in materia di conseguenze derivanti dalla violazione

33 BARTALENA A., *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in Il Testo Unico Finanziario, a cura di CERA-PRESTI, vol. I, Bologna, 2020, p. 356; RESCIGNO M., *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, in Il Testo Unico Finanziario, a cura di CERA-PRESTI, vol. I, Bologna, 2020, p. 515.

34 Si veda per un panorama delle varie questioni emerse, i contributi raccolti in MAFFEIS D. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, in Quaderni di Banca Borsa e Titoli di Credito, n. 38, 2014. Un ampio repertorio di sentenze in materia è reperibile sui siti www.derivati.info; www.expartecreditoris.it; www.ilcaso.it; www.diritto bancario.it. In tema di contenzioso in materia di strumenti derivati, negli ultimi anni si è assistito ad un significativo aumento di pronunce, finalizzate anche a risolvere la questione relativa alla natura e alla funzione degli stessi strumenti. V., ad esempio, in proposito la pronuncia della Corte d'appello di Milano (sentenza n. 3459/2013) che – risolvendo vecchie categorie – ha ritenuto di qualificare – sul piano civilistico il contratto derivato *over the counter*, concluso da un intermediario nell'ambito della sua attività di intermediazione finanziaria come un contratto di scommessa legalmente autorizzato, ai sensi dell'art. 1935 c.c.

35 Parla di un'evoluzione "distonica" rispetto ai risultati raggiunti con riguardo alla violazione delle regole di condotta, e anche alla tendenza ricavabile dalla legislazione europea, BARTALENA A., *op. cit.*, p. 356.

36 ANOLLI M., PERRONE A., *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in Riv. dir. banc., 2020; RESCIGNO M., *op. cit.*, 2020.

37 V. in particolare la vicenda dei derivati stipulati dal Comune di Milano che ha visto, in primo grado, condannate le banche per un'ipotesi di truffa; decisione poi riformata dalla Corte di appello con sentenza 3 giugno 2014, n. 1937, le cui motivazioni sono disponibili su www.derivati.info.

38 Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770 e Cass. Civ., sez. I, 29 luglio 2021, n. 21830. Per il relativo dibattito, e articolate riflessioni anche su quest'ultima sentenza, ANOLLI M., PERRONE A., *op. cit.*, 2020; RESCIGNO M., *op. cit.*, 2020. V. anche BARTALENA A., *op. cit.*, 2020, p. 356.

delle regole di condotta, schiudendo la prospettiva a specifiche, e più radicali forme di invalidità negoziale, riconducibili a vizi della causa del negozio, o comunque alle patologie più gravi del contratto, dove i rimedi risarcitori non paiono alle Corti più sufficienti ad assicurare un adeguato livello di protezione dell'investitore.

È interessante osservare che una larga parte del richiamato contenzioso, di cui non è né possibile, né opportuno, dare puntualmente conto in questa sede interessa direttamente questioni che attengono proprio alla "gestione" – *recte*: alla "profilatura" – dei prodotti e, naturalmente, della clientela. In un contesto normativo prevalentemente orientato ad affrontare l'ultimo dei profili testé segnalati, l'assenza di un quadro più chiaro sul piano disciplinare in merito ai prodotti ha disvelato, così, numerose incertezze applicative, risolvendosi anche in livelli di tutela concreti disallineati. Emblematico, a riguardo, il contenzioso relativo agli strumenti derivati, nel quale la discussione ha, in fondo, riguardato essenzialmente la corretta rappresentazione, in fase di conclusione del contratto, delle caratteristiche e del profilo di rischio dell'operazione: il mancato o insufficiente rispetto degli obblighi di disclosure e di rappresentazione di elementi essenziali del "prodotto" (tra i quali, il *mark to market*, e gli scenari probabilistici) ha fatto sì che le Corti si orientassero verso la ricerca di rimedi invalidanti, tali da investire i profili più squisitamente di tipo causale. La sanzione civilistica più grave (la nullità del contratto) non è dunque discesa (innanzitutto) dalla mancata o insufficiente profilatura della clientela, ma da difetti inerenti il prodotto, la "misurabilità" del suo livello di rischio, e la relativa rappresentazione resa alla controparte all'atto della conclusione del contratto.

3 La realtà italiana

3.1 Il contesto

La Banca d'Italia nel 2020 ha pubblicato una analitica ricerca, secondo i parametri OCSE, circa il grado di "alfabetizzazione finanziaria" degli italiani. A livello aggregato la popolazione italiana è ultima nella classifica OCSE³⁹. Il dato è scomponibile in tre elementi: "conoscenza" (i concetti di base, quali la diversificazione del rischio, conoscere la differenza fra il tasso di interesse semplice o composto, etc.), "comportamenti" (saper fissare obiettivi finanziari, destinare le risorse all'investimento oppure alla spesa, etc.), "attitudini" (orientamento al risparmio nel breve, medio o lungo periodo). "Per l'indice totale di alfabetizzazione finanziaria, nel 2020 l'Italia risulta in 25° posizione su 26 paesi considerati, avanti alla sola Malta, che però ha usato un questionario parzialmente diverso. L'Italia ha una posizione relativa leggermente migliore sulle conoscenze (20°) e più decisamente sulle attitudini (12°), mentre è ultima sui comportamenti"⁴⁰.

39 BANCA D'ITALIA, *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 588, tab. 10 e 11.

40 BANCA D'ITALIA, *op. cit.*, p. 13.

In sintesi, l'investitore medio in Italia, rispetto ai colleghi dell'area OCSE, ha difficoltà nel saper fissare i propri obiettivi e conosce poco i concetti di base dell'investimento finanziario. Quindi, egli non sa scegliere un prodotto nel quale investire: perché, da una parte ha scarse conoscenze finanziarie e dall'altra non è in grado di fissare i propri obiettivi di investimento (i due aspetti sono chiaramente fortemente interconnessi).

Il rapporto *Capital Market Review Italy 2020* contiene molte e specifiche raccomandazioni per rendere più efficiente il mercato dei capitali in Italia, fra le quali: "Tuttavia, l'attuale incompletezza ed incoerenza del quadro normativo, unita a meccanismi insufficienti per promuovere la partecipazione dei soggetti privati, continua a limitare il mercato del collocamento privato ai grandi investitori istituzionali e priva una platea considerevole di potenziali investitori privati dell'opportunità di investimento diretto in società a rapida crescita. Poiché la base di investitori istituzionali nazionali in Italia piuttosto ristretta, la mancanza di partecipazione individuale al mercato dei capitali contribuisce, altresì, al problema della scarsa liquidità"⁴¹.

L'Italia, anche spinta dal *Capital Market Review Italy 2020*, è avviata a modificare l'accesso ai mercati regolamentati ed in genere alle sedi di negoziazione, nel senso di agevolare la quotazione e la permanenza nei mercati, soprattutto di PMI meritevoli: "rendere più agevole l'accesso ai mercati, attraverso interventi di semplificazione dei requisiti di ammissione (...), favorire la permanenza sui mercati (...)" in particolare da parte delle PMI⁴². Ancora: "intervenire con alcuni chiarimenti interpretativi sul regime dei prodotti finanziari illiquidi e complessi, nonché sull'inclusione delle casse di previdenza tra i clienti professionali e sulla possibilità per i gestori attivi di investire, per conto di clienti *retail* e con le adeguate tutele, in mercati riservati ai professionali. Queste misure si accompagnerebbero alle recenti innovazioni che tendono a individuare una categoria di investitori al dettaglio qualificati, a cui sia esteso l'accesso alle offerte sul mercato primario e secondario attualmente riservate agli investitori istituzionali oltre alle iniziative, in fase di studio, per stimolare la nascita di un maggior numero di investitori istituzionali domestici, con particolare riguardo alle PMI"⁴³.

La Direttiva 2021/338 ("modifica della direttiva 2014/65 per quanto riguarda gli obblighi di informazione, la governance del prodotto e i limiti di posizione" etc.) dichiara nel primo considerando: "L'obiettivo generale di tali modifiche dovrebbe pertanto consistere nel rimuovere gli oneri burocratici non necessari e introdurre misure attentamente calibrate ritenute efficaci al fine di mitigare le difficoltà economiche" delle imprese in crisi a causa della pandemia agevolando la raccolta di capitali. Così, (secondo considerando): "Potrebbero essere valutati ulteriori sforzi per ridurre la complessità normativa e i costi di conformità delle imprese di investimento e per eliminare distorsioni della concorrenza, purché nel contempo sia presa sufficientemente in considerazione la tutela degli investitori". Una delle novità è proprio in tema di governo

41 ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *Capital Market Review Italy 2020, Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy.htm>.

42 MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, DIPARTIMENTO DEL TESORO, *Libro Verde su: La competitività dei mercati finanziari italiano a supporto della crescita*, 2022.

43 MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, DIPARTIMENTO DEL TESORO, *Libro Verde*, op. cit., p.20

del prodotto, dove i titoli di debito muniti di clausola "*make-whole*" sono esentati dall'applicazione, fra l'altro, dell'articolo 24, paragrafo 2 della MiFID II, dunque dalla disciplina del governo del prodotto. Stesso orientamento, del resto, si riscontra nelle raccomandazioni del Capital Market Review Italy 2020, secondo cui le imprese italiane di medie dimensioni dovrebbe essere agevolate nelle operazioni di raccolta, intervenendo nella disciplina sulle emissioni obbligazionarie.

Dunque: "Complessità", "oneri burocratici" (Direttiva 2021/338), "oneri amministrativi", "semplificazioni in materia di abusi di mercato", "semplificare le vigenti procedure" per consentire alle PMI di quotarsi ("Capital Market Union" e Libro Verde); sembra che la forza legislativa voglia in parte mutare la rotta segnata a partire dai primi anni 2000 (e che ha le proprie radici dai primi anni '80 del XX secolo). Il senso di marcia è quello di una regolamentazione più agile, ma non per questo meno protettiva verso l'investitore. Non si tratta di una sintesi banale, soprattutto dovendo considerare tutti questi elementi: la scarsa capacità dell'investitore medio di scegliere in modo adeguato come investire, il progetto di coinvolgere anche il piccolo investitore, direttamente o meno, verso mercati riservati ai clienti professionali e comunque verso i mercati azionari (è una raccomandazione specifica del rapporto Capital Market Review Italy 2020), la semplificazione della regolamentazione per consentire una più agile raccolta. Queste premesse aumenteranno la pressione quanto meno sul: regime di collocamento di prodotti finanziari (soprattutto in regime di consulenza finanziaria) e il governo degli strumenti finanziari.

3.2 Il principio di correlazione

Occorre partire dal principio di correlazione fra profilatura del cliente e profilatura del prodotto. I due aspetti non sono perfettamente coevi nella regolamentazione, in quanto la disciplina sulla profilatura del cliente è antecedente a quello della profilatura del prodotto, ma essi sono assolutamente complementari.

Certamente la disciplina sull'adeguatezza, l'appropriatezza, la mera esecuzione, già poneva la correlazione fra le due profilazioni, ma la novità della "product governance" è nell'aver anticipato la correlazione a livello teorico, cioè antecedente rispetto alla specifica operazione con un cliente reale. In altri termini, uno specifico prodotto viene profilato (dal produttore) per un certo tipo di cliente; se la profilazione del prodotto non è corretta, allora esso sarà collocato ad un cliente "sbagliato", anche se quest'ultimo è stato correttamente profilato. Così, viceversa, l'incorretta profilatura del cliente renderebbe vana la corretta mappatura del prodotto. La profilatura del cliente può efficacemente svolgere il proprio compito solo a fronte di una corretta profilatura del prodotto e viceversa: questa l'essenza del principio di correlazione. Se la correlazione funziona, allora l'interesse del cliente ad investire secondo le proprie effettive esigenze di rischio, sarà certamente soddisfatta ed i margini di collocamenti di prodotti non adeguati ridotti al minimo. Un tale aspetto era per altro chiaro alla Banca d'Italia ed alla CONSOB già prima dell'introduzione della specifica disciplina della "product governance", infatti (come vedremo nell'analisi dell'attività sanzionato-

ria) esse consideravano all'interno della procedura di adeguatezza tre profili: profilatura dei clienti, mappatura dei prodotti finanziari e svolgimento delle verifiche di adeguatezza/appropriatezza.

Circa l'aspetto della profilatura del cliente, da pochi anni siamo usciti dalla stagione delle cause e delle sanzioni per scorretta profilatura del cliente (prima "operatore qualificato", poi "cliente professionale"), anche grazie ad una correzione in corso della disciplina da parte del legislatore comunitario (MiFID II), proprio a fronte di troppi clienti professionali sulla carta. Mentre per l'aspetto del governo del prodotto non vi sono ancora specifiche attività sanzionatorie definitive, visto che l'articolo 21, comma 2 bis del TUF è stato introdotto nel 2017, gli orientamenti ESMA "sugli obblighi di governance di prodotti" sono in vigore da gennaio 2018 ed il Regolamento Intermediari è stato aggiornato a febbraio 2018.

Vi sono però diversi provvedimenti sanzionatori della CONSOB e poi sentenze di varie Corti d'Appello e della Corte di Cassazione, antecedenti alle modifiche del TUF sulla governance di prodotti, che già trattano di "mappatura" di prodotti prendendo in esame fatti che a pieno titolo rientrano nell'attuale disciplina di governo del prodotto. In assenza di specifica disciplina, si applicavano i criteri generali indicati nell'art. 21 TUF. In particolare, l'art. 21 TUF, lettera a): "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati"; e lettera d): "disporre di risorse e procedura, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività" e del Regolamento congiunto CONSOB-Banca d'Italia 29 ottobre 2007 al tempo vigente.

3.3 Aspetti critici nel corso dell'attività ispettiva

Scorriamo qualche casistica riguardante impugnazioni di provvedimenti emanati dalla CONSOB. La Corte di Appello di Torino, respingendo il ricorso avverso un provvedimento sanzionatorio emanato dalla CONSOB, confermava il merito delle sanzioni aventi per oggetto "carezza con riguardo a tutti i tre profili di cui si compongono le procedure di valutazione di adeguatezza, ossia profilatura dei clienti, mappatura dei prodotti finanziari e svolgimento delle verifiche di adeguatezza/appropriatezza; in particolare, è stato riscontrato che la banca non disponeva di una procedura idonea ad intercettare le effettive caratteristiche degli investitori (...) sono state evidenziate criticità per quanto riguarda la classificazione dei titoli complessi"⁴⁴. In particolare, anche se è l'intero modello della consulenza adottato dalla banca sotto accusa, si trattava di consigliare ai clienti l'investimento in azioni di una banca non quotata.

La Corte d'Appello dell'Aquila confermava la sanzione che aveva fra l'altro ad oggetto irregolarità nella profilatura dei prodotti consigliati ai clienti di un intermediario bancario. Anche in questo caso si trattava di azioni, non quotate, della banca, che venivano offerte come prodotto di investimento alla clientela. Vengono dunque rilevate delle criticità nel modello di consulenza, fra le quali l'eccessiva discrezionalità

⁴⁴ APP. TORINO, 16/09/2019, n. 1503.

degli operatori nel modificare i profili di rischio dei clienti, la mancanza di idonee procedure per l'attribuzione di un profilo di rischio del prodotto finanziario ed infine procedure non idonee a gestire il conflitto di interesse della banca come emittente e collocatrice dei prodotti⁴⁵.

La Corte di Cassazione rigettava il ricorso presentato da un soggetto vigilato contro il provvedimento della CONSOB avente per oggetto, fra l'altro, l'accertamento di: "interventi di carattere discrezionale nella determinazione del profilo di rischio dei prodotti del gruppo, al fine di favorire la collocazione degli stessi". L'intermediario aveva applicato esclusivamente con riferimento ai titoli obbligazionari del gruppo di appartenenza "una nuova metodologia con l'introduzione di modifiche rispetto a quanto previsto alla procedura precedentemente approvata, aventi l'effetto di ridurre il livello di rischio associato ai prodotti della banca, allargando la base della clientela potenzialmente adeguata"⁴⁶. Inoltre, veniva reputata viziata da troppi margini di discrezionalità la procedura di "*pricing*" di alcuni prodotti, piuttosto che una procedura il più oggettiva possibile.

La procedura o la metodologia adottata da altra banca per i titoli di propria emissione rispetto a prodotti di altri emittenti, è ad oggetto di altro accertamento effettuato dalla CONSOB ed impugnato sino alla Corte di Cassazione. In questo caso, l'attività ispettiva aveva accertato per l'appunto che la Banca, "ai fini della valutazione del livello di complessità e di rischiosità dei propri titoli, aveva impiegato un sistema di monitoraggio statico consistito nell'effettuare una valutazione *una tantum* dei singoli prodotti emessi. Invece, con riguardo al parametro della rischiosità, i titoli dei altri emittenti erano monitorati dinamicamente, così da coglierne nel tempo ogni variazione"⁴⁷.

Sempre in tema di mappatura dei prodotti, la Corte di Cassazione rigettava il ricorso proposto anche dal ricorrente, in cui la CONSOB aveva accertato che "In merito alla mappatura dei prodotti si è riscontrato che [...] la collocazione nelle classi di rischio era più volte mutata, e che solo [...successivamente...] le azioni erano state considerate a rischio alto anziché medio alto, sebbene i fondi comuni azionari già lo fossero da prima; era stata elevata la valutazione di rischiosità delle obbligazioni subordinate che invece [...] erano assimilate a quelle ordinarie. Secondo i rilievi ispettivi si riteneva altresì incongruo aver lasciato nella classe di rischio medio alto le obbligazioni convertibili con opzione esercitabile solo dall'emittente. Del pari contestato era il fatto che le obbligazioni della banca erano state incluse in una categoria di rischio più bassa rispetto a quelle di altri emittenti e che le obbligazioni strutturate della banca erano state assimilate a quelle ordinarie, a differenza delle obbligazioni analoghe di altri emittenti. Secondo i rilievi ispettivi si riteneva altresì incongruo aver lasciato nella classe di rischio medio alto le obbligazioni convertibili con opzione esercitabile solo dall'emittente. Del pari contestato era il fatto che le obbligazioni della banca erano state incluse in una categoria di rischio più bassa rispetto a quelle di altri emittenti e

45 App. AQUILA, 18/01/2018, n. 99.

46 C. CASS., 04/02/2021, n. 2620.

47 C. CASS., 18/09/2020, n. 19558.

che le obbligazioni strutturate della banca erano state assimilate a quelle ordinarie, a differenza delle obbligazioni analoghe di altri emittenti"⁴⁸.

Vi è poi altra attività ispettiva della CONSOB che riguarda ad esempio rapporti di esternalizzazione ("*outsourcing*") del rating del prodotto da parte di intermediari finanziari e scarsa attività di controllo circa il processo affidato all'esterno. Quindi, veniva contestato un affidamento completo all'*outsourcer*, recependo integralmente la classificazione senza associare un coefficiente di rischio al titolo se non quello fornito in automatico in anagrafica; inoltre, veniva contestata l'impossibilità di tracciare le modifiche che nel tempo occorreivano al rating del prodotto, così da non poter risalire nel tempo quando quel prodotto veniva collocato in una determinata operazione.

L'attività ispettiva brevemente riportata ha mostrato alcuni aspetti patologici, che la disciplina sul governo dei prodotti ha cercato di eliminare: il primo riguarda il conflitto di interessi dell'emittente quando è anche distributore dei prodotti, conflitto che si è manifestato nella modifica del profilo di rischio del cliente o del prodotto per finalità egoistiche dell'emittente in contrasto con il principio della tutela esclusiva dell'interesse del cliente. Un secondo aspetto, riguarda lo scarso controllo sull'attività affidata a terzi nella mappatura del prodotto, così delegando senza adeguati presidi organizzativi un momento fondamentale dell'attività di governo del prodotto.

La disciplina in vigore ha disegnato un quadro operativo nel quale non dovrebbero riproporsi gli aspetti patologici sopra delineati, vista l'analitica procedura prevista. Ad esempio, l'art. 64, comma 5, lett. b del Regolamento Intermediari, prevede che lo strumento finanziario debba rispondere "all'interesse del cliente, prestando attenzione a eventuali conflitti determinati da un modello di business redditizio per l'intermediario e svantaggioso per il cliente", espressamente richiamandosi al rischio conflitto di interesse sopra indicato.

I già richiamati orientamenti ESMA del 5/02/2018 ("Orientamenti") prevedono l'individuazione del mercato di riferimento potenziale da parte del produttore, secondo metriche quantitative e qualitative. E l'orientamento deriva proprio per controllare un eccessivo "automatismo" che può avvenire grazie all'applicazione di "metodologie algoritmiche" (secondo metriche di volatilità, rating degli emittenti, etc.). Quindi viene consigliato di aggiungere i cinque criteri qualitativi indicati dagli Orientamenti (tipologia del cliente, conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria, tolleranza al rischio, obiettivi), che sono poi gli elementi di base per fornire una raccomandazione di adeguatezza al cliente. In questo modo il mercato di riferimento potenziale risulta in realtà essere un tipo standardizzato di cliente, cioè un cliente tipo per i cinque profili qualitativi indicati. Il mercato di riferimento non esiste di per sé, se non "popolato" di destinatari dell'offerta, destinatari per l'appunto tipizzati a monte.

Il collegamento fra il mercato di riferimento e i clienti (il mercato reale) è la catena distributiva (e dunque la scelta dei distributori appropriati da parte dei produttori), anch'essa deve essere coerente per far approdare il prodotto nel mercato di riferimento, cioè al tipo di cliente destinatario ideale del prodotto (art. 72 Regolamento

⁴⁸ C. Cass., 04/02/2021, n. 2638.

Intermediari, i distributori "adottano adeguate misure e procedure per assicurare che gli strumenti e i servizi che intendono offrire o raccomandare siano compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimenti"). Il passaggio è critico e impone rapporti e responsabilità condivise fra produttori e distributori, flussi informativi, presidi; soprattutto quando il produttore o il distributore non sono soggetti alla regolamentazione europea.

Infatti, è possibile individuare alcuni aspetti critici proprio in questo aspetto della regolamentazione di governo del prodotto. Il processo "*know your distributor*" impone di raccogliere durante la fase di distribuzione del prodotto le informazioni per controllare l'andamento del processo, ma il processo è difficoltoso se distributori non soggetti alle regole della MiFID II e a loro volta impiegano sub-distributori, che tengono i rapporti con i clienti finali applicando diverse regole nella prestazione dei servizi di investimento. Un altro aspetto di criticità riguarda i co-produttori i quali si dividono i compiti relativi al governo del prodotto e devono però trovare anche il modo di gestire le responsabilità (per es. qualificazione del profilo di rischio del prodotto, redazione dei documenti informativi, individuazione del mercato di riferimento, etc.).

In effetti, si tratta di aspetti che denotano una certa "complessità" della regolamentazione, per tornare ad alcuni aspetti trattati in apertura. Ora, "complessità" è un termine che di per sé non reca valori assoluti positivi o negativi. Nel nostro caso, se la complessità regolamentare genera costi eccessivi per la clientela, rischi operativi per gli intermediari che a loro volta generano altri costi, inefficienza nella tutela dell'interesse del cliente (tutela tutta costruita sulla procedura, il presidio, la funzione, il formalismo), allora la "complessità" ha certamente un'accezione negativa.

4 Applicazione della disciplina in ambito europeo e riflessi in termini di tutela del risparmiatore

Si è sinora osservato che la corretta classificazione e mappatura dei prodotti finanziari assume particolare rilievo ai fini del corretto funzionamento non solo delle regole di adeguatezza e di appropriatezza - ovvero le due architravi delle regole di protezione degli investitori, già previste nel regime MiFID I -, ma anche delle regole di "product governance" introdotte nella seconda versione della MiFID.

La trattazione seguente si concentrerà più in dettaglio sulla regola di adeguatezza che, come già notato, rappresenta uno dei presidi fondamentali del sistema MiFID nel mitigare e contenere il rischio di *mis-selling*. Tale rischio è tipicamente collegato alla presenza di asimmetrie informative⁴⁹, di costi di transazione e della differente

49 Alcuni studi mostrano che una delle principali cause dei fenomeni di *mis-selling* è rappresentata dalle asimmetrie informative connesse all'analfabetizzazione finanziaria dei risparmiatori *retail*. Sebbene la corretta stima del livello di alfabetizzazione finanziaria sia di per sé complicata, appare alquanto ovvio che l'alfabetizzazione finanziaria di molti clienti al dettaglio è inferiore, a volte anche di molto, rispetto a quella dei prestatori di servizi di investimento e dei loro dipendenti. È proprio questo divario che determina l'asimmetria informativa che è poi alla base dei fenomeni di *mis-selling*. FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *Fair Retail Banking: How to Prevent Mis-selling by Banks*, reperibile all'indirizzo <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:352-0-424172>, White Paper No. 39 SAFE: Sustainable Architecture for Finance in Europe Konstanzer Online-Publikations-System (KOPS), Goethe University, 2016, p. 4.

possibilità di accesso ai mercati finanziari, che pongono le imprese di investimento in una posizione di vantaggio rispetto ai propri clienti. Anche per tali motivi, il *mis-selling* rappresenta uno dei principali rischi a cui è soggetto il risparmiatore *retail* nel complesso processo di selezione dei prodotti finanziari in cui investire le proprie disponibilità⁵⁰.

Nei precedenti paragrafi è stato chiarito che la valutazione di adeguatezza si basa su due pilastri: la profilatura della clientela e la mappatura dei prodotti finanziari. Per quanto di specifico interesse per il presente lavoro, risulta rilevante il caso di *mis-selling* connesso a mappature opportunistiche dei prodotti finanziari da parte degli intermediari. Tale condotta si sostanzia nell'attribuzione ad un prodotto finanziario di un livello di rischio inferiore - o leggermente inferiore - a quello effettivo in fase di mappatura. L'obiettivo che si intende conseguire è incrementare il numero di clienti per i quali, astrattamente, il test di adeguatezza possa restituire esito positivo nel caso di acquisto di quel prodotto finanziario. Per tale via, stante la natura bloccante della regola di adeguatezza, l'intermediario è nelle condizioni di poter commercializzare un prodotto finanziario ad una più ampia platea di clienti, pur nel pieno rispetto delle disposizioni relative alla profilatura della clientela.

È stato osservato da alcuni che è proprio la presenza di frizioni tra imprese di investimento e clienti a giustificare la previsione di una regolamentazione speciale, quale il sistema MiFID, che ha come obiettivo precipuo la protezione dei risparmiatori *retail*⁵¹.

In ambito europeo, ESMA ed Autorità nazionali sono chiamate a favorire la massima armonizzazione nei diversi Stati Membri nella concreta applicazione alla disciplina eurounitaria e rappresentano gli attori fondamentali nel creare condizioni volte a contenere il rischio di *mis-selling*, con l'obiettivo ultimo di preservare i livelli di fiducia riposti dai risparmiatori nel mercato finanziario⁵².

Al fine di indagare tale rilevante aspetto, nel par. 3.1 della Sezione Prima saranno affrontate le attività condotte dall'ESMA volte ad appurare le modalità applicative della regola di adeguatezza nei diversi Paesi facenti parte dell'Unione Europea, mentre nel par. 3.2 della Sezione Prima sarà offerta una ricognizione più approfondita per alcuni Stati Membri.

50 *Ibidem*.

51 *Ibidem*.

52 Ed è proprio la fiducia, difatti, il prerequisito necessario affinché il mercato funzioni correttamente, consentendo alle unità in surplus, ovvero i risparmiatori, di mettere a disposizione le proprie disponibilità finanziarie a favore delle unità in deficit, ovvero gli emittenti dei prodotti finanziari, nell'aspettativa del conseguimento di un rendimento.

4.1 Modalità applicative nei singoli Paesi europei

Numerosi autori concordano che l'applicazione delle regole di condotta e, in tale ambito, della regola di adeguatezza, previste dal sistema MiFID è ancora lontano da una piena armonizzazione nei singoli Stati Membri⁵³.

L'elevato livello di frammentazione della declinazione delle regole di condotta nei singoli Stati membri è anche conseguente alla stratificazione normativa e alla presenza di più soggetti (Legislatore europeo, ESMA, Legislatore nazionale e autorità nazionali); ciò rappresenta uno dei principali fattori alla base della eterogeneità applicativa della disciplina in ambito europeo⁵⁴.

Nella più recente versione della MiFID, se la specificazione delle regole di condotta in un regolamento direttamente applicabile nei diversi Stati membri contribuisce, da un lato, alla creazione di un codice unico per i mercati finanziari dell'Unione Europea, dall'altro, ciò si traduce anche in un maggiore grado di frammentazione del corpo delle regole di condotta. Gli standard richiesti alle imprese che prestano servizi di investimento sono adesso definiti da una pluralità di fonti di regolamentazione, che includono, a livello nazionale, i diversi livelli di legislazione in materia di vigilanza finanziaria e, a livello europeo, il regolamento delegato MiFID II che è direttamente applicabile in ciascuno Stato membro. Allo stesso tempo, le previsioni di *soft law* possono essere emanate non solo dalle autorità di vigilanza nazionali, ma anche dall'ESMA; ciò determina la presenza di un sistema di governance complesso e caratterizzato da più livelli⁵⁵.

53 La tematica è affrontata da COMANA M. et al., *The MiFID II Framework*, Springer Nature Switzerland AG, 2019 (https://doi.org/10.1007/978-3-030-12504-2_7). Il testo fornisce una ricostruzione delle modalità applicative della MiFID II – e, quindi, delle regole di condotta – in alcuni dei principali Paesi europei (Germania, Francia, Spagna, Italia e UK).

WALLINGA M., *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Studies in European Economic Law and Regulation, 2020, https://doi.org/10.1007/978-3-030-54001-2_4, fornisce poi una ricostruzione delle modalità applicative delle regole di condotta sia a livello europeo che per alcuni Stati Membri (Germania, UK e Olanda), con specifici approfondimenti sulla regola di adeguatezza.

54 Come sarà chiarito nel prosieguo, il sistema MiFID, anche nella sua ultima versione, prevede che gli Stati membri affidino alle rispettive Autorità di vigilanza l'applicazione delle norme di comportamento attraverso strumenti di diritto amministrativo. Gli Stati membri hanno fornito alle Autorità di vigilanza competenti – in genere un'Autorità specificamente incaricata della supervisione delle regole di condotta –, un'ampia gamma di strumenti finalizzati a consentire a queste ultime di far rispettare le norme di condotta. A tal fine, le Autorità possono comminare sanzioni amministrative ai soggetti vigilati che agiscono in violazione delle regole di comportamento, sanzioni che devono comunque essere effettive, proporzionate e dissuasive. Non sorprende, quindi, che gli Stati membri in questione abbiano recepito le norme di comportamento nell'ambito della loro legislazione in materia di vigilanza finanziaria e abbiano sottoposto tali norme a un regime di vigilanza pubblica e di applicazione amministrativa. WALLINGA M., *op. cit.*, p. 176.

55 Come sarà meglio illustrato nel par. 4.2 della Sezione Prima, ai fini del recepimento del pacchetto MiFID gli Stati membri hanno distribuito le norme di condotta su più livelli di legislazione nazionale: il primo contiene le regole di condotta generali; il secondo è caratterizzato da un più elevato livello di dettaglio, necessario per tradurre le norme più astratte nella pratica quotidiana; al terzo livello, le autorità di vigilanza nazionali, attraverso la c.d. *soft law*, dettagliano ulteriormente le norme di condotta. WALLINGA M., *op. cit.*, p. 176.

Di recente, poi, alcune sentenze della Corte di Giustizia Europea hanno contribuito ad accrescere il livello di complessità; tali sentenze mettono difatti in discussione la portata e la natura stessa della *soft law* comunitaria, e, conseguentemente, il ruolo e le prerogative delle Autorità di vigilanza europee⁵⁶.

La difformità applicativa va inevitabilmente ad interessare diversi ambiti del sistema MiFID, tra cui, le regole di condotta e la stessa valutazione di adeguatezza.

Si tratta di un problema rilevante in quanto impatta sulla omogenea protezione degli investitori a livello europeo, e, per tale motivo, è stato oggetto di particolare attenzione da parte dell'ESMA.

Tra le diverse attività condotte dall'Autorità europea nel corso degli ultimi anni, di particolare rilievo è la *peer review* focalizzata sulla regola di adeguatezza posta in essere nel corso del 2016, ad esito della quale l'ESMA aveva rilevato pratiche applicative eterogenee tra i vari Paesi ed aveva avanzato rilievi per diverse Authority⁵⁷.

Alla *peer review* del 2016 è poi seguito un *follow up* nel 2018; nel relativo report l'ESMA conclude che le singole Autorità avevano apportato miglioramenti - rispetto al 2016 - alle prassi di vigilanza con riferimento alla valutazione di adeguatezza e si erano mostrate più attente e proattive nella supervisione dei requisiti di adeguatezza⁵⁸.

Nel corso del 2020 è stata poi realizzata dall'Autorità europea una *Common Supervisory Action* sulla tematica della valutazione di adeguatezza; il relativo report, pubblicato nel luglio 2021, rende noto che la maggior parte delle Authority hanno rilevato modalità applicative non omogenee nell'esecuzione dei test di adeguatezza presso i soggetti vigilati⁵⁹.

56 Ci si riferisce in particolare alla sentenza della Corte di Giustizia Europea del 15 luglio 2021 relativa alla causa 911/19 - Fédération Bancaire Française v. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution; una disamina più approfondita delle diverse implicazioni di tale sentenza, per chi voglia, è contenuta in ANNUNZIATA F., *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni* (November 19, 2021), European Banking Institute Working Paper Series 2021 - n. 106, 2021, p. 4 e ss., reperibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3966980> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3966980>, p. 4 e ss..

57 In maggiore dettaglio, la *peer review* del 2016 aveva individuato non conformità nell'applicazione della disciplina al tempo vigente in tema di requisiti di adeguatezza, con diverso livello di criticità, per 10 delle Authority nazionali sottoposti a verifica. Le ragioni connesse a tali criticità erano, tra le altre, un controllo insufficiente da parte delle Authority nazionali dei requisiti di adeguatezza adottati dai rispettivi soggetti vigilati ed un quadro insufficiente da parte delle Authority dei modelli distributivi dei soggetti vigilati. Per ulteriori dettagli si veda ESMA, 2016-584, *MiFID Suitability Requirements Peer Review Report*, 2016 ed ESMA, 42-111- 4653, *Follow-up Report to the Peer Review on MiFID Suitability Requirements*, 2018, p. 3 e ss..

58 In tale occasione l'ESMA ha puntualizzato che, sebbene le prassi di vigilanza delle singole Authority nazionali possano differire tra loro, è in ogni caso fondamentale per il corretto funzionamento del mercato finanziario europeo che le diverse Autorità preposte pongano in essere un'attività di vigilanza che avvenga nel pieno rispetto della normativa eurounitaria, e che, nel complesso, tale attività conduca a risultati omogenei nei diversi Paesi europei. Si veda ESMA 42-111- 4653, *op. cit.*, p. 5.

59 L'ESMA ha difatti rilevato che la maggior parte delle imprese di investimento operanti nei Paesi partecipanti alla CSA utilizza algoritmi e sistemi automatizzati per realizzare il test di adeguatezza. Le valutazioni di adeguatezza sono spesso strutturate in una serie di step e si basano su diversi parametri chiave da considerare.

Il livello di dettaglio e di sofisticazione dei diversi sistemi varia a seconda degli Stati membri e delle singole imprese. In generale, i sistemi assegnano pesi e punteggi diversi alle informazioni dei clienti per valutare l'adeguatezza di un prodotto. Alcune Autorità nazionali hanno tuttavia segnalato approcci più avanzati in cui i test di adeguatezza pren-

La ricognizione operata ha comunque mostrato un livello adeguato di conformità delle imprese agli elementi chiave dei requisiti di adeguatezza già presenti nella prima versione della MiFID (comprensione dei prodotti e dei clienti da parte degli intermediari, processi e procedure per garantire l'adeguatezza degli investimenti)⁶⁰. Con specifico riferimento alla valutazione di adeguatezza, poi, gli approfondimenti condotti dall'ESMA si sono prevalentemente focalizzati sulla corretta profilatura della clientela da parte dei prestatori di servizi di investimento⁶¹.

Nel complesso, è possibile notare che la frammentazione di cui si è ora discusso, non ha di certo favorito l'individuazione a livello europeo di specifici standard di condotta per i soggetti vigilati dalle singole Authority nazionali, soprattutto con riferimento ai risparmiatori *retail*, la cui tutela rimane una delle priorità del sistema MiFID⁶².

Tale aspetto è particolarmente sentito dall'Autorità europea, tanto da costituire un punto saliente nella revisione delle linee guida ESMA del 2018 relative alla regola di adeguatezza, emanate nel mese di settembre 2022⁶³. Particolarmente meritevoli sono gli obiettivi che l'ESMA si prefigge con l'emanazione del nuovo testo delle linee guida; l'Autorità europea si propone infatti di ridurre il rischio di *mis-selling*, determinando per tale via importanti ricadute positive tanto per i risparmiatori, quanto per gli intermediari⁶⁴, che per il mercato nel suo complesso. Con l'emanazione delle

dono in considerazione il portafoglio del cliente nel suo complesso, al fine di valutare se, a seguito di ogni raccomandazione, il portafoglio del cliente resti adeguato al profilo del cliente. ESMA, 35-43-2748, *Results of the 2020 Common Supervisory Action (CSA) on MiFID II suitability requirements*, 2021, p. 4 e 5.

60 Sono tuttavia emerse carenze e aree di miglioramento relativamente ad alcuni dei nuovi requisiti introdotti dalla MiFID II, come l'obbligo di considerare il costo e la complessità dei prodotti equivalenti, i costi e i benefici degli *switch* ed i report di adeguatezza. ESMA 35-43-2748, *op. cit.*, p. 2.

61 Si vedano i paragrafi da 22 a 24 del report ESMA 35-43-2748, *op. cit.*, pp. 4 e 5.

62 Per tale motivo, la principale tutela per gli interessi degli investitori *retail* continua ad essere rappresentata dai rimedi giudiziali. In proposito, i rimedi introdotti dalle regole di comportamento disciplinate a livello regolamentare si traducono in obblighi che possono essere fatti (direttamente) valere dai tribunali civili su iniziativa degli investitori al dettaglio, imponendo alle imprese soccombenti il risarcimento dei danni sulla base delle previsioni della normativa nazionale in materia di illeciti civili. Oltre a ciò, i risparmiatori al dettaglio possono intentare un'azione per danni sulla base dei tradizionali motivi di responsabilità previsti dal diritto comune, come la responsabilità contrattuale o il fatto di negligenza. WALLINGA M., *op. cit.*, p. 176.

63 Le nuove linee guida pubblicate dall'ESMA (35-43-3172) in lingua inglese il 23 settembre 2022 sono in particolare finalizzate a recepire nel precedente testo del 2018: i) le modifiche al regolamento delegato MiFID II che saranno introdotte per integrare fattori, rischi e preferenze di sostenibilità in alcuni requisiti organizzativi e condizioni operative delle imprese di investimento; ii) i risultati della menzionata *Common Supervisory Action (CSA)* condotta nel 2020; iii) le modifiche introdotte all'articolo 25, paragrafo 2, della MiFID II dal Capital Markets Recovery Package. Si veda <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-guidance-appropriateness-and-execution-only-requirements-under>, ESMA, 35-43-2998, *Consultation Paper on Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, pubblicato nel gennaio 2022, pp. 5 e 14, reperibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-review-mifid-ii-suitability-guidelines> e ESMA, 35-43-3172, *Final Report Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, reperibili all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3172_final_report_on_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf.

64 L'ESMA, in particolare, auspica che gli intermediari, tra l'altro, potranno beneficiare di una maggiore uniformità applicativa della normativa vigente e di una riduzione dei reclami, dei costi dei ricorsi e delle spese legali per le cause in tribunale, nonché minori rischi reputazionali. *Ivi*, p. 19 e 20.

nuove linee guida, l'ESMA intende inoltre favorire una sempre maggiore armonizzazione e convergenza delle prassi di vigilanza delle Autorità nazionali⁶⁵.

4.2 L'applicazione della disciplina in alcuni Stati membri

È stato sinora argomentato che il processo di attuazione del sistema MiFID soffre di ritardi nell'adeguamento e nel recepimento delle disposizioni ivi contenute anche in ragione del fatto che alcuni Stati membri, in nome delle specificità nazionali, risultano tuttora riluttanti a rinunciare alla propria sovranità in diversi ambiti della regolamentazione finanziaria interna⁶⁶.

Al riguardo, alcuni autori hanno evidenziato che nell'ambito dell'UE, è possibile individuare approcci differenziati nei singoli Stati membri anche in ragione dei diversi livelli di sviluppo dei mercati finanziari domestici⁶⁷.

Nei Paesi in cui i mercati finanziari sono più sviluppati (come, ad esempio, la Germania) si tende difatti ad adottare un approccio più protettivo nei confronti degli investitori, in quanto tali Paesi sono particolarmente attenti ad evitare possibili perdite generalizzate di fiducia dei risparmiatori nei confronti dei mercati, determinando, per tale via, rilevanti conseguenze sistemiche.

Di converso, in alcuni Stati membri (come, ad esempio, la Spagna) in cui l'industria finanziaria non è ancora sufficientemente sviluppata, si registra la necessità di preservare le prassi di vigilanza vigenti, in quanto risulta prevalente l'idea che l'introduzione di un cambio di paradigma potrebbe determinare, in taluni casi, effetti destabilizzanti.

L'approccio seguito da altri Paesi, quali la Francia, nell'attuazione della seconda versione della MiFID mostra invece elementi misti delle strategie perseguite sia da paesi in cui i mercati finanziari sono significativamente sviluppati (come la Germania), sia da altri in cui l'attività bancaria tradizionale è ancora fortemente preponderante (come, appunto, la Spagna)⁶⁸.

65 *Ibidem*. Ciò comporterebbe una conseguente riduzione: a livello complessivo, dei rischi di arbitraggio normativo o di vigilanza; a livello di ciascuna Autorità di vigilanza, dei costi connessi alle attività necessarie volte a dare concreta attuazione ai nuovi processi di vigilanza relativi alla valutazione di adeguatezza.

66 A riprova di ciò, basti considerare che, a partire dall'entrata in vigore del pacchetto MiFID, a gennaio 2018, ben 12 Stati membri sono stati chiamati a rettificare il recepimento in quanto ritenuto parziale o insufficiente rispetto agli standard richiesti. A settembre 2018, Spagna e Croazia avevano realizzato un recepimento parziale, mentre la Slovenia non aveva ancora proceduto a una concreta attuazione della direttiva. COMANA M., *op. cit.*, p. 162.

67 COMANA M., *op. cit.*, pp. 176 e ss.

68 In altri termini, i Paesi finanziariamente avanzati hanno optato per un approccio maggiormente protettivo nei confronti dei risparmiatori perché sono molto più preoccupati di una potenziale perdita generalizzata di fiducia nei confronti dei mercati, cosa che potrebbe avere conseguenze sistemiche devastanti; i Paesi meno avanzati (con la sola eccezione dell'Italia) hanno invece mostrato un atteggiamento più "conservatore", dato che tali Paesi considerano la propria industria finanziaria "nascente" e, quindi, maggiormente bisognosa di preservare le regole pre-esistenti. COMANA M., *op. cit.*, p. 176.

Risulta evidente che è proprio l'eterogeneità nei processi di recepimento della normativa euro-unitaria a rappresentare uno dei principali limiti al pieno raggiungimento dell'obiettivo di armonizzazione che si prefigge la nuova versione della MiFID.

Se nel paragrafo precedente è stato offerto un quadro delle attività di ricognizione condotte a livello europeo dall'ESMA, nel prosieguo, l'attenzione sarà focalizzata sulla concreta applicazione delle previsioni contenute nella MiFID II con riferimento alla valutazione di adeguatezza – e sui due pilastri che la caratterizzano, ovvero la profilatura della clientela e la mappatura dei prodotti finanziari – in alcuni Stati Membri europei, ovvero Germania, Francia e Olanda.

I tre Paesi oggetto di analisi, sebbene prevedano tutti un'impalcatura di vigilanza del tipo *twin peaks*, presentano comunque approcci di vigilanza differenziati. In proposito, alcuni autori hanno riscontrato divergenze persistenti negli approcci di vigilanza delle Autorità competenti per la trasparenza e correttezza dei comportamenti nei tre paesi, in ragione del fatto che ciascuna Autorità nel tempo ha sviluppato proprie modalità di supervisione⁶⁹.

Nei tre Paesi, poi, come si discuterà più approfonditamente nel prosieguo, il livello di approfondimento accademico è avanzato, come elevato è anche il livello di attenzione riposto dalle Authority competenti alla regola di adeguatezza quale fondamentale presidio di tutela per i risparmiatori *retail*.

Nei paragrafi seguenti, per ciascun Paese sarà prima offerto un inquadramento generale volto a illustrare le modalità di recepimento della disciplina eurounitaria, saranno poi illustrate le caratteristiche del modello di vigilanza ed il quadro normativo interno e, infine, saranno approfondite le modalità di applicazione della regola di adeguatezza e, in tale ambito, le attività svolte dalle Autorità competenti con riferimento alla profilatura della clientela ed alla mappatura dei prodotti⁷⁰.

4.2.1 Germania

Il contesto generale

La Germania è la principale economia dell'area euro ed è il simbolo per eccellenza della crescita sostenibile, perseguita in un contesto di contenuti livelli di debito sovrano, bassa disoccupazione e bassa inflazione. Il sistema finanziario tedesco si connota per essere uno dei più bancocentrici tra i Paesi maggiormente industrializzati; tuttavia, seguendo una tendenza comune a tutti i paesi avanzati, il peso del settore

69 Gli approfondimenti condotti dagli autori sono stati realizzati anche attraverso interviste con i funzionari delle Autorità di Vigilanza aventi ad oggetto, tra l'altro, la supervisione e la distribuzione dei prodotti finanziari. Gli autori hanno mostrato che le attività di vigilanza sono realizzate di frequente attraverso interventi di carattere informale che non comportano necessariamente la constatazione di infrazioni e/o l'irrogazione di sanzioni. Nello studio sono state inoltre riscontrate divergenze anche con riferimento alle modalità con cui sono formalizzati e resi pubblici gli interventi posti in essere dalle Autorità nei confronti dei soggetti vigilati. SVETIEV Y. E OTTOW A., *Financial Supervision in the Interstices Between Private and Public Law*, European Review of Contract Law, vol. 10, no. 4, 2014, p. 496.

70 Si precisa che la ricostruzione delle attività di ricognizione condotte dalle tre Autorità con riferimento alle tematiche oggetto del presente lavoro è stata realizzata attraverso la consultazione del materiale in lingua inglese pubblicato nei relativi siti web istituzionali.

bancario è in costante riduzione mentre l'industria finanziaria registra, di converso, una continua espansione⁷¹.

Per motivi storici (quali l'iper-inflazione verificatasi successivamente alla conclusione della prima guerra mondiale), il legislatore tedesco è particolarmente sensibile alla stabilità sistemica; ciò ne ha determinato nel corso del tempo un atteggiamento molto interventista nel recepimento del diritto europeo nel diritto interno⁷².

Tale contesto ha inevitabilmente influenzato anche gli approcci di vigilanza posti in essere da parte delle Autorità preposte. In proposito, l'attuale impalcatura del sistema di supervisione dei mercati finanziari è stata rivista nel 2002 attraverso il Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (Legge sulla supervisione dei servizi finanziari)⁷³; la revisione ha dato origine ad un modello del tipo *twin peaks*, in cui le competenze sono suddivise tra l'Autorità federale di supervisione finanziaria (la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsunternehmen, di seguito anche "BaFin")⁷⁴ e la Banca Centrale (Bundesbank), cui è demandata la vigilanza prudenziale⁷⁵.

BaFin, in particolare, è responsabile della supervisione della negoziazione di strumenti finanziari nei mercati regolamentati e non è della prestazione dei servizi di investimento, compresa la consulenza in materia di investimenti ed i servizi accessori; una delle responsabilità specifiche della BaFin è poi vigilare sul rispetto delle previsioni relative alle regole di condotta⁷⁶.

Le evoluzioni storiche e l'orientamento del legislatore tedesco, unite alle specifiche caratteristiche dell'impalcatura del sistema di supervisione dei mercati finanziari, hanno indubbiamente rivestito un ruolo fondamentale nel recepimento della normativa europea in ambito finanziario e, per quanto di interesse, del sistema MiFID.

Con specifico riferimento al pacchetto MiFID II, il sistema economico e finanziario tedesco al momento del recepimento nell'ordinamento interno non destava particolari segnali di preoccupazione. In ogni caso, i cambiamenti strutturali verificatisi negli anni immediatamente antecedenti il recepimento hanno indotto le autorità di vigilanza tedesche - sia la Bundesbank che la BaFin - ad assumere un atteggiamento particolarmente interventista nell'implementazione della direttiva MiFID II e nell'appli-

71 COMANA M., *op. cit.*, p. 162.

72 COMANA M., *op. cit.*, p. 163.

73 Per approfondimenti sul tema si veda Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz) vom 22 April 2002, BGBl I, 1301.

74 In precedenza, tali competenze erano attribuite a tre diverse autorità: la Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred), la Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) e la Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (BAV). Fonte: https://www.bafin.de/EN/DieBaFin/AufgabenGeschichte/aufgabengeschichte_node_en.html.

75 BaFin e Bundesbank cooperano sulla base di specifici accordi che sono disponibili all'indirizzo web https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/AufgabenGeschichte/Bankenaufsicht/ZusammenarbeitBundesbank/zusammenarbeitbundesbank_node.html.

76 § 2 Section 6 della Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).

cazione del Regolamento MiFIR; la Germania ha difatti registrato un notevole intervento normativo volto a sfruttare tutti i possibili margini di discrezionalità e di *fine tuning* legislativo nella fase di recepimento del pacchetto⁷⁷.

In maggiore dettaglio, l'implementazione della MiFID II ha interessato decine di fonti tedesche, sia primarie che secondarie; è stata difatti oggetto di revisione la legge principale sulle attività finanziarie (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz, di seguito anche "FiMaNoG"), definitivamente approvata nel 2017 e, poi, la Wertpapierhandelsgesetz (di seguito anche "WpHG"), che contiene, tra l'altro, le norme relative alla protezione degli investitori⁷⁸.

Alcuni autori al riguardo ritengono che ai fini della trasposizione del Pacchetto MiFID nel diritto interno abbiano di certo influito alcuni tratti distintivi della realtà tedesca quali, ad esempio, una buona alfabetizzazione finanziaria⁷⁹ o, ancora, l'assenza di casi eclatanti di comportamenti opportunistici da parte degli operatori di mercato (rispetto a quanto invece si è verificato in altri Paesi europei come, ad esempio, Italia o Spagna)⁸⁰.

La disciplina tedesca in materia di valutazione di adeguatezza

Tra le norme relative alla protezione degli investitori previste nel WpHG, le regole di condotta sono contenute nella Parte 11, § 63 e seguenti, che impongono agli intermediari di prestare i servizi di investimento alla clientela con la dovuta competenza, abilità e diligenza e comunque nell'interesse dei clienti⁸¹.

Le norme di comportamento contenute nella WpHG sono poi declinate in maggiore dettaglio nelle linee guida emanate da BaFin⁸².

77 COMANA M., *op. cit.*, p. 164.

78 Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz—2. FiMaNoG) vom 23. Juni 2017, BGBl. I, 1693. Una puntuale ricostruzione delle modalità di recepimento della disciplina MiFID I e II operata dal legislatore tedesco è offerta da M. WALLINGA, *op. cit.*, pp. 116 e ss..

79 BATSAIKHAN UURIINTUYA, DEMERTZIS MARIA, *Financial literacy and inclusive growth in the European Union, Bruegel Policy Contribution*, No. 2018/08, Bruegel, Brussels, 2018, p. 6 e ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *OECD/INFE international survey of adult financial literacy competencies*, October 2020, p. 21.

Il livello di alfabetizzazione finanziaria dei cittadini tedeschi è stato peraltro oggetto di approfondimento nel 2020 da parte della BaFin nell'ambito di uno studio realizzato per una indagine OCSE. Per maggiori dettagli si veda BAFIN, *Annual Report*, 2020, pp. 110 e 111.

80 COMANA M., *op. cit.*, p. 164.

81 Le regole di condotta sono poi ulteriormente specificate nel Wertpapierdienstleistungs- Verhaltens- und Organisationsverordnung (il regolamento che specifica le regole di condotta e i requisiti organizzativi per le imprese di servizi di investimento, di seguito: il "WpDVerOV"), che ha recepito specifiche norme contenute nella direttiva di attuazione della MiFID. Il WpDVerOV, ad esempio, disciplina il contenuto delle norme euro-unitarie relative alla divulgazione delle informazioni agli investitori al dettaglio (§ 3) e l'obbligo generale di divulgazione delle informazioni riguardanti, tra l'altro, la natura e i rischi di alcuni tipi di strumenti finanziari (§ 4).

82 Le linee guida sulle norme di comportamento che la BaFin ha emanato - in base a quanto previsto nel § 88 Abs. 4 della WpHG - prima dell'attuazione della MiFID da parte della FRUG erano state incorporate nella WpDVerOV. A parere di M. WALLINGA, *op. cit.*, pp. 131-2, le linee guida della BaFin non avrebbero comunque un valore vincolante su come le disposizioni della WpHG debbano poi essere interpretate nei procedimenti legali, sebbene inciderebbero sulle modalità applicative realizzate da BaFin.

Il livello di tutela offerto agli investitori dal regime delle norme di comportamento, coerentemente con quanto previsto dal regime MiFID, è gradato in ragione della classificazione del cliente e della tipologia di servizio di investimento fornito⁸³.

Più nel dettaglio, la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti e l'eventuale decisione di investimento che ne consegue danno luogo a un rapporto contrattuale separato che si conclude con l'esecuzione dell'operazione di investimento⁸⁴.

La regola di adeguatezza, rimodellata sulla base dei dettami della MiFID II, è oggi disciplinata dal § 64 par. 3 della WpHG: le imprese, da un lato, sono tenute ad acquisire informazioni sull'investitore al dettaglio al fine di determinare il profilo del cliente, e, dall'altro, devono utilizzare le informazioni raccolte per valutare l'adeguatezza di una raccomandazione di investimento; in ogni caso, è possibile raccomandare esclusivamente gli investimenti per i quali il risultato del test di adeguatezza ha restituito esito positivo⁸⁵.

Tale regola, come disciplinata dal richiamato § 64 par. 3 della WpHG, prevede che gli intermediari acquisiscano informazioni sulle caratteristiche del cliente – anche potenziale – nella misura necessaria a raccomandare uno strumento finanziario o un servizio di investimento adeguato. Il profilo del cliente deve contenere informazioni su tre specifici elementi: gli obiettivi di investimento del cliente, la capacità di sostenere i rischi finanziari dell'investimento e la capacità di comprendere l'investimento e i relativi rischi⁸⁶.

Nel regime MiFID II, come notato in precedenza, gli elementi su cui devono essere raccolte le informazioni per la definizione del profilo del cliente sono incorporate

83 Coerentemente con il quadro normativo MiFID, la WpHG nel § 67, distingue tra clienti al dettaglio, clienti professionali e controparti qualificate. I clienti al dettaglio hanno diritto al livello di tutela più ampio rispetto a clienti classificati come professionali o controparti qualificate. Inoltre, il regime delle norme di comportamento applicabili varia a seconda del servizio di investimento fornito al cliente ed è più ampio con riferimento alla prestazione del servizio di consulenza e di gestione del portafoglio (§ 64).

84 Ai sensi del § 2 del WpDVerOV, le imprese hanno peraltro l'obbligo di fornire informazioni su eventuali modifiche significative delle informazioni comunicate all'investitore al dettaglio in una fase precedente, nella misura in cui ciò sia rilevante per la prestazione del servizio d'investimento fornito.

A seguito del recepimento della seconda versione degli art. 74 e 75 del Regolamento Delegato 2017/565, inoltre, il § 83 della WpHG impone agli intermediari di conservare i documenti di un ordine di investimento e, a tal fine, di redigere un verbale o delle note a corredo delle interlocuzioni avvenute tra intermediario e cliente in riferimento a uno specifico ordine.

85 Il § 64 par. 3 della WpHG prevede più in dettaglio che è possibile raccomandare esclusivamente gli investimenti per i quali i) il prodotto finanziario oggetto dell'operazione sia compatibile con gli obiettivi d'investimento del cliente, ii) il cliente, sulla base delle conoscenze ed esperienze, sia in grado di comprenderne le caratteristiche del prodotto ed il relativo rischio associato, iii) il cliente possa sopportare i rischi finanziari dell'investimento.

86 La finalità del dovere di acquisire informazioni sulla conoscenza e l'esperienza di un investitore è consentire agli intermediari di determinare il livello di informazione di cui l'investitore necessita per comprendere le caratteristiche ed i rischi di un determinato investimento.

Gli intermediari sono tenuti ad acquisire le informazioni necessarie a determinare il profilo del cliente mediante il questionario di profilatura, prima di fornire il servizio di consulenza in materia di investimenti; tale previsione risulta di particolare rilievo, in quanto ai sensi del citato § 64 par. 3 della WpHG, gli intermediari non possono raccomandare un investimento se non dispongono delle informazioni necessarie sul cliente. Per una ricostruzione dei doveri degli intermediari previsti dalla disciplina tedesca e per approfondimenti sul dibattito tra coloro che si sono interessati della tematica si veda WALLINGA M., *op. cit.*, pp. 150 e 151.

nel richiamato Regolamento delegato 2017/565. Alcuni autori al riguardo ritengono che nel quadro di vigilanza finanziaria tedesca, sebbene la WpHG non preveda una esplicita disposizione in tal senso, gli intermediari siano tenuti ad acquisire informazioni dal cliente nel continuo e, quindi, non solo in occasione dell'avvio del rapporto di consulenza⁸⁷.

In ogni caso, ai sensi del citato § 64 par. 3 della WpHG, la raccomandazione va realizzata prima che l'intermediario proceda alla consulenza e, quindi, prima che il cliente ponga in essere l'operazione corrispondente⁸⁸.

Anche in ragione di tale previsione, risulta condivisibile l'opinione di chi sostiene che il legislatore tedesco abbia recepito in maniera rigorosa le disposizioni secondarie che impongono una revisione regolare della valutazione "preventiva" dell'adeguatezza in relazione a gruppi di clienti, che rappresenta uno dei principali pilastri per la tutela degli investitori *retail*⁸⁹.

Più in generale, il quadro normativo tedesco attribuisce alla corretta profilazione della clientela un ruolo fondamentale nella tutela degli interessi della clientela, in quanto è un pre-requisito fondamentale affinché il test di adeguatezza funzioni correttamente e, per tale via, costituisca un valido argine ai fenomeni di *mis-selling*.

La mappatura dei prodotti finanziari nell'ambito della valutazione di adeguatezza

È stato notato che la disciplina tedesca impone agli intermediari di raccomandare esclusivamente gli investimenti per i quali il test di adeguatezza restituisce esito positivo; a tal fine, risulta pertanto necessario che il profilo del cliente - che l'intermediario determina anche sulla base delle risposte fornite nella fase di compilazione del questionario di profilatura - sia compatibile con il profilo del prodotto finanziario oggetto dell'operazione.

Sinora si è trattato dei presidi previsti dalla legislazione tedesca volti a garantire una profilatura del cliente quanto più aderente possibile alle relative caratteristiche in termini di conoscenza ed esperienza, obiettivi di investimento, tolleranza al rischio, etc...

87 L'obbligo di mantenere aggiornate le informazioni sul profilo del cliente si basa sull'interazione tra il dovere di acquisire informazioni dai (potenziali) clienti per determinare il relativo profilo e il dovere di raccomandare solo gli investimenti adeguati, come previsto dal richiamato § 64 par. 3 della WpHG. Tale previsione impone agli intermediari di raccogliere informazioni sugli obiettivi di investimento del cliente, sulla capacità di sopportare i rischi finanziari e sulla capacità di comprendere un investimento e i rischi associati nella misura necessaria a raccomandare un investimento adeguato. Gli intermediari dovrebbero quindi richiedere nel continuo informazioni aggiornate, o almeno avere la consapevolezza che tali informazioni siano aggiornate, per essere in grado di raccomandare investimenti adatti al cliente. Gli intermediari dovrebbero provvedere a verificare regolarmente e, eventualmente, aggiornare le informazioni sul profilo del cliente, in particolare nel caso di rapporti di lunga durata tra intermediario e cliente. WALLINGA M., *op. cit.*, p. 151.

88 L'obbligo della MiFID II di fornire agli investitori un report di adeguatezza è previsto nel § 64 Abs. 4 della WpHG, che dà attuazione all'articolo 54 c. 12 del Regolamento Delegato 2017/565; tale report deve includere la raccomandazione fatta e specificare come essa corrisponda alle preferenze, agli obiettivi di investimento e ad altre caratteristiche rilevanti del cliente.

89 COMANA M., *op. cit.*, p. 167.

La tematica della mappatura dei prodotti finanziari, ovvero il pilastro che, unitariamente alla profilatura della clientela, assicura il corretto funzionamento della valutazione di adeguatezza, è invece affrontata nella circolare 05/2018 (WA) emanata da BaFin; tale circolare contiene alcune prescrizioni relative alle modalità di funzionamento degli algoritmi di adeguatezza che gli intermediari sono tenuti ad adottare⁹⁰.

In maggiore dettaglio, la menzionata circolare prevede che al fine di garantire il corretto funzionamento del test di adeguatezza gli intermediari devono monitorare e verificare gli algoritmi su cui si basano le operazioni raccomandate o eseguite per conto dei clienti. Nel definire tali algoritmi, gli intermediari sono tenuti a considerare tanto la natura quanto le caratteristiche dei prodotti rientranti nella loro offerta⁹¹.

La corretta mappatura del prodotto finanziario è peraltro ritenuta fondamentale in un ulteriore passaggio della Circolare 05/2018 (WA)⁹²: nel caso di valutazione di adeguatezza riferita all'intero portafoglio del cliente, l'intermediario è tenuto a garantire un ragionevole livello di diversificazione del rischio nel portafoglio del cliente e, al contempo, a prendere in considerazione i vari rischi a cui è esposto il portafoglio del cliente (rischio di valuta, rischio di mercato, rischio emittente, ecc.)⁹³.

90 Si fa in particolare riferimento al paragrafo BT 7.8 della Circular 05/2018 (WA) – Minimum Requirements for the Compliance Function and Additional Requirements Governing Rules of Conduct, Organisation and Transparency – MaComp) - Version dated 19 April 2018, amended on 29 April 2020 Ref. no. WA 31 – Wp 2002 – 2017/0011.

91 La circolare, al riguardo, prevede espressamente che le imprese di investimento debbano almeno:

- disporre di un'adeguata documentazione relativa alla progettazione del sistema che illustri chiaramente (mediante alberi decisionali e/o regole decisionali utilizzate) lo scopo, la portata e la configurazione degli algoritmi;
- aver implementato una strategia di test documentata, che illustri la portata dei test per gli algoritmi; tale strategia deve includere in particolare piani, scenari, risultati, correzione degli errori (se applicabile) e i risultati finali dei test;
- impostare politiche e procedure adeguate in atto per gestire le modifiche a un algoritmo e monitorare e documentare tali modifiche; ciò include anche l'implementazione di misure di sicurezza volte a monitorare e prevenire l'accesso non autorizzato all'algoritmo;
- rivedere e aggiornare gli algoritmi per garantire che siano tali da adattarsi a cambiamenti rilevanti che potrebbero comprometterne l'efficacia (per esempio, cambiamenti di mercato e modifiche legislative);
- disporre di politiche e procedure adeguate che consentano di identificare e correggere adeguatamente gli errori negli algoritmi, nonché, interrompere le attività di consulenza se si può presumere che tali errori possano comportare una consulenza inappropriata e/o una violazione dei requisiti legali pertinenti;
- disporre di adeguate risorse umane e tecniche, al fine di monitorare tempestivamente i servizi di consulenza forniti e, conseguentemente, di verificare le modalità di funzionamento degli algoritmi;
- disporre di un adeguato processo di controllo interno che garantisca l'attuazione delle diverse fasi richiamate.

Per ulteriori dettagli si veda il paragrafo BT 7.8 della Circolare 05/2018 (WA).

92 Si veda il paragrafo BT 7.7 della Circular 05/2018 (WA) – Minimum Requirements for the Compliance Function and Additional Requirements Governing Rules of Conduct, Organisation and Transparency – MaComp) - Version dated 19 April 2018, amended on 29 April 2020 Ref. no. WA 31 – Wp 2002 – 2017/0011.

93 Nei casi in cui, ad esempio, la dimensione del portafoglio del cliente non è ritenuta sufficiente a garantire un'efficace diversificazione del rischio emittente, l'intermediario può raccomandare al cliente classi di attività coperte da garanzie specifiche o che sono intrinsecamente diversificate (ad esempio un fondo di investimento diversificato). A tal proposito, la citata Circolare 05/2018 (WA) al par. 7.7 prevede che gli intermediari devono tenere in debita considerazione il rischio di credito e, inoltre, prestare attenzione al fatto che il portafoglio del cliente sia costituito esclusivamente o prevalentemente da prodotti di un unico emittente o di emittenti appartenenti allo stesso gruppo. Il motivo di tale prescrizione – peraltro richiamata anche dall'ESMA (si veda "*MiFID practices for firms selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime*" – ESMA/2016/902) – è che la concentrazione del portafoglio su prodotti emessi da un solo soggetto (o da imprese appartenenti allo stesso gruppo) può portare il cliente a perdere l'intero capitale investito in caso di insolvenza dell'emittente.

Al di là delle procedure descritte nel BT 7.7 della citata circolare, gli intermediari devono attuare misure e procedure per garantire che la concentrazione rispetto al rischio di credito sia identificata, controllata e mitigata (ad esempio,

La menzionata Circolare, dunque, presuppone che la profilatura della clientela, la mappatura dei prodotti finanziari e le stesse modalità di funzionamento degli algoritmi di adeguatezza debbano essere concepiti da parte dei prestatori di servizi di investimento in modo tale da rispettare le previsioni e lo spirito della normativa eurounitaria e nazionale vigente. Il corretto funzionamento di tutte le determinanti del test, difatti, è il prerequisito fondamentale affinché la regola di adeguatezza possa effettivamente contribuire a limitare i casi di *mis-selling* e, per tale via, tutelare al meglio il risparmiatore *retail* nel complesso processo di selezione dei prodotti finanziari.

Stato di attuazione della disciplina

Al fine di verificare lo stato di attuazione della disciplina MiFID, BaFin conduce approfondimenti con cadenza periodica. Nel corso degli ultimi anni sono state realizzate alcune indagini sia nel 2019 che nel 2020.

L'indagine condotta nel 2019 ha restituito un quadro composito. Se, da un lato, l'implementazione dei requisiti di *taping* viene considerata dall'Autorità tedesca come un successo quasi completo, dall'altro, sussistono margini di miglioramento anche per quanto riguarda i report di adeguatezza, in ragione dell'incompletezza delle informazioni ivi riportate⁹⁴.

L'indagine del 2020 è stata condotta anche in ragione della partecipazione della BaFin alla CSA realizzata dall'ESMA (di cui si è discusso in precedenza). Nel complesso, BaFin ha riscontrato che lo stato di applicazione della normativa di riferimento è buono, sebbene sussistano margini di miglioramento in alcuni ambiti; in particolare, a parere dell'Autorità tedesca, andrebbe incrementato il livello di dettaglio delle informazioni fornite dai clienti alle imprese di investimento⁹⁵.

4.2.2 Francia

Il contesto generale

La Francia è un Paese che si contraddistingue nel panorama europeo per una lunga e complessa storia nella regolamentazione del settore finanziario, e, nel corso del tempo, ha registrato continue evoluzioni. Tuttavia, a parere di alcuni autori, il ritardo accumulato negli anni critici per lo sviluppo dei mercati finanziari europei ha

definendo soglie *ex ante*). In accordo con il menzionato statement dell'ESMA (ESMA/2016/902), la circolare prevede che gli intermediari dovrebbero considerare peraltro le caratteristiche specifiche dei titoli offerti (comprese le loro caratteristiche di rischio e le circostanze dell'emittente), nonché la situazione finanziaria dei clienti, compresa la capacità di sopportare le perdite, gli obiettivi di investimento ed il profilo di rischio.

94 Per ulteriori dettagli, si veda il report presente nel sito web della BaFin all'indirizzo https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa_bj_1905_MiFID_II_in_der_Praaxis_en.html?nn=8813520#doc12580272bodyText1.

95 BAFin, *Annual report*, 2020, p. 113.

impedito alla Francia di divenire il punto di riferimento in materia di regolamentazione, ruolo che è stato di fatto assunto dal Regno Unito, almeno sino alla Brexit⁹⁶.

Di certo, tra le più rilevanti innovazioni registrate nella legislazione francese nel corso degli ultimi decenni è da annoverare la revisione dell'impalcatura di vigilanza, posta in essere nel 2003 mediante la fusione tra i regolatori preesistenti; da tale fusione ha avuto origine l'Autorité des Marchés Financiers (di seguito anche "AMF"), Autorità competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori del mercato finanziario francese. La riforma ha dato all'architettura di vigilanza francese un modello del tipo *twin peaks*, con l'obiettivo di semplificare e migliorare l'efficacia dell'azione di vigilanza⁹⁷.

Il quadro sinora descritto ha di certo influenzato le evoluzioni registrate nell'ordinamento francese a seguito delle innovazioni della disciplina eurounitaria, e, in particolare, del pacchetto MiFID.

In proposito, il recepimento della seconda versione della disciplina MiFID, è stata condizionata anche dalle preoccupazioni dei regolatori francesi in merito allo stato dell'economia e dei mercati finanziari domestici⁹⁸ ed alla dimensione assunta in tale momento dallo *shadow banking*⁹⁹.

Alla luce di tali determinanti, l'implementazione del pacchetto MiFID II in Francia si è, come accennato, collocato in qualche modo a metà strada tra l'approccio tedesco e quello spagnolo¹⁰⁰. Non vi è stato né un sistematico *copy-out* delle disposizioni contenute nel Pacchetto MiFID né, di converso, l'adozione di una posizione eccessivamente interventista¹⁰¹.

96 A seguito della Brexit, la Francia si è posta l'obiettivo di assumere tale ruolo anche per attrarre i conglomerati in fuga dal Regno Unito. COMANA M., *op. cit.*, pp. 175 e 179.

97 L'attuale impalcatura di vigilanza francese prevede che, da un lato, la Banque de France - ai sensi dell'art. 141-1 del Codice Monetario e Finanziario -, è competente per la stabilità sistemica; dall'altro, l'AMF - ai sensi dell'art. 621-1 del Codice Monetario e Finanziario -, è competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. Per maggiori dettagli si veda AMF, *Rapport annuel*, 2003, disponibile all'indirizzo amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/rapport_annuel/rapport_annuel_amf/Rapport%20annuel%20AMF%202003%20-%20Preamble.pdf, p. 5.

98 Nel complesso, il quadro economico al momento del recepimento della seconda versione della MiFID non era molto diverso dalla realtà della vicina Germania, sebbene i ritmi di crescita registrati erano più lenti nell'ambito di un contesto caratterizzato da minori rischi di mercato. Per una dettagliata analisi del quadro economico francese alla vigilia del recepimento della seconda versione della MiFID si veda BANQUE DE FRANCE, *Annual report 2017*, June 2018.

99 Infatti, in tale momento i mercati alternativi del credito rappresentavano una quota nettamente superiore a quella delle altre principali economie dell'UE (9,3%). In termini di attivi totali, circa due terzi di questo universo erano rappresentati da fondi d'investimento, che partecipano sia alla trasformazione delle scadenze che alla creazione di liquidità acquistando titoli di debito o acquisendo quote di capitale. Si veda al riguardo BANQUE DE FRANCE, *Financial stability review. Non-bank finance: Trends and challenges*, Aprile 2018, p. 39.

100 A parere di COMANA M., *op. cit.*, p. 179, il recepimento della seconda versione della MiFID è la combinazione, da un lato, dell'intromissione del legislatore francese nel business privato, riflesso di una visione "statalista" che ha sempre guidato l'economia d'oltralpe e, dall'altro, dell'atteggiamento più business-friendly sviluppato negli ultimi anni verso l'industria finanziaria, soprattutto sulla scia della Brexit.

101 Anche in ragione della rilevanza dell'*investment banking* nel sistema finanziario francese, l'implementazione del Pacchetto MiFID è stata perseguita in modo "neutrale", cercando in ogni caso di venire incontro alle diverse esigenze dei soggetti coinvolti, ovvero emittenti, distributori, risparmiatori, e, ovviamente, anche i *regulator* competenti della stabilità sistemica. COMANA M., *op. cit.*, p. 179.

Indubbiamente, le scelte in ordine alla concreta applicazione della normativa eurounitaria sono state condizionate anche dal buon livello di alfabetizzazione finanziaria da parte dei cittadini francesi, dato che la principale forma di tutela del risparmiatore *retail* è proprio rappresentata da una buona conoscenza del settore finanziario¹⁰². A tal proposito, alcuni studi mostrano che la popolazione francese è tra le più alfabetizzate sotto il profilo finanziario in ambito europeo¹⁰³, sebbene vada considerato che a livello europeo il livello medio di alfabetizzazione finanziaria non sia particolarmente elevato¹⁰⁴.

In ragione di ciò, in Francia le banche non sono considerate come meri intermediari creditizi, ma come soggetti volti a soddisfare vari e complessi bisogni finanziari. Più in generale, la coerenza intrinseca tra i comportamenti dei risparmiatori, la struttura dell'industria e la posizione del regolatore, fa della Francia un *unicum* tra le principali economie dell'UE e a livello mondiale¹⁰⁵.

La disciplina francese in materia di valutazione di adeguatezza

In Francia l'implementazione del sistema MiFID è avvenuta per il tramite del Codice Monetario e Finanziario¹⁰⁶ (di seguito anche "COMOFI") e del Regolamento Generale (di seguito anche "RG") emanato dall'AMF¹⁰⁷.

Nella fase di recepimento, l'Autorité des Marchés Financiers è stata impegnata in un approfondito processo di consultazione, accolto favorevolmente dall'industria, che ha portato novità sostanziali, per quanto di interesse per il presente lavoro, al libro III del RG¹⁰⁸; la posizione molto protettiva assunta dall'AMF nei confronti dei soggetti vigilati si è in particolare manifestata nell'applicazione delle innovazioni normative europee¹⁰⁹.

Di certo, le novità più eclatanti introdotte nella legislazione francese nel recepimento della seconda versione della MiFID riguardano la prestazione dei servizi di investimento ai clienti non professionali. A tal riguardo, in coerenza con le previsioni del sistema MiFID, i diversi articoli rientranti nella Sezione 5 del Codice Monetario e

102 FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *op. cit.*, p. 4.

103 ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *op. cit.*, 2020, p. 21.

104 ARRONDEL L., HAUPT M., MANCEBÓN M., NICOLINI G., WÄLTI M., et al., *Financial Literacy in Western Europe*, 2020, reperibile all'indirizzo <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-03243830/document>.

105 COMANA M., *op. cit.*, p. 177.

106 Il recepimento del Pacchetto MiFID II nella legislazione francese è avvenuto per il tramite dell'Ordonnance n° 2016-827 del 23 giugno 2016, che ha modificato significativamente il Codice monetario e finanziario.

107 Una interessante ricostruzione delle evoluzioni che il Codice Monetario e Finanziario, nonché il Regolamento Generale emanato dall'AMF, hanno avuto a seguito del recepimento della seconda versione della MiFID, che non è possibile, per ragioni di economicità, approfondire in questa sede, sono contenute in RUET L., *Prestataires de services d'investissement, responsabilité civile, Ordres de bourse*, Dictionnaire Bourse et produits financiers, 2018, pp. 16 e ss..

108 In particolare, il Libro III – che disciplina i soggetti che prestano servizi di investimento – ha subito una significativa revisione, in quanto molte delle sue disposizioni sono state superate da norme UE direttamente applicabili, come il Regolamento delegato della Commissione n. 2017/565 del 25 aprile 2016, o contenevano disposizioni conformi alla MiFID I ma che dovevano essere aggiornate. COMANA M., *op. cit.*, pp. 177 e 178.

109 COMANA M., *op. cit.*, p. 177.

Finanziario prescrivono che il livello di tutela offerto agli investitori sia gradato in ragione della classificazione del cliente, riconoscendo ai clienti al dettaglio un livello di tutela più ampio rispetto ai clienti classificati come controparti qualificate o professionali¹¹⁰.

In riferimento alle regole di condotta, il COMOFI all'art. 533-11 impone agli intermediari di prestare i servizi di investimento con la dovuta competenza, onestà e diligenza e, comunque, nell'interesse dei clienti¹¹¹.

Le previsioni del pacchetto MiFID relative alla valutazione di adeguatezza sono declinate più in dettaglio nell'articolo 533-13 del COMOFI, che disciplina l'obbligo per i soggetti vigilati di prendere in considerazione le informazioni raccolte dal cliente in sede di compilazione del questionario di profilatura ai fini dell'esecuzione del test di adeguatezza¹¹².

A tal fine, il comma I prevede che nella prestazione dei servizi di consulenza o di gestione di portafoglio le imprese devono acquisire dai propri clienti, specie se potenziali, le necessarie informazioni su conoscenze ed esperienze di investimento in relazione al tipo specifico di strumento o servizio finanziario, alla loro situazione finanziaria - compresa la loro capacità di subire perdite -, agli obiettivi di investimento e alla tolleranza al rischio; ciò con l'obiettivo di raccomandare servizi di investimento e strumenti finanziari adeguati al profilo del cliente¹¹³.

Gli obblighi da rispettare nella prestazione di servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafoglio sono invece disciplinati dai commi II e III del menzionato articolo 533-13¹¹⁴.

110 RUET L., *op. cit.*, p. 16 ritiene che le basi per una definizione di cliente professionale nel diritto francese siano contenute nell'articolo L. 533-16 del Codice monetario e finanziario.

111 A parere di FLUET C., *La protection du consommateur de produits financiers: quel rôle pour les recours en réparation d'un préjudice?*, *Revue d'économie financière*, 2018/1 N° 129, pages 177 à 192, DOI 10.3917/ecofi.129.0177, reperibile all'indirizzo <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2018-1-page-177.htm>, p. 183, tali obblighi rappresentano il principio generale, principio che è poi declinato negli ulteriori articoli che disciplinano la prestazione dei servizi di investimento (533-13) ed i requisiti organizzativi (533-10 e 533-15) cui i prestatori di servizi di investimento sono tenuti ad uniformarsi.

Il principio generale di servire al meglio l'interesse del cliente - contenuto nell'art. 533-11 del COMOFI - si articola in regole di condotta più specifiche, suddivisibili in 3 sotto-livelli: i) sussiste il dovere del distributore di informare il cliente in modo corretto sui prodotti; ii) il distributore ha l'obbligo di informare i clienti sulle caratteristiche e sui costi dei prodotti, ma anche sui possibili conflitti di interesse a seconda che la consulenza sia presentata come indipendente o meno; iii) il distributore ha l'obbligo di raccogliere informazioni sul cliente e di rispettare la regola di adeguatezza o appropriatezza, in ragione, ovviamente, della tipologia di servizio di investimento prestato.

112 Tale articolo è stato novellato dall'ordinanza n°2017-1107 del 22 giugno 2017 - art. 8.

In ragione del profilo del cliente e nel rispetto del principio del *Know Your Customer*, nel caso in cui venga posta in essere la valutazione di adeguatezza, l'impresa è tenuta a considerare la tolleranza del rischio del cliente, i suoi obiettivi, il suo orizzonte di investimento, ecc. Per una disamina più approfondita del principio del *Know Your Customer* si veda BRENNCKE M., *Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules, Arts 21-30 MiFID II* (August 6, 2017), Forthcoming in Lehmann/Kumpan (eds.), *Financial services law: a commentary*, Beck/Hart/Nomos 2017, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3014392>, pp. 52 e ss..

113 Tali obblighi non si applicano alle società di gestione del portafoglio. Una compiuta ricostruzione della giurisprudenza francese relativa all'obbligo di verificare le reali capacità del cliente in capo al prestatore di servizi di investimento è contenuta in RUET L., *op. cit.*, p. 18.

114 Per una più puntuale ricostruzione dell'applicazione della regola di appropriatezza, che, per motivi di economicità, non è possibile condurre in questa sede, si veda il contributo di RUET L., *op. cit.*, p. 16.

L'art. 533-15 del Codice monetario e finanziario, poi, recepisce gli obblighi inerenti il report di adeguatezza contenuti nei commi 12 e 13 dell'Articolo 54 e nel comma 2 dell'articolo 55 del Regolamento Delegato 2017/565¹¹⁵.

Gli obblighi della disciplina MiFID relativi alle attività che le funzioni di controllo interno delle imprese di investimento sono tenute a porre in essere con specifico riferimento alla verifica di adeguatezza, sono stati recepiti nella legislazione francese nell'art. 533-10 del Codice Monetario e Finanziario¹¹⁶.

Dalla complessiva analisi del quadro normativo relativo alle regole di condotta contenute nel COMOFI, anche con riguardo alla verifica di adeguatezza, è condivisibile l'opinione di chi ritiene che il legislatore francese nell'applicazione della disciplina eu-rounitaria abbia tenuto un approccio rigoroso alla protezione degli investitori e, più in generale, abbia mostrato una particolare sensibilità alla posizione dei risparmiatori piuttosto che a quelle degli intermediari¹¹⁷.

Stesse considerazioni possono essere tratte dalle attività di recepimento del quadro eurounitario da parte dell'Autorità di vigilanza francese. L'AMF, per quanto di propria specifica competenza, ha dato ampia attuazione alle posizioni dell'Autorità europea in tema di adeguatezza: con la Position DOC-2019-03 ha difatti comunicato di aver dato piena applicazione alle Linee guida ESMA emanate nel 2018 su alcuni aspetti relativi ai requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID¹¹⁸.

Le attività poste in essere da AMF¹¹⁹

L'AMF risulta particolarmente attenta nel monitorare gli sviluppi del mercato finanziario francese sia dal lato della domanda che dell'offerta attraverso la realizzazione di studi e di mirate attività di vigilanza.

115 Tale articolo prevede l'obbligo per gli intermediari di fornire su un supporto durevole un report che illustri che la raccomandazione sia adeguata alla specifica situazione del cliente. Ai sensi di tale articolo, inoltre, gli intermediari sono tenuti ad informare i clienti in riferimento alla valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

FLUET C., *op. cit.*, p. 183, argomenta che l'archiviazione delle informazioni ricevute o fornite, dei servizi di consulenza prestati e delle raccomandazioni di investimento fornite mirano a garantire la tracciabilità della relazione con il cliente, in modo da facilitare il controllo a posteriori della relazione con il cliente, permettendo al distributore, e quindi, indirettamente al cliente, di disporre di prove in caso di controversia.

Ulteriori aspetti di dettaglio in ordine agli obblighi relativi al report di adeguatezza sono stati forniti dall'ESMA in specifiche Q&A (sezione 2 delle ESMA, 35-43-349, Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 2021).

116 Tale articolo recepisce il disposto dei commi 1 e 2 dell'articolo 22 del Regolamento delegato (UE) 2017/565, che sancisce l'obbligo per i soggetti vigilati di dotarsi di regole e procedure che consentano di garantire il rispetto delle misure loro applicabili.

117 COMANA M., *op. cit.*, pp. 177 e 178.

118 Si veda per ulteriori dettagli la posizione espressa dall'AMF nel DOC-2019-03, reperibile all'indirizzo <https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2019-03>. La posizione chiarisce che l'AMF applica gli orientamenti emessi dall'ESMA su "alcuni aspetti dei requisiti di corrispondenza della MiFID" (ESMA- 35-43-1163).

119 Si precisa che la ricostruzione di seguito riportata è stata realizzata sulla base della documentazione in lingua inglese pubblicata dall'AMF sul proprio sito web istituzionale.

Dal lato della domanda, l'Autorità conduce periodicamente indagini aventi ad oggetto le evoluzioni delle scelte di investimento da parte dei risparmiatori francesi¹²⁰. In tale ambito, nel novembre 2021 è stato pubblicato il report relativo ai risultati della quinta edizione del Barometro del risparmio e degli investimenti condotta dall'AMF, che monitora le attitudini e le preferenze di investimento dei cittadini francesi; il report, per quanto di specifico interesse per il presente lavoro, mette in evidenza le sempre maggiori preferenze accordate dagli investitori francesi, soprattutto da parte dei più giovani, ai prodotti azionari¹²¹.

Dal lato dell'offerta, l'AMF ha realizzato una pluralità di attività che hanno avuto ad oggetto, tra l'altro, la concreta applicazione delle previsioni normative relative alla valutazione di adeguatezza.

Al riguardo, nel corso 2020, l'Autorità ha condotto 4 ispezioni, il cui esito è stato sintetizzato in un report pubblicato nel marzo 2021. Nel report l'AMF rende noto che a due anni dall'entrata in vigore della direttiva MiFID II e nonostante i notevoli sforzi realizzati dai soggetti ispezionati, le risultanze delle indagini svolte dalla *task force* hanno mostrato carenze relativamente al rispetto degli obblighi di diligenza relativi alla regola di adeguatezza¹²².

Il report informa poi che per i diversi soggetti ispezionati sono emerse divergenze applicative e che l'attuazione concreta del sistema di valutazione di adeguatezza è da migliorare; a parere dell'Autorità, parte di tali risultanze potrebbero essere dovuti alla tardiva attuazione delle disposizioni MiFID II nei questionari modello e/o strumenti utilizzati da parte degli intermediari per la valutazione di adeguatezza del cliente, con particolare riguardo alla misurazione dei rischi¹²³. Più in dettaglio, la *task force* ha osservato che tutti i soggetti ispezionati hanno eseguito la profilazione dei propri clienti utilizzando una gamma di informazioni più o meno ampia e generalmente focalizzata sulla tolleranza al rischio¹²⁴.

Ancora, l'Autorità francese nel 2020 ha pubblicato uno studio che, con specifico riguardo al servizio di consulenza in materia di investimenti, analizza l'impatto

120 Al riguardo, nel sito web dell'AMF è presente una specifica sezione (https://www.amf-france.org/en/listing_format/format-du-contenu-en/household-savings-newsletter) in cui sono disponibili i report delle diverse iniziative poste in essere.

121 Per ulteriori dettagli si veda AMF, *Household savings newsletter n. 45*, 2021, p. 2.

122 A tal proposito, sono state identificate aree che necessitano di miglioramenti, quali, a titolo di esempio, la raccolta delle necessarie informazioni dai clienti e la valutazione delle conoscenze in merito allo strumento finanziario raccomandato. AMF, *Summary of spot inspections on compliance with MiFID II suitability provisions*, marzo 2021, p. 3.

123 La *task force* è pervenuta a tale conclusione anche attraverso l'analisi di un campione di quaranta operazioni presso ciascun soggetto ispezionato; dalle analisi condotte è emerso che le raccomandazioni in materia di strumenti finanziari non sono risultate strettamente adeguate alla situazione del cliente presso tutti i 4 soggetti ispezionati. Le ragioni dell'inadeguatezza, in ordine di ricorrenza, sono state le seguenti: i) mancato rispetto dell'obiettivo di investimento (e in particolare dell'orizzonte temporale definito dal cliente); ii) sovraesposizione dei clienti al rischio totale di portafoglio rispetto al loro profilo di investitore; iii) mancanza di conoscenze necessarie ad investire nello strumento finanziario, e iv) mancato rispetto della capacità di sopportare le perdite. Tali pratiche sono state valutate dall'Autorità come violazioni della normativa. Si veda per ulteriori dettagli AMF, *op. cit.*, marzo 2021, p. 5.

124 La *task force* ha reso noto che una buona pratica riscontrata presso gli intermediari coinvolti è rappresentata dalla previsione di sistemi automatizzati di blocco e/o allerta nel caso in cui la raccomandazione di investimento restituisca esito di inadeguatezza. Si veda per ulteriori dettagli AMF, *op. cit.*, marzo 2021, p. 5.

che gli strumenti messi a disposizione dei consulenti – da parte di alcune banche coinvolte nell'iniziativa – hanno sulle raccomandazioni fornite al cliente e sulla diversificazione dei portafogli; in tale studio particolare attenzione è stata riposta alla valutazione dei rischi¹²⁵. L'AMF ha comunque riscontrato che gli approcci tendono a variare tra i diversi soggetti partecipanti allo studio; inoltre, gli strumenti a disposizione dei consulenti permettono di raccomandare, a vari livelli, soluzioni di investimento che consentono la diversificazione dei risparmi in attività rischiose.

Aspetto rilevante per il presente lavoro è rappresentato dalle modalità di rilevazione dei rischi, che risultano differire anche in maniera considerevole tra i diversi soggetti coinvolti¹²⁶.

In coerenza con i risultati di alcune attività di *mystery shopping* condotte in precedenza dall'AMF, inoltre, lo studio constata che gli strumenti automatizzati di profilazione attribuiscono ai consulenti un ampio margine di manovra e, al contempo, in alcuni casi non limitano l'accesso a investimenti rischiosi¹²⁷. Ciò riguarda anche i clienti più anziani: le evidenze riportate mostrano che gli strumenti implementati dagli intermediari partecipanti all'iniziativa non individuano l'età del cliente quale barriera all'accesso all'investimento in prodotti rischiosi¹²⁸.

Dalle complessive attività poste in essere dall'AMF nel corso degli ultimi anni è pertanto emerso, da un lato, il crescente interesse da parte dei risparmiatori francesi verso prodotti azionari, caratterizzati tipicamente da profili di rischio elevati, anche in termini di *mis-selling*. Dall'altro lato, le attività condotte dall'Autorità con cui sono state sondate le concrete modalità attraverso cui i soggetti vigilati pongono concretamente in essere il test di adeguatezza, hanno appurato difformità applicative e margini di miglioramento in ordine tanto alla profilatura della clientela che alla valutazione dei rischi.

I miglioramenti auspicati dall'AMF rappresentano, di certo, un fondamentale tassello volto a ridurre i rischi di *mis-selling* e, per tale via, a favorire una sempre maggiore fiducia e partecipazione dei risparmiatori francesi, specie *retail*, al mercato finanziario.

125 In proposito, l'AMF ha chiesto alle banche di simulare le raccomandazioni fatte ai clienti che disponevano di considerevoli risparmi garantiti e liquidi, ed erano al contempo relativamente tolleranti al rischio e con obiettivi di lungo termine (ad esempio, in caso di pensionamento). L'approccio adottato dai soggetti che hanno preso parte allo studio è stato di individuare un livello medio di rischio *target* per il totale delle attività finanziarie detenute dai clienti profilati e proporre poi a tali clienti un asset allocation in cui gli strumenti finanziari erano distribuiti in proporzione al livello di rischio obiettivo.

Si veda per ulteriori dettagli AMF, *Study of the rules implemented by banks for matching client profiles with products as part of an investment advisory service*, maggio 2020, p. 16.

126 In particolare, è stato riscontrato che i processi informatici adottati ai fini della valutazione di adeguatezza variano tra i diversi soggetti coinvolti; in alcuni casi è previsto un livello di rischio *target*, in altri un'asset allocation *target*, altre volte invece una raccomandazione di investimento. AMF, *Study of the rules implemented by banks for matching client profiles with products as part of an investment advisory service*, maggio 2020, p. 4.

127 *Ivi*, p. 16.

128 *Ibidem*. In proposito nel report è chiarito che un cliente relativamente anziano è spesso descritto come "dinamico", data la sua ricchezza finanziaria ed esperienza complessiva. Tali clienti possono, tuttavia, esprimere un'esigenza di liquidità nelle loro attività, anche con un orizzonte di investimento relativamente lungo, che il consulente dovrebbe comunque tenere in debita considerazione. Si veda per ulteriori dettagli.

4.2.3 Olanda

Il contesto generale

L'Olanda è uno Stato Membro che presenta numerosi tratti distintivi. Nel contesto finanziario, il settore bancario si connota per il notevole peso complessivo se paragonato a molti altri Paesi europei: alla fine del 2018, le dimensioni totali difatti erano oltre tre volte il PIL¹²⁹.

Il Paese, inoltre, si caratterizza per un reddito pro capite tra i maggiori dell'Unione europea¹³⁰ e, al contempo, per un livello medio di conoscenza finanziaria tra i più elevati nell'ambito degli Stati Membri: alcuni studi mostrano infatti che i Paesi Bassi presentano tassi di alfabetizzazione finanziaria relativamente buoni sia per la popolazione adulta che giovane¹³¹.

Tale risultato è anche conseguenza delle numerose riforme realizzate nel corso degli ultimi anni (relative, ad esempio, al sistema pensionistico ed al sistema di prestiti erogati ai giovani); tali riforme hanno comportato, come effetto indiretto, un innalzamento del livello medio di conoscenza del settore finanziario da parte dei cittadini olandesi, in quanto hanno spostato la responsabilità delle singole scelte dalle istituzioni agli individui ed hanno pertanto innalzato il livello di complessità delle decisioni che i cittadini olandesi sono tenuti a prendere in un ambiente caratterizzato da sempre maggiore incertezza¹³².

Dunque, la presenza di un sistema bancario rilevante in termini di dimensioni rispetto al PIL, elevati redditi pro capite e livelli di alfabetizzazione finanziaria superiori

129 Dagli anni '80, un processo di armonizzazione e consolidamento ha portato a fusioni, acquisizioni e formazione di conglomerati finanziari; oggi, le cinque maggiori banche nazionali rappresentano oltre i 4/5 delle attività totali del settore bancario. Il settore bancario olandese è inoltre attivo a livello internazionale, altamente concentrato e dominato da un piccolo numero di grandi banche nazionali. Le banche commerciali si sono evolute nel tempo in banche universali, mirando a soddisfare la crescente domanda di prodotti e servizi finanziari da parte delle imprese e delle famiglie olandesi. EVERETT, M., DE HAAN J., JANSEN D.-J., MCQUADE P., SAMARINA A., *Mortgage lending, monetary policy, and prudential measures in small euro-area economies: Evidence from Ireland and the Netherlands*, Rev. Int. Econ., 2021; 29: 117–143. <https://doi.org/10.1111/roie.12506>, pp. 6 e 7.

130 ARRONDE L., HAUPT M., MANCEBÓN M., NICOLINI G., WÄLTI M., et al., *Financial Literacy in Western Europe*, 2020, reperibile all'indirizzo <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-03243830/document> (halshs-03243830), p. 22.

131 In alcune indagini realizzate dall'OCSE nel 2015 e nel 2018, gli studenti olandesi si sono contraddistinti per livelli di alfabetizzazione finanziaria superiori alla media dei paesi avanzati. Ciononostante, circa uno studente olandese su cinque non aveva le competenze di base per prendere le decisioni finanziarie quotidiane; inoltre il livello di alfabetizzazione finanziaria è risultato superiore per gli studenti socio-economicamente avvantaggiati. *Ivi*, p. 23.

132 Nel 2015 il governo olandese ha difatti aumentato l'età pensionabile a 67 anni a partire dal 2021, collegandola all'aspettativa di vita. Inoltre, in seguito all'accordo sulle pensioni del 2019, i fondi pensione non sono più tenuti a rispettare precedenti restrizioni, rendendo le pensioni future via via più volatili. L'accordo permette anche agli individui di procedere anche a prelievi forfettari del monte pensionistico. A seguito di tale riforma, il cittadino olandese deve quindi possedere un livello di alfabetizzazione finanziaria che consenta di determinare il tasso di risparmio compatibile con il proprio orizzonte lavorativo; ciò al fine di ottenere un congruo ammontare di pensione prospettica.

Inoltre, il sistema di borse di studio olandese è stato riformato nel 2015; a seguito di tale riforma, è stato introdotto un sistema di prestiti che dà agli studenti la scelta di prendere in prestito più denaro dalla "finanza studentesca". Si veda per ulteriori dettagli ARRONDE L., HAUPT M., MANCEBÓN M., NICOLINI G., WÄLTI M., et al., *op. cit.*, p. 23.

alla media europea rappresentano i tratti distintivi dell'Olanda. Nonostante tale quadro, il Paese non è stato tuttavia esente da alcuni fenomeni di *mis-selling*¹³³.

Tali fenomeni hanno comunque contribuito a sensibilizzare il dibattito accademico interno sulla tematica della valutazione di adeguatezza nella sottoscrizione di strumenti finanziari da parte della clientela *retail*¹³⁴ e hanno costituito una delle principali determinanti della recente evoluzione nella supervisione in materia di vigilanza finanziaria.

Al riguardo, l'impalcatura di vigilanza del Paese prevede una suddivisione delle attribuzioni alle Autorità preposte – ovvero la *Nederlandsche Bank* (la banca centrale olandese, di seguito anche "DNB") e la *Autoriteit Financiële Markten* (competente per i mercati finanziari, di seguito anche "AFM") –, secondo un modello *twin peaks*¹³⁵. Le funzioni delle Autorità sono poi state aggiornate a seguito dell'introduzione del *Wet op het financieel toezicht* (di seguito anche "Wft"), in occasione del recepimento della prima versione della MiFID¹³⁶.

Nel corso degli ultimi anni l'attenzione per il corretto funzionamento del test di adeguatezza è risultata via via crescente e, come sarà meglio dettagliato nel prosieguo, l'AFM per trovare soluzioni alle varie problematiche emerse a seguito dei menzionati scandali, ha posto in essere delle attività di enforcement caratterizzate dall'apertura ad un dialogo con i soggetti vigilati e da un approccio informale volto a promuoverne l'autodisciplina¹³⁷.

133 Al riguardo, il Bureau Européen des Unions de Consommateurs AISBL, in un position paper del 2018 offre una disamina dei principali casi di *mis-selling* a livello europeo, fornendo uno specifico focus sulla realtà olandese. Si veda il position paper del BEUC, *The price of bad advice*, 2018, pp. 1 e ss., reperibile all'indirizzo web https://www.beuc.eu/publications/beuc-x-2018-055_the_price_of_bad_advice.pdf. Tra questi, particolare rilievo assume il caso dei prodotti assicurativi.

BUSCH D., *The Future of EU Financial Law*, EBI Working Paper Series, 2021, no. 93, pp. 39 e ss., poi, offre una ricostruzione del fenomeno e delle evoluzioni giudiziarie.

134 Si veda ad esempio il contributo di WALLINGA M., *op. cit.*, pp. 152 e ss. o di BUSCH D., *op. cit.*, pp. 39 e ss..

135 Le motivazioni sottostanti l'attuale assetto sono contenute in alcuni atti parlamentari (Kamerstukken II, 28 122, 2001–2002, n. 2). Il modello di vigilanza è disciplinato dagli artt. 1.24 e 1.25 del Wft: la DNB è responsabile della vigilanza sistemica e prudenziale; la vigilanza su aspetti di trasparenza e correttezza è demandata all'AFM.

In qualità di Autorità responsabile della vigilanza sulle condotte, l'Autoriteit Financiële Markten è competente a concedere agli intermediari l'autorizzazione per operare sui mercati finanziari in Olanda e per offrire servizi di investimento regolamentati quali la consulenza sugli investimenti (artt. 1:25 e 2:96 del Wft).

In caso di violazione di norme, l'AFM, ha, in linea di principio, il dovere di adottare misure coercitive e di imporre sanzioni e può ricorrere ad un'ampia gamma di strumenti in relazione alla tipologia di violazione delle norme di comportamento. Per una dettagliata ricostruzione della tematica si veda WALLINGA M., *op. cit.*, pp. 119 e 125.

136 Le modifiche legislative sono state pubblicate nella Staatsblad (Gazzetta Ufficiale olandese) nel n. 664 del 2006 e nei nn. 406 e 408 del 2007.

137 SVETIEV Y., OTTOW A., *op. cit.*, pp. 516 e ss..

La disciplina olandese in materia di valutazione di adeguatezza

La disciplina olandese in tema di regole di condotta è contenuta nel menzionato Wft; pertanto, le innovazioni della seconda versione della MiFID sono state recepite nella legislazione olandese mediante l'introduzione di modifiche alle precedenti norme contenute nel Wft¹³⁸.

Più nello specifico, il dovere generale di correttezza è disciplinato nell'art. 4:90 del Wft, che richiede agli intermediari di promuovere gli interessi dei loro clienti e di agire in modo onesto, equo e professionale¹³⁹.

Le norme di condotta previste dal Wft sono poi specificate nel Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (di seguito anche "Bgfo"), ovvero il secondo livello della normativa olandese¹⁴⁰. Coerentemente con quanto prescritto dal sistema MiFID, la normativa di secondo livello prevede che gli intermediari, nei rapporti con i propri clienti, in ragione della tipologia di servizio di investimento finanziario offerto, debbano tenere in debita considerazione la classificazione del cliente: per la clientela *retail* è infatti previsto un livello di tutela maggiore rispetto agli investitori professionali ed alle controparti qualificate¹⁴¹.

La regola dell'adeguatezza rappresenta un esempio concreto di come il livello di tutela offerto alla clientela sia correlato alla tipologia di servizio di investimento fornito: ai sensi dell'art. 4:23 del Wft, gli intermediari devono porre in essere il test di adeguatezza nella prestazione del servizio di consulenza o di gestione patrimoniale¹⁴².

138 Una disamina approfondita delle motivazioni sottostanti la modifica intervenuta negli articoli disciplinati le regole di condotta è contenuta nelle carte parlamentari relative del recepimento del pacchetto MiFID II (Kamerstukken II, 34 583, n. 3, par. 1).

L'AFM, in ogni caso, ben prima dell'entrata in vigore della nuova versione della MiFID, a seguito dei menzionati scandali che avevano avuto ad oggetto, tra l'altro, la distribuzione di prodotti assicurativi, aveva anticipato alcune misure contenute nel pacchetto MiFID II. L'AFM, aveva ad esempio previsto già nel 2014 il divieto di *inducement* alle imprese di investimento operanti nel territorio olandese; le linee guida dell'AFM sono reperibili al seguente indirizzo web <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2016/mrt/leidraad-provisieverbod-beleggingsondernemingen>.

139 Analogamente all'approccio adottato nella MiFID II (art. 24 c. 1), l'art. 4:90 del Wft rappresenta una sorta di clausola generale delle norme di condotta. Ulteriori dettagli in merito alla scelta operata dal legislatore olandese sul punto sono contenuti nelle carte parlamentari relative al recepimento della prima versione della MiFID (Kamerstukken II, 2006-2007, 31 086, no. 3).

140 Alcune norme di comportamento del Bgfo sono state ulteriormente specificate dall'AFM, esercitando il proprio potere normativo delegato, nel Nadere Regeling gedragstoezicht financiële onderneming.

Inoltre, l'AFM ha fornito orientamenti sulla sua interpretazione del modo in cui le imprese possono conformarsi alle norme di comportamento. Per quanto rileva ai fini del presente lavoro, riveste particolare interesse l'orientamento "Informatie over risicoprofielen. Aanbevelingen voor een betere aansluiting tussen beleggingen en risicoprofielen", avente ad oggetto l'informativa sui profili di rischio che gli intermediari sono tenuti a fornire ai risparmiatori. L'orientamento, emanato dall'AFM originariamente nel 2015, è stato poi rivisto nel 2018.

Gli orientamenti dell'AFM sono redatti in lingua olandese, essendo rivolti agli operatori domestici, e non sono disponibili traduzioni in lingua inglese. Sebbene vi sia una certa incertezza circa il loro esatto status giuridico, alcuni autori ritengono che tali orientamenti abbiano un'elevata influenza sul modo in cui i soggetti vigilati possano aspettarsi che l'Autorità vada poi nel concreto ad applicare le norme di comportamento. Ne consegue che tali orientamenti possono, quindi, essere considerati come un ulteriore livello del quadro normativo olandese relativo alla regolamentazione finanziaria. Si esprime in tal senso WALLINGA M., *op. cit.*, p. 134.

141 Il Bgfo prevede ad esempio al capitolo 5 che gli intermediari siano tenuti a rispettare specifici obblighi informativi nel caso di servizi di investimento prestati ai risparmiatori *retail*.

142 Una interessante ricostruzione normativa della regola di adeguatezza nella legislazione olandese è offerta da WALLINGA M., *op. cit.*, pp. 152 e ss.

Tale regola, implementata ai sensi del comma 2 dell'art. 25 della Direttiva MiFID II, impone agli intermediari di acquisire informazioni inerenti le caratteristiche individuali di un cliente – anche potenziale – e di adattare poi la raccomandazione di investimento a tali caratteristiche; sotto il profilo operativo la regola impone alle imprese di investimento di i) determinare il profilo del cliente e ii) utilizzare tale profilo per valutare l'adeguatezza di un prodotto d'investimento¹⁴³.

La regola di adeguatezza è poi ulteriormente specificata nel Bgfo; al fine di valutare l'adeguatezza di uno dato investimento, gli intermediari sono tenuti a verificare se il cliente i) sia in grado di soddisfare gli obiettivi di investimento comunicati¹⁴⁴ e ii) sia in grado di comprendere i rischi connessi ad un particolare investimento, in ragione delle proprie conoscenze ed esperienze¹⁴⁵.

Sebbene il quadro di vigilanza finanziaria olandese non sembri imporre esplicitamente alle imprese il dovere di aggiornare frequentemente il profilo del cliente, un tale dovere, a parere di alcuni autori, potrebbe essere dedotto, ai sensi della MiFID, dall'art. 80f(3) del Bgfo¹⁴⁶. Tale disposizione stabilisce che le imprese di investimento possono fare affidamento sulle informazioni fornite dal cliente, a meno che l'impresa non sia a conoscenza o debba essere a conoscenza del fatto che tali informazioni siano superate¹⁴⁷.

143 Ai fini della determinazione del profilo del cliente, l'intermediario è tenuto ad acquisire le seguenti informazioni: la posizione finanziaria, le conoscenze, l'esperienza, l'obiettivo di investimento e la tolleranza al rischio (art. 4:23, comma 1 lettera a del Wft). Una volta acquisite le informazioni necessarie, queste devono essere utilizzate per valutare l'adeguatezza di un dato investimento oggetto di raccomandazione al cliente (art. 4:23, comma 1 lettera b del Wft). Tale obbligo deriva dal dettato del citato comma 2 dell'art. 25 della Direttiva MiFID II, secondo cui gli intermediari sono tenuti a raccomandare al cliente solo i prodotti che siano compatibili con le specifiche caratteristiche del cliente. Inoltre, come previsto dall'art. 80 f del Bgfo - in coerenza con il dettato del comma 2 dell'art. 55 del Regolamento Delegato MiFID II 2017/565 -, gli intermediari devono astenersi dall'incoraggiare un cliente, anche potenziale, a non fornire le informazioni necessarie a determinare il profilo del cliente. Gli intermediari possono in ogni caso utilizzare le informazioni fornite da un cliente, anche potenziale, (ai sensi dell'art. 80 f (3), che dà attuazione all'art. 55 comma 3 del Regolamento Delegato MiFID II 2017/565), a meno che l'intermediario sia a conoscenza o sia tenuto a conoscere che le informazioni fornite siano non aggiornate, imprecise o incomplete.

Nel quadro normativo olandese, nel caso in cui l'intermediario non abbia la possibilità di acquisire le informazioni obbligatorie è tenuto in via di principio ad astenersi dal prestare il servizio di consulenza, in ragione della natura pre-transazionale di tale dovere (Staatsblad 2007/407, p. 98).

144 Ai sensi dell'art. 80 f (1) del Bgfo - che dà attuazione all'art. 54 comma 5 del Regolamento Delegato MiFID II 2017/565 -, tale valutazione deve tenere in considerazione l'arco temporale di riferimento dell'investitore nella detenzione dell'investimento, il livello di rischio che è disposto ad accettare e l'obiettivo di investimento. Inoltre, gli intermediari devono determinare se il cliente sia finanziariamente in grado di sostenere i rischi associati all'investimento (come previsto dall'art. 80 f (1) del Bgfo, che dà attuazione all'art. 54 comma 2 del Regolamento Delegato MiFID II 2017/565).

145 A tal fine, l'art. 80 f (1) (b) del Bgfo - che dà attuazione all'art. 54 comma 2 lettera c del Regolamento Delegato MiFID II 2017/565 - prevede che gli intermediari tengano in debita considerazione il tipo di servizi di investimento e di strumenti finanziari con cui il cliente ha familiarità.

146 Con riferimento al servizio di gestione di portafoglio (come disciplinato dall'art. 4:23 del Wft), il legislatore olandese ha indicato che il profilo del cliente deve essere determinato prima che le parti entrino nel rapporto contrattuale e deve essere aggiornato quando il cliente informa l'intermediario in merito alla variazione del contenuto delle dichiarazioni in precedenza fornite. Tale obbligo si deduce dalla lettura delle carte parlamentari relative al processo di recepimento nella legislazione olandese della prima versione della MiFID (Kamerstukken II, 2005-2006, 29 708, no. 19, p. 555).

147 L'art. 55 comma 3 del Regolamento Delegato MiFID II 2017/565, prevede infatti che gli intermediari non possano valutare l'adeguatezza delle operazioni di investimento sulla base di informazioni non attuali.

Ciò può essere interpretato come un obbligo per le imprese di mantenere versioni aggiornate delle informazioni sui clienti nelle relazioni di consulenza in materia di investimenti che non sono one-shot. Ciò è anche in linea con le Q&A

Sempre nel citato articolo 4:23(3) del Wft, è poi previsto l'obbligo - introdotto dall'art. 25 comma 6 della Direttiva MiFID II - in capo agli intermediari di fornire un report di adeguatezza agli investitori al dettaglio a cui è prestato il servizio di consulenza prima che l'operazione di investimento venga eseguita¹⁴⁸.

Dalla disamina della disciplina olandese di primo e secondo livello relativa alla regola di adeguatezza, risulta condivisibile l'opinione di chi ritiene che l'approccio adottato dal legislatore olandese, al pari di quello tedesco, può essere considerato come una traduzione intelligente delle norme contenute nel pacchetto MiFID. Il contenuto e la portata delle norme di condotta regolamentari recepite nell'ordinamento olandese, difatti, si avvicinano molto ai regimi delle norme di condotta stabiliti tanto nella prima che nella seconda versione della MiFID. Le norme di comportamento, così come implementate, si basano infatti sul sistema a due livelli adottato nella regolamentazione UE sulla protezione degli investitori¹⁴⁹.

Le attività poste in essere dall'AFM

La tematica inerente il corretto funzionamento del test di adeguatezza è stata oggetto di una pluralità di attività poste in essere dell'AFM¹⁵⁰.

Nel 2018, l'Autorità ha pubblicato una specifica Guidance in cui rileva, tra l'altro, che la qualità dei servizi finanziari forniti alla clientela va migliorata¹⁵¹. In particolare, viene puntualizzato che la valutazione di adeguatezza realizzata da alcuni soggetti vigilati non soddisfa i requisiti del dovere di diligenza¹⁵² e che le prescrizioni derivanti dalla disciplina della Product Governance non devono andare a sovrapporsi con le previsioni della disciplina in materia di valutazione di adeguatezza¹⁵³.

Inoltre, l'Autorità ha chiarito che nell'ambito delle relazioni continuative con il cliente, che tipicamente si hanno nel caso di prestazione del servizio di gestione di

del 2011 dell'ESMA (ESMA/2011/119, p. 5) e con le linee guida del 2012 (ESMA/2012/387, pp. 10 e 11). L'AFM ha inoltre sottolineato l'importanza dell'aggiornamento delle informazioni acquisite sulle caratteristiche del cliente in un report del 2015 (AFM Report, Kwaliteit Beleggingsdienstverlening 2015, pp. 21 e ss.).

148 La relazione, o report di adeguatezza, dovrebbe includere una descrizione del consiglio fornito e di come il consiglio sia conforme alle caratteristiche dell'investitore al dettaglio. Si veda al riguardo il contributo di WALLINGA M., *op. cit.*, p. 155.

149 WALLINGA M., *op. cit.*, p. 176.

150 Si precisa che la ricostruzione di seguito operata è stata realizzata mediante la consultazione della documentazione, prevalentemente in lingua inglese, reperibile presso il sito istituzionale dell'AFM.

151 AFM, *Guidance on the duty of care in (semi)automated portfolio management*, 2018, p. 8.

152 *Ibidem*. In numerosi casi, l'AFM nell'ambito dell'attività di vigilanza condotta, ha riscontrato che determinati elementi della valutazione di adeguatezza sono progettati correttamente, ma che ciò non si estende all'intero processo. A parere dell'Autorità olandese, affinché vengano prestati correttamente i servizi di investimento è pertanto necessario che non solo alcuni step, ma l'intero processo di valutazione di adeguatezza si caratterizzi per elevati standard qualitativi.

153 Al riguardo, infatti, l'Autorità ha chiarito che l'obbligo di determinare il *target group* e la relativa strategia di distribuzione da parte dell'intermediario, non coincide con l'obbligo di effettuare la valutazione di adeguatezza a livello individuale per ogni cliente sulla base della posizione finanziaria, degli obiettivi di investimento, della tolleranza al rischio, delle conoscenze e dell'esperienza. *Ivi*, p. 16.

portafoglio, la valutazione di adeguatezza dovrebbe essere posta in essere sia in fase di sottoscrizione che, in seguito, con cadenza periodica¹⁵⁴.

Nel corso del 2018, l'AFM aveva inoltre condotto alcune indagini esplorative presso tredici intermediari bancari e non bancari aventi ad oggetto la qualità dei servizi di investimento prestati, concludendo che sussistono margini di miglioramento in diverse aree¹⁵⁵.

Ancora, nell'Annual report dell'AFM relativo al 2020, l'Autorità ha reso noto che sono stati sottoposti a verifica le modalità attraverso cui alcuni intermediari realizzano i test di adeguatezza e la product governance, concludendo che tali test potrebbero essere realizzati più efficacemente per evitare che vengano commercializzati agli investitori prodotti fuori target¹⁵⁶.

Al riguardo, l'Autorità nel report informa che i soggetti interessati da tale attività stavano implementando alcuni miglioramenti volti a ridurre il rischio di *mis-selling* per il risparmiatore *retail*¹⁵⁷.

Dalle attività precedentemente descritte, focalizzate sulla valutazione di adeguatezza – sia dal lato della profilatura della clientela che della valutazione dei rischi –, emerge dunque che la tematica del corretto funzionamento del test di adeguatezza è ritenuta fondamentale dall'AFM ai fini della protezione degli investitori. Tuttavia, l'Autorità ha a più riprese evidenziato che numerosi sono i margini di miglioramento che devono essere conseguiti per favorire la più ampia tutela dei risparmiatori, specie se *retail*.

154 Ne consegue, quindi, che l'intermediario è tenuto ad aggiornare con regolarità le informazioni fornite dal cliente, al fine di valutare nel continuo l'adeguatezza. *Ivi*, p. 26.

155 A parere dell'Autorità, tale miglioramento potrebbe essere conseguito anche attraverso una maggiore comprensione della situazione finanziaria e degli obiettivi del cliente da parte dell'intermediario, coinvolgendolo nella fornitura del servizio. AFM, 2018, *aanbevelingen-beleggingsadvies-vermogensbeheer*, p. 5.

156 Nel report l'Autorità chiarisce che tali aspetti saranno oggetto di futuri approfondimenti di vigilanza. AFM, *Annual report*, 2020, p. 12.

157 *Ivi*, p. 13.

1 La rinnovata centralità della valutazione di adeguatezza per la tutela del risparmiatore *retail*

1.1 I limiti dell'attuale disciplina e le sfide dell'imminente futuro

Dalla trattazione sviluppata nella Sezione I, è emerso che in ambito europeo MiFID rappresenta una disciplina fondamentale per tutelare i risparmiatori *retail* dal rischio di *mis-selling*¹. Il regime maggiormente restrittivo previsto dalla seconda versione della MiFID, oltre ad aver potenziato la valutazione di adeguatezza², ha introdotto istituti ulteriori rispetto alla versione originaria³, con la finalità di superarne i limiti mostrati⁴.

Tuttavia, decorsi ormai alcuni anni dall'entrata in vigore della seconda versione della MiFID, il complessivo impianto, sebbene abbia contribuito a ridurre i casi di *mis-selling*, alla prova dei fatti, non ha annullato del tutto il rischio che tali fenomeni possano verificarsi.

Ciò è dovuto ad una pluralità di fattori, tra cui l'elevato livello di stratificazione normativa a livello europeo e nazionale e la previsione di numerosi soggetti coinvolti nelle attività di vigilanza⁵. La presenza di un sistema di governance articolato e

1 Si esprimono in tal senso FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *op. cit.*, p. 9.

2 A livello nazionale, la rilevanza di tale regola per la tutela del risparmiatore è comprovata da alcune recenti indagini della CONSOB, dalle quali emerge che circa l'80% delle operazioni realizzate dai clienti per il tramite degli intermediari hanno avuto ad oggetto la valutazione di adeguatezza. Si veda CONSOB, *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*, 2021, p. 38.

3 Le innovazioni sono rappresentate da: valutazione di adeguatezza periodica; individuazione della tolleranza al rischio e della capacità di sostenere le perdite del cliente; report di adeguatezza delle raccomandazioni fornite. Nella Direttiva MiFID II, la valutazione di adeguatezza è disciplinata nell'art. 25. Per ulteriori dettagli cfr. par. 1.2 della Sezione Prima.

4 Si veda ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, Rivista delle Società, fasc.4, 1 AGOSTO 2018, p. 1115.

A tal riguardo, nel documento del 2013 da parte delle tre ESA sono riportate in appendice l'elencazione dei più evidenti casi di *mis-selling* di prodotti finanziari emersi nel contesto della crisi finanziaria a livello europeo. All'epoca della redazione del documento, per la realtà italiana fu identificato come emblematico il caso degli strumenti derivati. Si veda EBA-ESMA-EIOPA, JC-2013-77, *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes*, 2013, p. 6.

Successivamente, nel contesto delle note crisi bancarie, è emerso il caso delle obbligazioni bancarie, in particolare subordinate; per una disamina più dettagliata del tema dell'autocollocamento degli strumenti finanziari si veda SCIARRONE ALIBRANDI A. e MALVAGNA U., *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, in Banca borsa e titoli di credito, 2019, pp. 153 e ss..

5 Nel par. 4.1 della Sezione Prima è stato chiarito che l'attuale sistema legislativo prevede che al Legislatore europeo si affianchi il Legislatore nazionale; l'attività di vigilanza è invece demandata all'ESMA ed alle Autorità nazionali competenti.

caratterizzato da più livelli rappresenta uno dei principali motivi per cui il livello di applicazione della disciplina non è ancora omogeneo in ambito unionale⁶.

L'attuale versione della MiFID ha poi imposto rilevanti costi diretti e indiretti, oltre a significativi oneri amministrativi a carico degli intermediari operanti nell'Unione⁷. A parere di taluni, i citati obblighi normativi, generando notevoli costi di conformità⁸, porterebbero alcuni intermediari ad escludere dalla consulenza finanziaria la clientela caratterizzata da bassa marginalità⁹.

L'impatto dell'impianto MiFID sul livello di tutela offerto è stato più specificamente sondato in alcuni lavori che hanno approfondito la percezione di un campione di banche e risparmiatori in merito al rapporto costi/benefici degli obblighi derivanti dall'applicazione della disciplina¹⁰. In proposito, è stato evidenziato che, a fronte di limitati benefici, le innovazioni normative sono state percepite come causa dell'introduzione di rilevanti costi (diretti e indiretti); i clienti del campione hanno peraltro mostrato un basso livello di soddisfazione in relazione al dispendio di tempo occorrente per soddisfare gli obblighi imposti dalla disciplina, a cui sono stati associati, a volte, alcuni dubbi applicativi¹¹.

Sebbene per singoli elementi sia stato riscontrato apprezzamento (come, ad esempio, per i rapporti di adeguatezza), più in generale, nello studio si rileva che le previsioni della seconda versione della MiFID orientate ad una maggiore protezione degli investitori si sono rivelate talora non in linea con gli obiettivi per i quali erano state introdotte¹².

Nel complesso, gli autori convengono che gli obblighi normativi determinano impatti negativi soprattutto per i clienti *retail*, ovvero la categoria di clientela che necessita di maggiori livelli di protezione¹³. I clienti *retail* tenderebbero a non valorizzare adeguatamente il maggiore flusso informativo di cui dispongono; di converso, fareb-

6 Con specifico riguardo alla valutazione di adeguatezza, l'ESMA in diverse occasioni ha approfondito lo stato applicativo nei diversi Stati membri. Nel report della *Common Supervisory Action* del 2020 - pubblicato nel luglio 2021 - si rende noto che la gran parte delle Autorità di vigilanza nazionali aveva riscontrato prassi eterogenee nell'esecuzione dei test di adeguatezza da parte dei soggetti vigilati e che, nel complesso, è stata registrata una persistente frammentazione applicativa a livello europeo. Si veda il par. 4.1 della Sezione Prima.

7 Tali oneri, tra l'altro, riguardano requisiti organizzativi, regole di comportamento dei dipendenti, requisiti dei prodotti e regole di divulgazione.

8 FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *op. cit.*, p. 10.

9 La contrazione dei margini è anche conseguenza del divieto di addebitare commissioni connesse alla transazione; tale divieto comporta anche che gli intermediari debbano prevedere una specifica commissione da addebitare ai clienti per la consulenza erogata. Si veda per una più approfondita analisi, *Ivi*, p. 9.

Di particolare interesse è quanto gli autori concludono con riferimento all'esperienza del Regno Unito. FRANKE G. et al, difatti, sostengono che una regolamentazione - quale la *Retail Distribution Review*, in vigore in UK dal 2013 - che non valuti in maniera appropriata le esigenze dei diversi attori di mercato, può tendenzialmente escludere dalla consulenza personalizzata la clientela *retail* a bassa marginalità, contribuendo a generare fenomeni di *mis-selling*.

10 PAUL S., SCHROEDER, N. e SCHUMACHER S., *MiFID II/MiFIR/PRIPs Regulation Impact Study: Effectiveness and Efficiency of New Regulations in the Context of Investor and Consumer Protection*, 2019, p. 1. L'analisi è stata condotta mediante la somministrazione di un questionario a campione costituito da 153 banche e da 2.852 clienti.

11 *Ibidem*.

12 *Ivi*, p. 25.

13 *Ibidem*.

bero sempre maggiore affidamento al ruolo svolto dal consulente nel processo di selezione dei prodotti¹⁴. Conseguenza indesiderata di tutto ciò è che alcuni risparmiatori al dettaglio preferirebbero ritirarsi dai mercati dei capitali¹⁵.

Altri contributi, infine, rimarcano che la mancata previsione di distinzioni tra segmenti di clientela per livello di alfabetizzazione finanziaria rappresenterebbe un ulteriore gap dell'attuale sistema: applicare le medesime previsioni per tutti i clienti, non tenendo in debito conto il livello di alfabetizzazione finanziaria, non consentirebbe difatti l'opportuna clusterizzazione del livello di tutela necessario¹⁶.

I limiti mostrati dalla più recente versione della disciplina MiFID evidenziano che il relativo impianto necessita, dunque, di un aggiornamento. Occorre peraltro considerare che, dal momento in cui è stata emanata e poi è entrata in vigore la seconda versione della MiFID, i mercati hanno subito profonde evoluzioni e che gli scenari prospettici saranno ragionevolmente influenzati da repentini e inaspettati cambiamenti ambientali e climatici, da progressive evoluzioni degli equilibri geo-politici internazionali e dagli strascichi della recente pandemia.

Nuovi fattori, quindi, stanno progressivamente rivestendo un ruolo sempre più rilevante nell'ambito del processo di selezione dei prodotti finanziari da parte del risparmiatore *retail*.

I profondi cambiamenti in atto condurranno presumibilmente all'emersione di ulteriori rischi che richiederanno una rinnovata attenzione e nuovi approcci da parte delle autorità di vigilanza e dei policy makers¹⁷. Per farvi fronte, dovranno essere studiati e presidiati in particolar modo i fattori di rischio per gli investitori collegati allo sviluppo delle interazioni a distanza con gli intermediari, che, sempre più frequentemente, si realizzano tramite App o via Internet¹⁸.

In proposito, alcune modalità di investimento – quali, ad esempio, il trading attraverso applicazioni e, più in generale, il trading online –, presentano tra i risparmiatori un livello di diffusione in costante crescita¹⁹; peraltro, essi costituiscono anche oggi uno dei principali canali attraverso i quali vengono abusivamente svolti servizi di

14 *Ivi*, p. 1.

15 *Ivi*, p. 25.

16 FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *op. cit.*, p. 10.

Anche per tale motivo, al momento, in sede europea, è allo studio la proposta di prevedere una ulteriore categoria di risparmiatori, intermedia tra quella degli investitori professionali e *retail*, in modo da rendere il sistema di tutela più proporzionato alla specifica qualificazione – e bisogno di protezione – di determinate categorie di investitori. La finalità della proposta è "individuare tipologie di investitori non professionali che, per le loro caratteristiche, potrebbero rivolgersi al mercato delle PMI con consapevolezza, sostenendone lo sviluppo attraverso il ricorso a strumenti di capitale". CONSOB, *Piano Strategico 2022-2024*, p. 8, reperibile all'indirizzo <https://www.consob.it/web/area-pubblica/piano-strategico>.

17 CONSOB, *Piano Strategico 2022-2024*, *op. cit.*, p. 2.

18 *Ivi*, p. 4.

19 Al riguardo, alcuni autori sostengono che le piattaforme digitali si trovano nella condizione di poter rafforzare la loro posizione di mercato in ragione del costante incremento della domanda di servizi digitali, fattore che ne consente una più agevole penetrazione in nuovi mercati. Così BOOT ARNOUD W. A., HOFFMANN P., LAEVEN L., RATNOVSKI L., *Financial intermediation and technology: What's old, what's new?*, ECB Working Paper, No. 2438, ISBN 978-92-899-4081-8, 2020, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M., <https://doi.org/10.2866/73816>, p. 26.

investimento o offerti prodotti finanziari al pubblico, in ciò sollevando specifiche, ed accentuate, esigenze di tutela e di protezione²⁰. Nella fattispecie in esame, per i servizi offerti non trova generalmente applicazione la regola di adeguatezza²¹: tuttavia, e proprio perché, in tali contesti, è lo stesso investitore che matura, in via autonoma, una scelta di investimento, risulta ancor più importante una corretta profilatura del prodotto nell'applicazione delle diverse regole di condotta.

Più in generale, è necessario che le inarrestabili rivoluzioni tecnologiche (quali, a titolo di esempio, quelle rappresentate da crypto-valute, crypto-asset, meta-versi, robo-advisor²²) siano efficacemente disciplinate al fine di rappresentare in ambito europeo un'opportunità per favorire l'incontro tra le contrapposte esigenze dei soggetti in surplus di risorse finanziarie – ovvero i risparmiatori *retail*, in cerca di rendimenti – e dei soggetti in deficit di risorse finanziarie – ovvero le imprese, alla ricerca di risorse finanziarie da reperire più agevolmente e a condizioni competitive al tradizionale canale bancario.

Nell'ambito di un contesto in continuo sviluppo, le Autorità di vigilanza Europee saranno nondimeno chiamate ad agire in un quadro normativo di regole UE, definito dalle molteplici iniziative adottate dalla Commissione Europea per favorire lo sviluppo di un mercato dei capitali europeo al servizio di una ripresa sostenibile²³.

20 In proposito, analisi svolte da CONSOB riferite al 2021 mostrano un aumento delle proposte di investimento connesse a cryptoattività, che, nella maggioranza dei casi esaminati, tendono a configurarsi come raggiri ai danni del risparmiatore. Per una disamina più articolata della tematica si veda CONSOB, *Relazione annuale 2021*, reperibile all'indirizzo <https://www.consob.it/documents/1912911/1997967/ra2021.pdf/0685b71e-baf0-9285-e68c-325e9c00144e>, pp. 53 e ss..

21 Per tali modalità di investimento trova piuttosto applicazione la regola di appropriatezza o, addirittura, la modalità *execution only*, le quali offrono tipicamente una tutela al risparmiatore inferiore rispetto alla regola di adeguatezza. Ciò determina anche una maggiore probabilità che si verifichino fenomeni di mis-selling o, in casi estremi, che si operino raggiri o truffe ai danni del risparmiatore. Con riferimento a tale ultimo aspetto, per comprendere meglio il livello di diffusione del fenomeno in ambito nazionale, si consideri, a titolo di esempio, che nel 2021 sono state realizzate da CONSOB 382 istruttorie per ipotesi di abusivismo finanziario (rispetto alle 348 nel 2020). I provvedimenti di contrasto adottati annualmente superano le 400 unità sin dal 2019, anno a partire dal quale l'azione della CONSOB ha acquisito maggior efficacia grazie all'attribuzione all'Autorità del cosiddetto 'potere di oscuramento'. *Ivi*, p. 54.

22 In tale contesto, l'investimento in crypto-attività e, in particolare, in crypto-valute, può esporre gli investitori a rischi rilevanti a fronte di improvvise oscillazioni di prezzo, alle caratteristiche dei sistemi di scambio e alle tecnologie sottostanti. Al riguardo, in Italia il livello complessivo di attività dei risparmiatori con riferimento a crypto-valute, trading online e fenomeni quali il robo-advice e il crowdfunding, è ancora contenuto, sebbene sia destinato ad incrementarsi in futuro. Alcune analisi sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, svolte annualmente da CONSOB, mostrano che tali fenomeni sono in costante crescita, anche per effetto delle restrizioni dovute alla pandemia. *Ivi*, pp. 2 e 4.

23 *Ivi*, p. 1.

A tal specifico riguardo, nell'ambito del punto 4 (Tutelare gli investitori nel mondo Fintech e post-Covid - Presidiare i rischi derivanti dallo sviluppo del Robo-advisory) della Diretrice 2 del Piano Strategico 2022-2024 (Fiducia e tutela del risparmio) è chiarito che la "CONSOB svolgerà un'attività di vigilanza specifica sulla prestazione della consulenza finanziaria mediante nuovi strumenti tecnologici e l'applicazione dell'intelligenza artificiale (Robo-advisory). Verrà effettuato un monitoraggio "quantitativo" (numerosità soggetti offerenti, volumi per valori di massa in consulenza e redditività del servizio; numerosità clienti *retail* contrattualizzati, clusterizzazione clientela, costi del servizio), effettuato un enforcement generalizzato e avviate azioni di educazione finanziaria". *Ivi*, p. 14.

Data la rilevanza sistemica della corretta identificazione dei rischi in cui incorrono i risparmiatori *retail* nel processo di selezione dei prodotti finanziari, la tematica è stato oggetto di un recente approfondimento da parte dell'ESMA²⁴.

L'Autorità europea pubblica con cadenza regolare una serie di analisi e di indicatori relativi alle tendenze, ai rischi ed alle vulnerabilità (TRV) dei risparmiatori, con la finalità di fornire ai policy-maker ed alle autorità di vigilanza il quadro informativo necessario per consentire loro di approntare le azioni volte a tutelare al meglio gli investitori.

Tale attività risulta di particolare rilevanza perché funzionale a favorire lo sviluppo di un mercato dei capitali pienamente integrato; in ragione di ciò, l'ESMA ha più di recente ricevuto l'ulteriore mandato di sviluppare specifici indicatori di rischio per gli investitori al dettaglio (RRI)²⁵.

Per quanto di specifico interesse per il presente lavoro, tra le diverse fonti di rischio per i risparmiatori *retail*, è stato identificato il c.d. "*suitability risk*", ovvero il rischio che un risparmiatore investa le proprie disponibilità in un prodotto finanziario non adatto al proprio profilo.

Al riguardo, è chiarito che l'inadeguatezza del prodotto alle esigenze del risparmiatore può essere determinato da diverse cause legate, quali, ad esempio, informazioni disponibili mancanti o inadeguate. Il *suitability risk* può peraltro derivare anche dalle caratteristiche cognitive del consumatore come, ad esempio, forme di *bias* - quali avversione alle perdite o *over-confidence* -, da una predisposizione a determinati stati emotivi - quali l'ansia finanziaria - o, ancora, da un basso livello di alfabetizzazione finanziaria²⁶.

Anche per favorire la più elevata partecipazione possibile al mercato finanziario e per incrementare l'afflusso di disponibilità finanziarie rinvenienti da parte degli investitori *retail*, sono allo studio alcune soluzioni in ambito europeo volte ad aggiornare e semplificare i presidi esistenti.

Sul punto, è sempre più vivo il dibattito su una nuova configurazione delle regole di appropriatezza e di adeguatezza, ovvero i presidi fondamentali per incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali da parte del risparmiatore *retail*, in quanto la tutela offerta da tali regole è basilare per il rafforzamento della fiducia riposta da tale categoria di investitori nel sistema finanziario.

24 Si veda ESMA, 50-165-2193, *Key Retail Risk Indicators for the EU single market*, 2022, reperibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2193_trv_article_key_retail_risk_indicators_for_the_eu_single_market.pdf.

25 Lo sviluppo degli indicatori RRI è finalizzato poi a cogliere le tendenze in atto relative all'aumento del trading online, ai rischi legati all'inesperienza degli investitori, all'uso di strumenti digitali da parte degli investitori più giovani e ai picchi di trading complessivo nei frangenti di stress di mercato. *Ivi*, p. 1.

26 Più in dettaglio, il lavoro identifica le possibili fonti del *suitability risk*, ovvero: l'innovazione finanziaria, la complessità dei prodotti, fenomeni di *misconduct*, livello di *trasparency*, vulnerabilità finanziaria, limiti cognitivi e analfabetismo finanziario. *Ivi*, pp. 6, 8 e 9.

1.2 Le proposte avanzate dalla Commissione Europea in ordine ad una nuova configurazione della valutazione dell'adeguatezza e le osservazioni dell'ESMA

Tra le diverse attività poste in essere a livello europeo per aggiornare l'attuale configurazione della valutazione di adeguatezza, particolare rilievo rivestono le consultazioni avviate nell'ambito della retail investment strategy della Commissione Europea²⁷.

Al riguardo, nella consultazione pubblica posta in essere nel 2021, diversi partecipanti hanno evidenziato la necessità di migliorare, semplificare, standardizzare e automatizzare le modalità di determinazione dei profili degli investitori. Alcuni hanno anche fatto presente che, al posto di prevedere valutazioni riferite ai singoli prodotti, sarebbe piuttosto opportuno attribuire un maggior peso alla composizione complessiva del portafoglio degli investitori²⁸.

Ad esito di tale consultazione è emersa la necessità di una rivisitazione delle regole di adeguatezza e di appropriatezza. Anche in ragione di ciò, la Commissione ha avviato nel febbraio 2022 un'ulteriore consultazione con lo scopo di esplorare la concreta fattibilità di una diversa configurazione delle due regole²⁹. Le modifiche proposte dalla Commissione, semplificando i paradigmi esistenti, intendono perseguire la finalità di incrementare il livello di protezione del risparmiatore *retail* e, per tale via, agevolarne la partecipazione ai mercati di capitale.

Più in dettaglio, dalla lettura del testo oggetto di consultazione, sembrerebbe che sia volontà della Commissione rivedere l'attuale modello, attraverso l'introduzione di una valutazione del tipo "*one-size-fits-all*", che travalichi i confini attualmente previsti dalle discipline MiFID e IDD. Inoltre, la proposta prevedrebbe una possibile portabilità tra i diversi intermediari del profilo e dell'*asset allocation* del cliente; ciò aprirebbe la strada ad una maggiore uniformità nelle modalità di determinazione dei profili del cliente tra i diversi player di mercato³⁰.

La portata della proposta della Commissione è, dunque, fortemente innovativa. Nel momento in cui si scrive non sono stati ancora resi noti gli esiti della consultazione della Commissione Europea; tra le diverse risposte sinora rese pubbliche, appare

27 Con tale strategia la Commissione intende porre in essere una serie di azioni volte a far sì che l'Unione Europea divenga un luogo ancora più sicuro per gli individui per risparmiare e investire a lungo termine, con l'obiettivo ultimo di incrementare la partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati dei capitali. Per maggiori dettagli, si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Targeted consultation on options to enhance the suitability and appropriateness assessments*, 2022, disponibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-suitability-appropriateness-assessments_en.

28 COMMISSIONE EUROPEA, *Factual summary report Public consultation on an EU strategy for retail investors*, Ref. Ares(2022)1435733, 25/02/2022, disponibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12755-Retail-Investment-Strategy/public-consultation_en.

29 Per maggiori dettagli, si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Targeted consultation on options to enhance the suitability and appropriateness assessments*, *op. cit.*

30 *Ibidem*.

di particolare interesse il riscontro dell'ESMA, che ha portato all'attenzione della Commissione alcuni aspetti relativi alla fase applicativa della proposta avanzata³¹.

A parere dell'Autorità europea, la possibilità di applicare un regime unico e standardizzato del tipo "*one size fits all*" potrebbe non contribuire a centrare l'obiettivo di tutelare efficacemente i diversi tipi di investitori al dettaglio³²: l'ESMA, pur sostenendo la semplificazione del quadro normativo, ha difatti osservato che la previsione di un nuovo regime maggiormente standardizzato dovrebbe tenere opportunamente conto delle esigenze dei diversi tipi di investitori e, al contempo, salvaguardare il principio di proporzionalità³³.

L'Autorità europea, inoltre, evidenzia che le proposte avanzate potrebbero incidere significativamente sull'attuale modello di prestazione dei servizi: se il nuovo quadro fosse adottato secondo la formulazione offerta dalla Commissione, potrebbe essere opportuno fornire ai clienti specifici orientamenti e sufficienti informazioni per facilitare la comprensione delle implicazioni del cambiamento di regime. Dovrebbe inoltre essere concesso agli intermediari un periodo di tempo necessario per l'adeguamento alle nuove regole, in ragione delle significative implementazioni informatiche ai sistemi esistenti che queste richiederebbero³⁴.

L'ESMA, ancora, concorda con l'obiettivo di accrescere la concorrenza tra gli intermediari, da conseguirsi consentendo agli investitori di transitare agevolmente - o di poter ricorrere - a più intermediari finanziari. Pur tuttavia, l'Autorità europea ha osservato che ciò implica necessariamente che i clienti al dettaglio esprimano il loro consenso nel condividere i propri dati personali con i diversi intermediari con cui interagiscono e che tali fattori dovrebbero essere debitamente considerati affinché l'iniziativa abbia successo³⁵.

Inoltre, l'ESMA ha sottolineato che andrebbero valutate anche le implicazioni in tema di dati personali³⁶.

L'Autorità, poi, pur sostenendo la volontà della Commissione di allineare la disciplina della distribuzione di prodotti d'investimento che attualmente rientrano in

31 Si veda ESMA35-43-3112, 13 Aprile 2022, reperibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3112_letter_to_ec_on_mifid_suitability_consultation.pdf.

32 A parere dell'ESMA, infatti, l'attuale regime normativo è stato progettato per servire i clienti al dettaglio con diverse esigenze e approcci agli investimenti e comprende servizi quali la gestione del portafoglio (che implica una completa delega delle decisioni di investimento all'intermediario), la consulenza in materia di investimenti (che si basa su una raccomandazione personale proposta al cliente) e i servizi di ricezione, trasmissione e/o esecuzione di ordini che consentono agli investitori di prendere autonomamente le proprie decisioni di investimento (con o senza una valutazione della capacità del cliente di comprendere il rischio di una data opportunità di investimento). *Ivi*, p. 2.

33 *Ibidem*.

34 L'Autorità europea sul punto sottolinea che tali implementazioni andrebbero ad aggiungersi alle innovazioni necessarie per l'introduzione delle preferenze di sostenibilità dei clienti nel test di adeguatezza. Si veda ESMA, 35-43-3112, p. 2.

35 *Ivi*, p. 3. In merito, l'Autorità europea ha fatto presente che gli esiti di alcune esperienze di vigilanza e della recente "ESMA Call for evidence" hanno evidenziato una certa ritrosia da parte dei clienti a condividere informazioni personali (quali, ad esempio, gli investimenti realizzati in passato, i dati sulle operazioni poste in essere o i dati di profilatura) a causa di una pluralità di fattori (quali, ad esempio, mancanza di fiducia o timori di rischi informatici).

36 *Ibidem*. Il diritto alla portabilità dei dati di cui all'articolo 20 del GDPR non includerebbe difatti i dati personali che sono derivati, calcolati o dedotti dai dati forniti dal cliente (quali, ad esempio, la strategia di asset allocation personalizzata o il piano di investimento personale predisposto da un intermediario).

regimi diversi (quali MiFID e IDD)³⁷ – considerato essenziale per evitare arbitraggi normativi –, evidenza che tale proposito non dovrebbe andare a discapito del livello di tutela degli investitori assicurato oggi dai due regimi³⁸.

L'ESMA, sul punto, osserva che una valutazione congiunta ai sensi delle discipline MiFID e IDD, richiede l'allineamento anche di ulteriori obblighi derivanti dalle due discipline³⁹. La compresenza di obblighi di divulgazione e segnalazione differenziati tra le due discipline sarebbe difatti fonte di incertezza per i clienti e potrebbe presentare delle difficoltà di implementazione operativa per gli intermediari⁴⁰.

L'ESMA ha fatto poi presente che alcuni controlli sono fondamentali per la tutela degli investitori e costituiscono una parte rilevante (sebbene migliorabile) della valutazione di adeguatezza⁴¹. A tal proposito, l'Autorità si interroga sulle concrete modalità attraverso cui gli intermediari possano concretamente implementare tali controlli nel nuovo regime proposto dalla Commissione, specialmente in riferimento ai servizi non di consulenza rivolti agli investitori "self-directed"⁴².

Infine, l'ESMA mette in evidenza che nella proposta della Commissione la conoscenza e l'esperienza non sono annoverate tra le informazioni che gli intermediari siano tenuti a raccogliere dai clienti, – sebbene queste, oggi, siano parte integrante dei test di adeguatezza e di appropriatezza –, e auspica che tali informazioni vengano considerate anche nel nuovo regime proposto⁴³.

Di certo, una volta disponibili gli esiti della consultazione della Commissione Europea, sarà più agevole comprendere quali potrebbero essere le future evoluzioni delle regole di adeguatezza e di appropriatezza.

Nell'ambito delle nuove possibili configurazioni delle due regole, qualsiasi esse siano, occorrerà comunque attribuire la giusta rilevanza ad entrambi i pilastri che ne garantiscono il corretto funzionamento ai fini della prevenzione dai rischi di *mis-selling*, ovvero la profilatura della clientela e la mappatura dei prodotti.

37 *Ivi*, p. 2. Le proposte della Commissione riguarderebbero in particolare la distribuzione di azioni, obbligazioni e fondi comuni, nonché prodotti d'investimento a contenuto assicurativo, allo scopo di incrementare il livello di comprensibilità e comparabilità delle diverse tipologie di investimenti e limitare, per tale via, rischi di *mis-selling* o di inadeguata consulenza attraverso una diversa configurazione delle valutazioni di appropriatezza e di adeguatezza.

38 *Ibidem*.

39 L'ESMA si riferisce, ad esempio, alla disclosure su costi e oneri o agli obblighi di comunicazione sulla riduzione del valore complessivo del portafoglio del cliente (ove applicabile). *Ivi*, p. 3.

40 *Ibidem*.

41 *Ibidem*. Più nello specifico, il regime attuale prevede che la regola di adeguatezza prenda in considerazione il costo e la complessità dei prodotti, con la finalità di verificare se strumenti finanziari equivalenti possono in alternativa essere compatibili con il profilo del cliente e soddisfare le esigenze espresse. Il regime attuale richiede inoltre che gli intermediari procedano ad un'analisi dei costi e dei benefici di ogni *switch* raccomandato al cliente, in modo da poter ragionevolmente dimostrare che i benefici siano maggiori dei costi.

42 *Ibidem*.

43 *Ivi*, p. 4.

Di seguito, riprendendo alcune delle considerazioni sviluppate nella Sezione Prima, sarà evidenziato il rilevante ruolo svolto dalla mappatura dei prodotti ai fini di un corretto funzionamento della regola di adeguatezza.

2 La rilevanza dei processi di mappatura dei prodotti finanziari nell'ambito della valutazione di adeguatezza ai fini del contenimento del rischio di *mis-selling*

È stato notato a più riprese che la necessità di prevedere processi che garantiscano una corretta classificazione e mappatura dei prodotti assume peculiare rilievo per le diverse regole previste dal regime MiFID II (ovvero adeguatezza, appropriatezza e "product governance"), affinché queste possano contribuire efficacemente al contenimento del rischio di *mis-selling* per il risparmiatore *retail*⁴⁴.

La tematica è centrale in special modo per la valutazione di adeguatezza; una corretta profilatura del prodotto incide direttamente sul livello di tutela accordato al cliente nella prestazione dei servizi di investimento: se il principio di correlazione funziona, verrà difatti soddisfatto l'interesse del cliente poiché il prodotto finanziario oggetto di investimento sarà rispondente alle esigenze del risparmiatore e, conseguentemente, i rischi di *mis-selling* potranno essere ragionevolmente minimizzati⁴⁵.

È stato già evidenziato che il legislatore eurounitario, per limitare il rischio di *mis-selling* ed il *suitability risk* ha dedicato regole puntuali e prescrittive in materia di profilatura del cliente; pari attenzione non è stata al momento riposta alla mappatura del prodotto, essendo questa affidata alla diligenza dell'intermediario e al rispetto, in senso lato, di standard elevati di condotta, privi, tuttavia, di un esatto riferimento normativo.

Stante tale quadro, i criteri e le metodologie ai fini della determinazione dei parametri di mappatura possono essere autonomamente definiti dalle imprese di investimento. Ne consegue che il perimento dei prodotti concretamente idonei al profilo di uno specifico cliente può anche essere modificato, ampliato o ristretto, sulla base di eventuali correzioni apportate dall'intermediario alle modalità di determinazione dei parametri di mappatura dei prodotti, rendendo, quindi, concretamente possibili comportamenti opportunistici.

Al riguardo, gli esiti di alcune attività ispettive - riportate nel par. 3.3 della Sezione Prima - mostrano che il processo di mappatura dei prodotti non è esente da aspetti patologici; questi ultimi tendono a verificarsi, in special modo, ove non siano gestiti opportunamente i conflitti di interessi che si verificano quando l'emittente è anche distributore del prodotto. La frequenza di tali fenomeni tende poi ad accentuarsi

44 Nel par. 1.4 della Sezione Prima è stato notato che anche i servizi prestati in modalità *execution only* si caratterizzano per l'attenzione alla "profilatura" dei prodotti: il presupposto è, infatti, rappresentato dal fatto che i prodotti sui quali insistono i relativi servizi siano classificabili come "semplici", purché rientranti nell'elencazione formulata dallo stesso legislatore.

45 Si veda par. 3.2 della Sezione Prima.

al verificarsi di precise contingenze (connesse, ad esempio, a crisi di redditività o, peggio, di stabilità patrimoniale) che conducono l'emittente/distributore all'impellenza di dover collocare presso la clientela *retail* specifici prodotti (in prevalenza *branded*)⁴⁶.

Più in dettaglio, in alcuni casi è stato riscontrato che il disegno, prima, e l'applicazione, poi, di regole e metodologie di mappatura del prodotto erano volte ad agevolare la commerciabilità, attraverso una configurazione delle stesse che consentisse di ampliare il numero di clienti per i quali astrattamente la valutazione di adeguatezza potesse restituire esito positivo; ciò, ovviamente, andava in palese contrasto con il principio di tutela esclusiva dell'interesse del cliente⁴⁷.

In altri casi, sono stati invece rilevati inadeguati presidi organizzativi e di controllo sull'attività affidata dall'intermediario agli *outsourcer* in riferimento alla determinazione dei parametri di mappatura del prodotto.

Il fenomeno sopra descritto travalica i confini domestici: gli approfondimenti condotti tanto dall'ESMA che da alcune Autorità nazionali europee sullo stato applicativo della valutazione di adeguatezza sia dal lato della profilatura della clientela che della valutazione dei rischi, hanno difatti appurato difformità applicative e margini di miglioramento per entrambi gli aspetti⁴⁸.

Più in generale, l'assenza di un quadro chiaro in materia di mappatura dei prodotti conduce a livelli di tutela disallineati e rende concreta la possibilità che taluni prodotti possano essere commercializzati presso determinate categorie o gruppi di clienti⁴⁹.

Dunque, l'elevata discrezionalità riconosciuta dalla disciplina eurounitaria vigente comporta una serie di conseguenze indesiderate, prima tra tutte una minore fiducia riposta dal risparmiatore nel mercato. Ciò va ad incidere irrimediabilmente sulle decisioni in ordine al livello di partecipazione degli investitori *retail* al mercato dei capitali.

46 Per una attenta disamina dell'autocollocamento degli strumenti finanziari si veda SCIARRONE ALIBRANDI A. e MALVAGNA U., *op. cit.*, pp. 153 e ss..

47 Nell'ambito dei processi di mappatura, le attività ispettive hanno rilevato che tali comportamenti si sono a volte sostanzialmente attribuiti ad un prodotto finanziario di valori dei parametri di profilatura inferiori - o leggermente inferiori - a quello effettivi, in special modo se riferiti alle diverse configurazioni di rischio. La finalità che si intendeva conseguire era incrementare il numero di clienti per i quali, astrattamente, il test di adeguatezza potesse restituire esito positivo. Per tale via, stante la natura bloccante della regola di adeguatezza, l'intermediario era nelle condizioni di poter commercializzare un prodotto finanziario ad una più ampia platea di clienti, pur nel pieno rispetto delle disposizioni relative alla profilatura della clientela. Si veda par. 3.3 della Sezione Prima.

48 Nel par. 4 della Sezione Prima è stato chiarito che regolatori nazionali e, più di recente, la stessa Autorità europea, si sono interessati della materia emanando specifiche disposizioni.

In proposito, CONSOB, già nella Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 - Livello 3, aveva espressamente individuato la profilatura dei prodotti quale requisito necessario e condizione imprescindibile per poter adeguatamente applicare le regole di condotta.

Più di recente, l'ESMA ha poi affrontato il tema nelle Linee Guida aventi ad oggetto le regole di appropriatezza e di *execution only* (ESMA35-43-2938).

49 In presenza di metodologie di mappatura non omogenee tra i diversi distributori, difatti, un medesimo cliente che operi con più operatori di mercato, potrebbe trovarsi nella condizione per cui per uno medesimo prodotto la valutazione di adeguatezza restituisca esito positivo per un intermediario e negativa per un altro.

Nondimeno, l'assenza di previsioni volte a favorire la condivisione pubblica dei dati di mappatura dei prodotti per singolo distributore rende difficoltoso per ciascun operatore di mercato comparare le proprie metodologie interne - e, quindi, i valori attribuiti ai singoli parametri di profilatura - con altri player.

La mancata condivisione pubblica di tali dati va poi direttamente ad incidere sulla tempestività delle attività di verifica *ex post*, in quanto rende arduo il riscontro della corretta valorizzazione dei parametri di profilatura attribuiti ai prodotti commercializzati alla clientela *retail*.

Nel complesso, appare inverosimile che il mercato nel tempo possa spontaneamente giungere a colmare la lacuna normativa. Per contrastare ab origine possibili fenomeni di *mis-selling*, è dunque doveroso individuare delle misure volte a rendere maggiormente omogeneo il processo di mappatura dei prodotti tra gli operatori di mercato e a favorire un più agevole accesso ai dati di profilatura dei prodotti.

Traendo spunto da alcune esperienze di mercato, sono state sviluppate di seguito alcune proposte che vogliono favorire l'individuazione tempestiva di potenziali fenomeni di *mis-selling*, contribuendo, per tale via, a rendere possibile l'attivazione repentina di misure idonee a ridurne la portata.

3 Prospettive evolutive

3.1 Condivisione dei dati di mappatura dei prodotti finanziari tramite il Punto di Accesso Unico Europeo (ESAP)

Nell'ambito dei mercati finanziari, l'innovazione veicolata dalle nuove tecnologie si esprime in un ampio ventaglio di modalità, permeando, tra le altre, le modalità di raccolta e diffusione dei dati finanziari (ci si riferisce a tale fenomeno parlando della c.d. "*data-driven economy*"⁵⁰).

All'interno di tale cornice evolutiva, sono numerosi i rischi ma anche le opportunità connesse alla digitalizzazione dei dati finanziari.

Da un lato, la corretta gestione del ciclo di vita dei dati, la loro sicurezza e, soprattutto, la relativa comprensione rappresentano nuove sfide con cui devono confrontarsi gli operatori del settore⁵¹.

Allo stesso tempo, la mancanza di dati agilmente accessibili e comparabili sulle imprese e il conseguente accesso frammentato alle informazioni ostacola il processo decisionale degli investitori - soprattutto quelli al dettaglio - ampliando le asimmetrie informative e l'inefficienza allocativa e informativa dei mercati europei, in tal modo dissuadendo gli investimenti transfrontalieri.

50 COMMISSIONE EUROPEA, *Towards a thriving data-driven economy*, Bruxelles, COM (2014) 442 final, 2014.

51 GENOVESE A., FALCE V., (a cura di), CONSOB, *Quaderni FinTech*, Aprile 2021.

A ciò si aggiunge che l'accesso ai dati in formati comparabili e in tempo reale è in grado di ridurre i costi di ricerca delle informazioni per gli investitori e, di conseguenza, ampliare la base di investitori per le imprese.

Tali considerazioni sono all'attenzione del legislatore eurounitario, il quale con la Capital Market Union ha delineato nel 2020 un nuovo piano di azione - che succede al precedente del 2015 - finalizzato alla creazione di un mercato unico dei capitali per le persone e le imprese.

Il piano di azione si compone di sedici obiettivi, il primo dei quali concerne la creazione di una nuova piattaforma attiva a livello UE (Punto di Accesso Unico Europeo - *European Single Access Point o ESAP*) finalizzata a *"provide for seamless, EU-wide access to all relevant information (including financial and sustainability-related information) disclosed to the public by companies including financial companies" e "facilitate the flow and use of information in order to contribute to further integrating European capital markets, to enable a more efficient allocation of capital across the EU, and indirectly to strengthen the resilience of the EU's economy through broader private risk sharing across the EU"*⁵².

In relazione all'implementazione di tale progetto, la Commissione ha presentato nel novembre 2021 un pacchetto di tre misure legislative: (i) una proposta di regolamento che istituisce un punto di accesso unico europeo⁵³; (ii) una proposta di direttiva omnibus che modifica talune direttive per quanto concerne l'istituzione e il funzionamento del punto di accesso unico europeo⁵⁴; e (iii) una proposta di regolamento omnibus che modifica taluni regolamenti per quanto concerne l'istituzione e il funzionamento del punto di accesso unico europeo⁵⁵.

Prima della presentazione di tali misure, la Commissione ha svolto una consultazione pubblica a cui ha fatto seguito un Summary report⁵⁶ dei contributi ricevuti.

A tal riguardo, i soggetti che hanno partecipato alla consultazione hanno indicato di prioritario interesse "il reporting di sostenibilità e i dati ESG, insieme al reporting finanziario, alle inside information, alla remunerazione e ad altri report connessi a diritti degli *shareholder*"; è emerso, inoltre che "per la miglior fruibilità e comparabilità di dette informazioni sarebbe opportuno l'utilizzo di formati elaborabili

52 Action 1 - Making companies more visible to cross-border investors - Progress so far on action 1 of the capital markets union 2020 action plan, consultabile al seguente link https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-1-making-companies-more-visible-cross-border-investors_en.

53 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European single access point providing centralised access to publicly available information of relevance to financial services, capital markets and sustainability, Brussels, 25.11.2021 COM(2021) 723 final.

54 Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending certain Directives as regards the establishment and functioning of the European single access point, Brussels, 25.11.2021 COM(2021) 724 final.

55 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending certain Regulations as regards the establishment and functioning of the European single access point, Brussels, 25.11.2021 COM(2021) 725 final.

56 Summary report - Targeted consultation on the establishment of a European single access point (ESAP) for financial and nonfinancial information publicly disclosed by companies, 20 January 2021 - 12 March 2021.

elettronicamente e adeguatamente *machine-readable*; ciò, in primo luogo per le rendicontazioni finanziarie annuali e semestrali degli Emittenti⁵⁷.

La proposta non impone ulteriori obblighi di comunicazione delle informazioni, in quanto l'ESAP fornirà accesso alle informazioni già disponibili al pubblico in applicazione delle direttive e dei regolamenti europei di volta in volta interessati⁵⁸.

In particolare, entro il 31 dicembre 2024, l'ESMA, che ha il compito di istituire e gestire l'ESAP, fornirà un accesso elettronico centralizzato alle seguenti informazioni: (a) le informazioni che devono essere rese pubbliche a norma delle pertinenti disposizioni delle direttive e dei regolamenti elencati nell'allegato alla proposta di regolamento istitutiva dell'ESAP e a norma di qualsiasi altro atto dell'Unione giuridicamente vincolante che preveda un accesso elettronico centralizzato alle informazioni tramite l'ESAP; (b) altre informazioni pertinenti per i servizi finanziari forniti nell'Unione o per i mercati dei capitali dell'Unione o riguardanti la sostenibilità che i soggetti intendono rendere accessibili tramite l'ESAP su base volontaria in merito alle loro attività economiche.

La proposta di regolamento affida agli organismi di raccolta (ad es., gli *officially appointed mechanisms* ai sensi della Direttiva 2004/109/CE o le Autorità nazionali competenti), in qualità di soggetti designati a ricevere le informazioni dalle imprese in base alla legislazione vigente, il compito di trasmettere le informazioni all'ESAP.

Il sistema di raccolta, per come delineato dalla proposta di regolamento, si fonda su alcune funzionalità di base, tra cui si segnala – ai fini che qui interessano – un portale web con un'interfaccia di facile utilizzo in tutte le lingue ufficiali dell'Unione Europea, con relativa funzione di ricerca e di traduzione automatica per le informazioni recuperate. Quanto alle condizioni economiche, si dispone, in linea generale, la gratuità alle informazioni, lasciando aperta l'opzione di poter imporre costi per servizi che comportino volumi di dati molto elevati o informazioni aggiornate di frequente.

Per quanto concerne il rapporto tra l'ESAP e la normativa esistente, come anticipato, diverse Direttive e Regolamenti europei saranno modificati da una direttiva omnibus e da un regolamento omnibus al fine di aggiungervi una disposizione specifica relativa all'ESAP, e riguardante il formato delle informazioni e la loro trasmissione agli organismi di raccolta.

In particolare, l'esito della consultazione ha posto in luce l'importanza che almeno le informazioni ambientali, sociali e di governance, quelle derivanti dal regolamento sulla tassonomia, e le informazioni fornite dagli emittenti di strumenti finanziari

57 MAGGINI P., *Mezzi elettronici, Sdir, Storage, Siti Internet e Punti di Accesso Centralizzati per le Informazioni Finanziarie tra disciplina attuale e prospettive future*, in CANEPA A., GRECO G., AMMANNATI L., MINNECI U. (a cura di), *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali*, Torino, 2021.

58 BIANCHINI M., GASPARRI G., RESTA G., TROVATORE G., ZOPPINI A. (a cura di), *Gli sviluppi tecnologici del diritto societario*, CONSOB, Quaderni giuridici, maggio 2022.

che rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva sulla trasparenza e del Regolamento sul prospetto siano accessibili tramite l'ESAP⁵⁹.

La proposta della Commissione riflette tale aspetto inserendo il Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto) e la Direttiva 2004/109/CE (Direttiva Transparency) tra le misure legislative impattate dall'ESAP.

Con riferimento, inoltre, al Regolamento (UE) 1286/2014 (Regolamento PRIIPs) – anch'esso oggetto di modifica da parte della proposta di regolamento – si segnala il Report delle European Supervisory Authorities (ESAs) "*Call for advice on PRIIPs: ESA advice on the review of the PRIIPs Regulation*" del 29 aprile 2022 in cui le Autorità suggeriscono diverse modifiche al testo normativo anche alla luce delle nuove disposizioni sull'ESAP⁶⁰.

Da ultimo, il 29 giugno 2022 il Consiglio ha approvato la sua posizione sulle proposte normative in materia di ESAP. Nella sua posizione il Consiglio auspica un'introduzione graduale della piattaforma ESAP per consentirne una solida attuazione, nonché una valutazione periodica del suo funzionamento. Si invoca, altresì, una clausola di revisione, in modo da assicurare che la piattaforma risponda alle esigenze degli utenti e sia efficiente sotto il profilo tecnico.

Al fine di garantire una migliore organizzazione a livello di Stati membri, la posizione del Consiglio assicura, inoltre, la massima flessibilità nella procedura di raccolta di informazioni suggerendo l'utilizzo di infrastrutture e regimi già esistenti, in modo da limitare i costi di adeguamento per le autorità nazionali e i soggetti tenuti alla comunicazione dei dati.

Non vi è dubbio che l'ESAP, là dove adottato, potrà costituire uno strumento di primario rilievo per garantire maggior facilità e uniformità di accesso ad una vasta serie di informazioni, tra cui anche quelle sui prodotti, in specie là dove il nuovo sistema venga adottato con attenzione al rispetto dei principi di proporzionalità e di contenimento degli oneri a carico del sistema, evocati in più punti della proposta di Regolamento.

59 "*The vast majority of respondents strongly support that ESAP should provide information required by the Non-Financial Reporting Directive (87.9%), the Transparency Directive (84.0%), the Accounting Directive (79.2%), Sustainability-related disclosures and the Taxonomy regulation (71.1%). A majority is also in favour of information required by the Shareholders' Rights Directive, Prospectus regulation, the Regulation on EU climate transition benchmarks the Audit directive and regulation, the Take-over bid directive and the Market Abuse Regulation. The importance of the NFRD and TD information is very clear as 81.2% and 73.2% of the respondents respectively fully agree that it should be in scope of the ESAP.*"

60 "*Second, the proposal for an ESAP developed by the Commission (see the Commission targeted consultation document of 20 January 2021), will mean that in the near future KIDs will need to be collected. The current proposal is that PRIIP manufacturers will need to submit KIDs to a national collection body, which, in the majority of cases, it is understood will be the competent authority for the KID. A wider use of ex ante notification could therefore be complementary to the preparatory work for the ESAP and could bring a number of supervisory benefits (as described above) before KIDs are available in ESAP. More generally, it will be important to consider further the interaction between an ex ante notification to NCAs and the ESAP, as well as the overall consistency of the entire ruleset applicable to PRIIPs. For example, in the amendments to the PRIIPs Regulation proposed within the ESAP legislative package, it is stated that when making public the KID, the PRIIP manufacturer shall at the same time also submit the KID to the collection body. It seems, therefore, that this can still be compatible with a separate ex ante notification requirement to NCAs, where an ex ante review of the KID is considered appropriate.*"

3.2 Previsione di un set standardizzato di dati e informazioni ai fini della condivisione dei parametri di mappatura

La piattaforma ESAP, ove concretamente implementata, oltre ad apportare i vantaggi testé dibattuti, in un'applicazione estensiva, potrebbe anche contribuire al superamento di alcune delle problematiche individuate nel corso della trattazione.

Nell'ambito del sistema MiFID, con specifico riguardo alla valutazione di adeguatezza, sono state osservate da alcuni autori eterogeneità applicative della disciplina vigente tra soggetti vigilati e tra Stati Membri, imputabili ai fattori discussi nel par. 4 della Sezione Prima.

È stato già notato che, relativamente al pilastro della mappatura dei prodotti, da un lato, la varietà delle metodologie impiegate nella determinazione dei parametri, e, dall'altro, la difficoltà nel reperire agevolmente i dati di profilatura dei prodotti commercializzati da parte dei diversi distributori, sono fattori che contribuiscono alla disomogeneità applicativa da parte delle imprese di investimento e rappresentano un limite per i soggetti preposti al controllo.

Per ovviare a tali carenze, escludendo interventi draconiani imposti dal legislatore - che andrebbero inesorabilmente a comprimere l'autonomia privata⁶¹ -, potrebbe piuttosto risultare conveniente immaginare delle misure che incentivino le stesse imprese di investimento nella individuazione delle soluzioni più appropriate.

A tal fine, il primo passaggio obbligato è senza dubbio procedere all'identificazione di un set standardizzato di dati e informazioni da impiegare per la profilatura dei prodotti; il secondo è la condivisione di tale set tra i diversi soggetti interessati a vario titolo.

In merito al primo aspetto testé citato, processi volti alla standardizzazione dei dati di profilatura dei prodotti si rinvergono anche in altri contesti. La Securities and Exchange Commission, ad esempio, sta per emettere una regolamentazione che impone ai gestori di comunicare informazioni dettagliate circa le loro scelte di investire in strumenti conformi agli standard ESG, in un formato uniformato per rendere il dato di più semplice lettura ed accessibile⁶².

In ambito europeo, d'altro canto, è oramai consolidata da svariati anni l'esperienza di scambi di dati organizzati tra soggetti sulla base di Template sviluppati dal consorzio FinDatEX (Financial Data Exchange Templates)⁶³ in ottemperanza ai dettami

61 Una interessante disamina sull'intervento del diritto a protezione degli investitori è offerta da PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2015, pp. 31 e ss.

62 SEC Release No.33-11068 et al. *Enhanced Disclosure by Certain Investment Advisers and Investment Companies about ESG Investments Practices*.

63 Il Consorzio Findatex, più nello specifico, mira a consentire ai rappresentanti dei settori dei servizi finanziari dell'Unione Europea di decidere collettivamente sulla necessità di sviluppare o eliminare standard, sotto forma di modelli tecnici, per facilitare lo scambio di dati tra le parti interessate. Il progetto si propone di coordinare e organizzare il lavoro di standardizzazione svolto dagli esperti dei diversi settori dei servizi finanziari, con l'obiettivo di contribuire a diffondere modelli tecnici concordati. Per ulteriori dettagli si rimanda al sito web del consorzio, <https://findatex.eu>.

di specifiche previsioni normative (quali, ad esempio, Solvency, Product Governance in ambito MiFID, etc...)⁶⁴.

I modelli di Template possono essere utilizzati su base volontaria e sono generalmente finalizzati allo scambio di dati ed informazione tra due soggetti (ad esempio, il distributore ed il produttore); per tale motivo, i dati condivisi tra i soggetti interessati per il tramite dei Template non sono disponibili pubblicamente⁶⁵.

Inserendosi nel solco tracciato da tale esperienza, al fine di individuare un possibile set di dati e informazioni standardizzato da condividere, potrebbe risultare conveniente impiegare alcuni elementi già disponibili nel sistema di scambi organizzati per il tramite dei Template Findatex - quali, ad esempio, i modelli EMT (European MiFID Template) ed EET (European ESG Template) -, integrandoli con ulteriori, per tenere in debito conto i peculiari obiettivi della profilatura dei prodotti nell'ambito della valutazione di adeguatezza⁶⁶.

Più nel dettaglio, ad oggi, il consorzio Findatex ha sviluppato, tra gli altri, il modello EMT, giunto alla quarta versione (del 14 marzo 2022). Tale modello è volto a standardizzare e agevolare gli scambi di dati e informazioni tra produttore e distributore su un dato prodotto finanziario, con l'obiettivo di agevolare il rispetto delle previsioni della disciplina MiFID II in materia di Product Governance, delle Linee Guida ESMA sul tema del giugno 2017 e dei successivi aggiornamenti⁶⁷.

In altri termini, il tracciato sviluppato dal consorzio Findatex vuole facilitare l'applicazione delle prescrizioni normative da parte degli intermediari.

Come già anticipato nel par. 1.5 della Sezione Prima, la disciplina in materia di product governance e la disciplina in tema di adeguatezza, sebbene siano entrambe finalizzate al contrasto dei fenomeni di *mis-selling*, perseguono obiettivi non del tutto coincidenti e, in ragione di ciò, le profilature del prodotto realizzate nel rispetto delle previsioni delle due diverse discipline risultano sovrapponibili solo in parte. Ai fini della mappatura dei prodotti nell'ambito della valutazione di adeguatezza, potrebbero, ad esempio, essere utilmente compendiate i dati contenuti nel modello EMT relativi alle

64 I modelli sviluppati dal Consorzio Findatex sono ad oggi i seguenti: per la disciplina in materia di Product Governance in ambito MiFID, l'European MiFID Template (EMT) e l'European Feedback Template (EFT); per la disciplina in materia di sostenibilità, l'European ESG Template (EET); per la disciplina PRIIPs, l'European PRIIPs Template (EPT) e l'European Comfort PRIIPs Template (CEPT); per la disciplina Solvency, il Solvency II Tripartite Template (TPT).

I modelli sviluppati da Findatex sono privi di diritti di proprietà intellettuale, non sono obbligatori e vengono forniti gratuitamente per il tramite del sito web del consorzio all'indirizzo <https://findatex.eu>.

65 A titolo di esempio, i tracciati EMT (European MiFID Template) ed EFT (European Feedback Template) - disponibili all'indirizzo <https://findatex.eu/> -, sono esclusivamente finalizzati ad uno scambio di dati in forma standardizzata tra produttore e distributore.

66 Le finalità della profilatura dei prodotti nell'ambito della valutazione di adeguatezza sono state diffusamente trattate nel par. 1.2 della Sezione Prima.

67 Più in dettaglio, l'EMT prevede per ogni strumento finanziario: una sezione informativa generale (Sezione I), ulteriori sezioni aventi ad oggetto le specifiche caratteristiche dello strumento (Sezioni da II a VII), oltre a due sezioni focalizzate su commissioni e costi (Sezioni VIII e IX).

L'ultima colonna del Template specifica l'eventuale obbligatorietà nella compilazione del campo attraverso le seguenti casistiche: obbligatorio (M), opzionale (O), indicativo (I) o da includere se rilevante (C). Per ulteriori dettagli si rimanda all'indirizzo <https://findatex.eu>.

Informazioni Generali sullo Strumento Finanziario (Sezione I)⁶⁸, la categoria di investitori (*retail*, professionale e controparte qualificata) a cui è rivolto il prodotto (Sezione II)⁶⁹, la Capacità di Sopportare Perdite (Sezione IV)⁷⁰, gli obiettivi e le necessità di Investimento (Sezione VI)⁷¹ e la strategia di distribuzione (Sezione VII)⁷².

Le menzionate sezioni contengono informazioni per lo più di carattere generale che il distributore ed il produttore sono tenuti a scambiarsi per assicurare il rispetto delle previsioni in materia di product governance. Il carattere generale di tali informazioni ne rende idoneo l'impiego anche ai fini della profilatura dei prodotti nell'ambito della valutazione di adeguatezza.

Tuttavia, per le specifiche finalità di quest'ultima, come anticipato, risulta necessario integrare il set del modello EMT con ulteriori dati ed informazioni. Ciò in quanto la mappatura del prodotto realizzata ai fini del rispetto delle disposizioni in materia di adeguatezza, riferendosi alla fase terminale del processo distributivo, si compone di una pluralità di controlli volti, più direttamente, ad appurare la congruità delle caratteristiche del prodotto con il profilo del singolo cliente.

Tra queste, rivestono particolare rilievo le diverse tipologie di rischio che connotano un dato prodotto, veri e propri aspetti chiave dell'intera valutazione di adeguatezza, in quanto vanno ad influire notevolmente sulla effettiva rispondenza delle caratteristiche del prodotto allo specifico profilo del risparmiatore.

68 La Sezione I, in particolare, contiene una serie di campi volti a identificare lo strumento finanziario oggetto di analisi.

69 La Sezione II – Target Market – ha la finalità di individuare la tipologia di investitori a cui il prodotto finanziario è specificamente indirizzato; in linea con le indicazioni fornite dall'ESMA, sono previste tre categorie di investitori (*retail*, cliente professionale e controparte qualificata).

70 La Sezione IV – Capacità di Sopportare Perdite – è finalizzata alla raccolta di dati inerenti la capacità dell'investitore di sostenere perdite legate allo strumento finanziario oggetto di analisi.

In tale Sezione sono contemplate le seguenti casistiche: *No capital loss*: l'investitore non è in grado di sostenere perdite del capitale, fatta eccezione per i costi; *Limited capital loss*: l'investitore vuole preservare il capitale e può sostenere perdite parziali del capitale; *No capital guarantee*: non è prevista alcuna garanzia/protezione del capitale, che pertanto è totalmente soggetto a rischio; *Loss beyond capital*: l'investitore è in grado di sostenere perdite anche superiori all'importo del capitale investito.

71 La Sezione VI – Obiettivi e Necessità di Investimento – fa riferimento agli obiettivi ed alle necessità di investimento, generali e specifiche, attese dallo strumento finanziario.

I primi sei campi della Sezione riguardano il profilo di rendimento atteso, espresso in termini qualitativi sulla base delle seguenti casistiche: Conservazione, Crescita, Reddito, Copertura, Rendimento da opzionalità o leva, Altro rendimento.

Ai fini della compilazione della Sezione è poi richiesto di fornire indicazioni sull'orizzonte temporale minimo raccomandato per lo strumento finanziario espresso in anni sulla base delle seguenti casistiche: brevissimo termine (<1 anno), breve termine (>=1 anno o <5 anni), medio termine (>5 anni) o da detenere sino a scadenza.

A seguire, è richiesto di specificare se sono considerate o meno le preferenze in materia di sostenibilità da parte del cliente (indicando Y in caso positivo, o N in caso negativo).

L'ultima categoria, infine, è relativa alle indicazioni sulle specifiche necessità a cui lo strumento finanziario è chiamato a rispondere: nessuno (N), investimenti Islamici (I) o altro (O).

72 La Sezione VII – Strategia di Distribuzione – è relativa al tipo di strategia distributiva e prevede quattro principali categorie: Mera esecuzione; Esecuzione con test di appropriatezza o senza servizio di consulenza; Servizio di consulenza; Gestione di portafoglio.

I campi dati corrispondenti alle quattro categorie possono essere popolati con i seguenti valori: Retail (R), Professional (P), Entrambi (B) o Nessuno (N).

La Sezione, individuando la strategia distributiva e la relativa categoria di clientela, risulta particolarmente utile ai fini della selezione dei prodotti per i quali determinare il set standardizzato di dati e informazioni.

A tal fine, sarebbe auspicabile prevedere un maggiore livello di granularità rispetto a quello oggi contemperato nel Template EMT, individuando con maggiore livello di dettaglio – anche ricorrendo al processo di condivisione tra operatori di mercato, tipicamente utilizzato da Findatex ai fini della definizione e revisione dei modelli –, i rischi da considerare (quali, ad esempio, il rischio di mercato, di credito, di cambio e di liquidità) e le relative metriche di riferimento per ciascuna categoria di prodotto⁷³. In merito al livello di Conoscenza ed Esperienza degli Investitori, inoltre, quanto oggi previsto dalla Sezione III dell'EMT⁷⁴, ai fini della mappatura dei prodotti, andrebbe riadattato in ragione degli esiti del dibattito sul punto tuttora in corso a livello europeo⁷⁵.

In ultimo, per contemperare anche le preferenze in tema di sostenibilità, potrebbero essere utilmente impiegati alcuni degli elementi già previsti in un ulteriore Template sviluppato dal consorzio Findatex, l'EET (European ESG Template)⁷⁶.

A valle del processo di individuazione – mediante un confronto tra operatori di mercato – del set standardizzato di dati e informazioni di profilatura dei prodotti, si potrebbe poi procedere alla relativa condivisione per il tramite della costituenda piattaforma ESAP, in modo da facilitarne la reperibilità tanto da parte degli operatori di mercato – che sarebbero pertanto agevolati nel processo di determinazione – quanto da parte dei soggetti preposti al controllo – semplificandone, quindi, l'attività di riscontro⁷⁷.

73 Con specifico riferimento alla rischiosità dei prodotti, per determinate tipologie di prodotti, quali ad esempio i PRIIPs, si potrebbero anche valorizzare alcuni elementi di modelli già sviluppati dal Consorzio Findatex, ovvero l'European PRIIPs Template (EPT). In particolare, l'EPT prevede specifici campi calcolati secondo gli standard della normativa PRIIPs, quali, ad esempio, l'indicatore di rischio (SRI). Per maggiori dettagli si rimanda all'indirizzo <https://findatex.eu>.

74 Più in dettaglio, la Sezione III – Livello di Conoscenza ed Esperienza degli Investitori – del Template EMP prevede la suddivisione degli investitori in tre categorie principali: *Basic Investor*, associata ad investitori privi di esperienza finanziaria e aventi una conoscenza basilare degli strumenti finanziari; *Informed Investor*, relativa ad investitori con conoscenza intermedia degli strumenti finanziari e/o limitata esperienza finanziaria; *Advanced Investor*, riferita ad investitori con buona conoscenza dei relativi strumenti finanziari e/o con elevata esperienza in materia finanziaria.

Per il solo mercato tedesco è poi prevista una quarta categoria opzionale: "Investitore esperto in Germania".

75 Come già chiarito, nel momento in cui si scrive la Commissione Europea ha avanzato, nell'ambito della *retail investment strategy*, una proposta di revisione complessiva delle regole di adeguatezza e appropriatezza per le discipline MiFID e IDD; l'attuale formulazione della proposta avanzata non includerebbe tra i fattori da considerare il livello di Conoscenza ed Esperienza degli Investitori, così come invece previsto dal modello vigente.

In proposito, l'ESMA ha osservato che risulterebbe conveniente che tali aspetti venissero considerati anche nella nuova possibile configurazione della valutazione di adeguatezza; a parere dell'Autorità Europea, il livello di conoscenza ed esperienza dell'investitore è difatti utile per evitare che siano collocati alla clientela *retail* prodotti di cui non vengano comprese a pieno le relative caratteristiche. Per ulteriori dettagli si rimanda al par. 1.2 della Sezione Prima.

76 Il Template EET si propone di favorire un maggiore livello di standardizzazione per lo scambio dati tra le fabbriche prodotto e i distributori di prodotti finanziari, al fine di fornire i dettagli necessari ai consulenti per dare la giusta considerazione alle preferenze ESG dei loro clienti. La necessità di prevedere uno specifico Template relativo ai fattori ESG nasce proprio dall'esigenza di rendere disponibile un'informativa omogenea all'investitore finale.

I dati contenuti nel Template, più in dettaglio, sono relativi ai criteri ESG cui gli operatori di mercato sono tenuti ad uniformarsi per rispettare le previsioni delle normative che regolamentano gli investimenti sostenibili (quali SFDR, tassonomia, MiFID II e IDD); in ragione della copiosità delle informazioni richieste dalla disciplina in materia, il Template, nella versione più recente, prevede diverse centinaia di campi (oltre 600).

Per ulteriori dettagli, si veda anche il sito web Findatex <https://findatex.eu/>.

77 Come chiarito nel paragrafo precedente, la piattaforma ESAP è, allo stato, in fase di implementazione. Gli aspetti tecnici che permetteranno il caricamento dei dati in piattaforma e, quindi, la successiva condivisione tra i soggetti interessati a vario titolo, potranno essere noti solo una volta che il progetto approdi ad un livello più avanzato di compimento.

Al fine di minimizzare l'impatto per le imprese di investimento degli oneri, non solo computazionali, dell'intero processo, la determinazione e la successiva condivisione del set standardizzato di dati e informazioni di profilatura di un dato prodotto potrebbero essere assistite dal ricorso ai motori di Intelligenza Artificiale, sulla base di metodologie che saranno più diffusamente trattate nel prossimo paragrafo.

3.3 L'intelligenza artificiale a supporto dei processi di mappatura

Come anticipato, l'impiego della IA potrebbe agevolare la concreta realizzazione dei due aspetti sopra riportati di sviluppo del sistema e, dunque, la determinazione di un set standardizzato di dati e informazioni di profilatura dei prodotti e la successiva condivisione di tale set per il tramite del punto di accesso ESAP.

La IA potrebbe essere il mezzo per vigilare e controllare il caricamento e l'aggiornamento del set di dati standardizzato nel sistema ESAP, così, per altro, potendo risultare più efficiente anche l'attività di profilazione del cliente.

La creazione di dati uniformati e accessibili è linfa vitale per i sistemi di IA, gli unici in grado di poter sfruttare in modo assoluto ed efficiente una tale quantità di dati. Del resto, agevolare le funzioni delle IA, in un certo senso modellare il funzionamento del mondo per consentire alle IA di funzionare in modo sempre più efficiente, è un movimento sistemico nel quale si pone anche il legislatore e soprattutto quello del settore finanziario.

Una delle principali caratteristiche della IA è la capacità di processare dati e poi di reagire eseguendo le relative operazioni, processo infinitamente più rapido rispetto alla gestione umana. Un sistema improntato alla IA, quindi, si caratterizza per una maggiore efficienza, in termini, ad esempio, di nuova profilazione dei prodotti e dei clienti a seguito di eventi di mercato da una parte ed esigenze o vicende personali dall'altro.

Il sistema in divenire è dunque strutturalmente sensato per l'utilizzo della IA, altrimenti sarebbe sovradimensionato per le capacità esclusivamente umane di processo dei dati offerti. Del resto, è ciò che accade da almeno quindici anni anche nel campo delle procedure di negoziazione di strumenti finanziari quotati nelle varie sedi di negoziazioni⁷⁸.

⁷⁸ I sistemi di trading algoritmico ad alta frequenza, che notoriamente negoziano quasi due terzi di tutte le azioni scambiate nei principali mercati regolamentati nel mondo (gli studi più precisi riguardano il NYSE, il NASDAQ che però rappresentano quasi la metà della capitalizzazione mondiale), si sono difatti sviluppati perché le infrastrutture di mercato si sono formate per agevolare l'impiego di quelle tecniche. Negli Stati Uniti, in particolare, è in atto un complesso processo giudiziario per valutare se i servizi dedicati dai gestori dei mercati ai sistemi di trading ad alta frequenza hanno creato un mercato iniquo e discriminatorio verso tutti coloro che quei sistemi non possono impiegare. Se oggi il mercato fosse rimasto alle grida, non ci sarebbe spazio per il trading algoritmico ad alta frequenza, nonostante lo sviluppo della tecnologia delle fibre ottiche e delle altre tecniche sia in grado di ridurre la latenza. V. City of Providence, Rhode Island v. Bats Global Markets et al, City of Providence v. Bats Glob. Mkts., 14-CV-2811 (JMF) (S.D.N.Y. Mar. 28, 2022).

Attualmente l'impiego della IA a portata del pubblico che impiega i servizi di investimento sembra principalmente essersi manifestato nel c.d. *robo advice*⁷⁹. Il fenomeno ha un impatto sui clienti con modesti portafogli di investimento che ritengono, fra l'altro, di risparmiare commissioni per la prestazione del servizio di consulenza affidandosi agli schemi di investimento proposti dalla IA, o che comunque sono attratti dall'automazione del processo che può arrivare ad escludere del tutto l'intervento del consulente finanziario.

Molto più sviluppato, invece, l'utilizzo dell'IA da parte di chi presta i servizi di investimento e, forse anche più, di chi presta servizi bancari (si pensi alla gestione dei dati nel settore del credito al consumo, oppure alla riduzione dei costi relativi alla funzione di *compliance*).

L'apparire della IA sembra comunque non del tutto uniforme: sistemi di *trading*, *robo advice*, profilazione dei clienti per la prestazione dei servizi bancari (credito al consumo, in ogni caso erogazione del credito e nuove metodologie di valutazione del merito creditizio), e altro ancora che, certamente, rappresenta una fase espansiva che potrebbe giungere a coprire molte aree, se non tutte. In questa prospettiva non potrebbe restare immune uno degli aspetti più delicati dei servizi di investimento, cioè la profilazione del rischio del cliente. Perché è proprio in questo settore che la IA potrebbe apportare degli sviluppi importanti e forse definiti se poi essi fossero collegati con la profilazione dei prodotti di investimento.

La capacità "predittiva" dei sistemi di IA nel mondo dei prodotti di consumo è ormai prodigiosa, perché i dati disponibili del consumatore sono sempre di più e l'esperienza delle IA è in crescita, con ciò producendo dati esse stesse, quale risultato del processo di elaborazione dei dati ricevuti dalle varie fonti. Essendo l'IA così profonda conoscitrice delle abitudini di consumo, dello stile di vita, delle capacità finanziarie dei consumatori, sarebbe perfettamente in grado di individuare la propensione al rischio, la capacità di sopportare perdite, fino anche le prospettive reddituali future e, quindi, profilare in senso finanziario il cliente.

Come è emerso da questo lavoro il sistema vede le due profilazioni (del cliente e del prodotto) come flussi informativi che devono comunicare, ma in quanto basati su un linguaggio di dati uniforme. È in questo senso che la IA impiegata nell'attività di profilazione del prodotto e del cliente può chiudere il circuito informativo.

⁷⁹ CARATELLI M., GIANNOTTI C., LINCiano N., SOCCORSO P., *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori*, in CONSOB, Quaderno FinTech n.6 dicembre 2019.

CONCLUSIONI

Nel corso della trattazione è stato ribadito a più riprese che la tutela del risparmiatore, specie se *retail*, è tra gli obiettivi primari della disciplina eurounitaria in materia di servizi di investimento, da ultimo modificata dalla seconda versione della MiFID. In tale ambito, un articolato set di presidi, *in primis* le regole di adeguatezza e di appropriatezza e, più di recente, di governo di prodotto, sono stati appositamente previsti per agevolare il conseguimento di tale rilevante finalità.

Il presente lavoro si è concentrato sulla regola di adeguatezza, la quale, come ampiamente dibattuto, si fonda su due pilastri strettamente correlati tra loro, in quanto elementi imprescindibili e interconnessi di un medesimo binomio: la profilatura della clientela e la profilatura del prodotto oggetto dell'operazione.

La profilatura del cliente può efficacemente svolgere il proprio compito solo a fronte di una corretta profilatura del prodotto e viceversa. L'una, difatti, non può esistere senza l'altra: giudicare della "conformità" (intesa in senso lato) di un prodotto o servizio alle caratteristiche, esigenze o "bisogni" di un determinato cliente, o gruppo di clienti, o anche solo ad un mercato di riferimento comporta, giocoforza, la necessità di coniugare le caratteristiche della clientela, con quella dei prodotti che ad essa si indirizzano⁸⁰. Questa è l'essenza del principio di correlazione: se la correlazione funziona, allora l'interesse del cliente ad investire secondo le proprie effettive esigenze di rischio, sarà certamente soddisfatta ed il rischio che possano verificarsi episodi di *mis-selling* sarà ridotto al minimo.

Una non corretta profilatura del prodotto incide direttamente sulla profilatura della clientela, e, per tale via, sul livello di tutela accordato nella prestazione dei servizi di volta in volta rilevanti.

Risulta di tutta evidenza, però, che l'attenzione del legislatore UE si è sinora appuntata maggiormente sulle questioni che attengono alla profilatura della clientela. Il legislatore eurounitario ha difatti dedicato regole puntuali e prescrittive in materia di profilatura del cliente, mentre non sembra aver ritenuto fare altrettanto per la profilatura del prodotto, lasciando così il sistema sostanzialmente privo di una componente regolatoria fondamentale.

In conseguenza di ciò, la profilatura del prodotto è affidata alla diligenza del prestatore del servizio al quale è richiesta e presupposta una compiuta e completa conoscenza e familiarità con il prodotto offerto alla propria clientela. Pur tuttavia, la

⁸⁰ In altri termini, la profilatura del cliente e la profilatura del prodotto sono assolutamente complementari: se la profilatura del prodotto non è corretta, esso sarà collocato ad un cliente "sbagliato", anche se quest'ultimo è stato correttamente profilato; così, viceversa, l'incorretta profilatura del cliente renderebbe vana la corretta mappatura del prodotto.

previsione di standard elevati di condotta restano sostanzialmente privi di un riferimento legislativo più preciso.

Ciò incide profondamente sul livello di tutela accordato al risparmiatore. A seconda, infatti, dei criteri e dei metodi adottati dall'impresa di investimento nella profilatura dei prodotti, si può ampliare o restringere, talvolta anche in maniera significativa, il perimetro dei prodotti concretamente adatti (o "adeguati") ad un determinato segmento di clientela, o ad un cliente specifico; conseguenza inevitabile di ciò è la disarticolazione dei livelli di tutela concretamente riscontrabili tra diversi operatori o gruppi di operatori⁸¹.

In ambito domestico, la tematica della "mappatura" di prodotti è comunque stata oggetto di diversi provvedimenti sanzionatori della CONSOB e di alcune sentenze di Corti d'Appello e della Corte di Cassazione.

Nel par. 3.3 della Sezione Prima, è stato notato che gli esiti di attività di vigilanza ispettiva ed informativa condotte dalla CONSOB, – anche antecedentemente alle modifiche del TUF introdotte ai fini del recepimento della disciplina MiFID II –, hanno mostrato, con specifico riferimento alla mappatura dei prodotti, alcuni aspetti patologici.

Il primo riguarda il conflitto di interessi dell'emittente quando è anche distributore dei prodotti: in questo caso il conflitto si è manifestato nella modifica del profilo di rischio del prodotto per finalità in contrasto con il principio della tutela esclusiva dell'interesse del cliente. Un secondo aspetto concerne lo scarso controllo sull'attività di mappatura del prodotto affidata dalle imprese di investimento a soggetti terzi, cui è stato delegato, senza adeguati presidi organizzativi, un momento fondamentale dell'attività di governo del prodotto.

Larga parte del contenzioso richiamato nel par. 3.3 della Sezione Prima, poi, interessa direttamente questioni che attengono proprio alla "gestione" – *recte*: alla "profilatura" – dei prodotti e, naturalmente, della clientela. In un contesto normativo prevalentemente orientato ad affrontare in via quasi prevalente il secondo dei profili segnalati, l'assenza di un quadro più chiaro sul piano disciplinare in merito ai prodotti ha disvelato numerose incertezze applicative, risolvendosi anche in livelli di tutela concreti disallineati.

A più riprese, nel corso della trattazione, è stato evidenziato che la regola di adeguatezza costituisce un fondamentale presidio per la prevenzione del rischio di *mis-selling*, che diviene tanto più rilevante in contesti caratterizzati da non adeguati livelli di educazione finanziaria; quest'ultima, difatti, rappresenta il principale strumento a disposizione dei risparmiatori, specie se *retail*, per selezionare prodotti adeguati alle rispettive esigenze in cui investire le proprie disponibilità⁸².

81 Un medesimo prodotto, infatti, può essere valutato con criteri e metodi differenti – tutti astrattamente validi – ma con esiti difformi e, per tale via, circolare sul mercato presso categorie o gruppi di clienti diversi, con evidenti ricadute sul livello di tutela concretamente offerto alla clientela nei diversi contesti.

82 In altri termini, in presenza di non adeguati livelli di educazione finanziaria, la regola di adeguatezza rappresenta uno dei principali presidi volti a contenere il rischio di *mis-selling* per il risparmiatore *retail*.

In proposito, nel par. 3.1 della Sezione Prima è stato osservato che, a livello nazionale, alcune ricerche della Banca d'Italia condotte, da ultimo, nel 2020 relativamente al livello di "alfabetizzazione finanziaria" degli italiani, hanno rivelato che l'investitore medio in Italia, da una parte, ha scarse conoscenze finanziarie e, dall'altra, non è in grado di fissare i propri obiettivi di investimento.

Nel par. 4 della Sezione Prima è stato comunque argomentato che le problematiche riscontrate per la materia qui approfondita non si limitano ai confini domestici, ma investono pur anche l'intero ambito unionale.

Alcuni autori⁸³ hanno in proposito evidenziato che parte delle problematiche trarrebbero origine anche dal processo di attuazione del sistema MiFID, il quale soffre di ritardi nell'adeguamento e nel recepimento delle disposizioni ivi contenute. Ciò anche in ragione del fatto che alcuni Stati membri, in nome delle specificità nazionali, risultano riluttanti a rinunciare alla propria sovranità in diversi ambiti della regolamentazione finanziaria interna. Inoltre, a livello europeo, è possibile individuare approcci differenziati nei singoli Paesi connessi, tra l'altro, ai variegati livelli di sviluppo dei singoli mercati finanziari domestici.

Al riguardo, anche gli approfondimenti condotti per i tre Paesi (Germania, Francia e Olanda) oggetto di approfondimento nel presente lavoro (cfr. par. 4.2 della Sezione Prima), hanno rivelato approcci di vigilanza differenziati⁸⁴.

Nel complesso, è possibile notare che l'elevato livello di frammentazione in ambito europeo non ha di certo contribuito all'individuazione di specifici standard di condotta per i soggetti vigilati da parte delle singole Authority nazionali⁸⁵. L'applicazione delle regole di condotta - e, in particolare, della regola di adeguatezza -, previste dal sistema MiFID è, conseguentemente, ancora lontano da una piena armonizzazione nei singoli Stati Membri, impattando dunque sulla omogenea protezione degli investitori a livello europeo.

In vero, lo stesso legislatore europeo, attraverso le modifiche introdotte nella seconda versione della MiFID, tra cui la stessa disciplina sul governo dei prodotti, ha cercato di eliminare, o, quantomeno, di attenuare fortemente, i richiamati aspetti. Pur tuttavia, nel par. 1.1 della Sezione Seconda si è mostrato che anche la più recente versione della disciplina MiFID presenta una serie di aspetti da migliorare e che i presidi oggi esistenti siano auspicabilmente aggiornati anche nell'ottica di una sempre maggiore omogeneità applicativa della normativa nei singoli Stati membri.

L'adeguamento delle disposizioni in materia, risulta inderogabile anche perché dal momento in cui è stata emanata e poi è entrata in vigore la seconda versione

83 COMANA, *op. cit.*, pp. 176 e ss.

84 Le divergenze persistenti negli approcci di vigilanza delle Autorità competenti per la trasparenza e correttezza dei comportamenti nei tre paesi, sarebbero dovuti, a parere di alcuni autori, al fatto che ciascuna Autorità nel tempo ha sviluppato proprie modalità di supervisione.

85 Come notato nel par. 4 della Sezione Prima, l'elevato livello di frammentazione della declinazione delle regole di condotta nei singoli Stati membri è anche conseguente alla stratificazione normativa e alla presenza di più soggetti (Legislatore europeo, ESMA, Legislatore nazionale e Authority nazionali); ciò rappresenta uno dei principali fattori alla base della eterogeneità applicativa della disciplina in ambito europeo.

della MiFID, i mercati hanno subito profonde evoluzioni; inoltre, gli scenari prospettici sono in continua evoluzione e saranno ragionevolmente influenzati da un crescente peso dei canali digitali nella distribuzione dei prodotti finanziari, da repentini e inaspettati cambiamenti ambientali e climatici, da progressive evoluzioni degli equilibri geo-politici internazionali e dagli strascichi della recente pandemia.

Per quanto rileva ai fini del presente lavoro, tali fattori stanno incidendo in modo sempre più marcato nel processo di selezione dei prodotti finanziari da parte del risparmiatore *retail*⁸⁶. In tale contesto, assicurare il buon funzionamento delle regole di condotta – che richiede inevitabilmente standard adeguati di profilatura del prodotto –, costituisce un presidio fondamentale volto ad arginare fenomeni di *mis-selling*, che minano irrimediabilmente la fiducia del risparmiatore. Proprio con lo scopo di favorire la più elevata partecipazione possibile al mercato finanziario e per incrementare l'afflusso di disponibilità finanziarie rinvenienti da parte degli investitori *retail*, nel momento in cui si scrive, sono allo studio alcune soluzioni in ambito europeo volte ad aggiornare e semplificare i presidi esistenti.

Sul punto, è sempre più vivo il dibattito su una nuova configurazione delle regole di appropriatezza e di adeguatezza. Tra le diverse attività poste in essere a livello europeo per aggiornare l'attuale configurazione delle due regole, particolare rilievo rivestono le consultazioni avviate nell'ambito della *retail investment strategy* della Commissione Europea⁸⁷.

Nell'ambito delle nuove possibili configurazioni delle citate regole, qualsiasi esse saranno, occorrerà comunque attribuire la giusta rilevanza ad entrambi i pilastri che ne garantiscono il corretto funzionamento ai fini della prevenzione dai rischi di *mis-selling*, ovvero la profilatura della clientela e la mappatura dei prodotti.

Per tale ultimo ambito, nel par. 1 della Sezione Prima è stato notato che l'elevata discrezionalità riconosciuta dalla disciplina eurounitaria vigente in ordine alle metodologie in uso presso i singoli operatori ai fini della mappatura dei prodotti, comporta una serie di conseguenze indesiderate, che, nel complesso, incidono negativamente sulla fiducia riposta dal risparmiatore nel mercato, impattando, per tale via, in maniera irrimediabile, sul livello di partecipazione degli investitori *retail* al mercato dei capitale.

In particolare, l'assenza di previsioni normative volte a favorire la condivisione pubblica dei dati di mappatura dei prodotti per singolo distributore rende difficoltoso, per ciascun operatore di mercato, comparare le proprie metodologie interne – e, quindi, i valori attribuiti ai singoli parametri di profilatura – con quelle in uso presso altri player.

86 Come evidenziato dal rapporto Capital Market Review Italy 2020, la scarsa capacità dell'investitore medio di scegliere in modo adeguato i prodotti in cui impiegare le proprie disponibilità, costituisce peraltro una rilevante penalizzazione per l'intero sistema economico e finanziario, in quanto limita fortemente la possibilità di coinvolgere i piccoli risparmiatori in mercati sinora riservati ai clienti professionali e comunque verso i mercati azionari.

87 Come chiarito nel par. 1.2 della Sezione Seconda, sembrerebbe che sia volontà della Commissione rivedere l'attuale modello, attraverso l'introduzione di una valutazione del tipo "*one-size-fits-all*", che travalichi i confini attualmente previsti dalle discipline MiFID e IDD. Inoltre, la proposta prevedrebbe una possibile portabilità tra i diversi intermediari del profilo e dell'asset allocation del cliente; ciò aprirebbe la strada ad una maggiore uniformità nelle modalità di determinazione dei profili del cliente tra i diversi player di mercato.

La mancata condivisione pubblica di tali dati va poi direttamente ad incidere sulla tempestività delle attività di verifica ex post dell'operato del singolo operatore, in quanto rende arduo il riscontro della corretta valorizzazione dei parametri di profilatura attribuiti ai prodotti commercializzati alla clientela *retail*.

Non sembra, però, che il mercato possa, da solo, e spontaneamente, giungere a colmare nel tempo tali lacune, adottando metodologie comuni e largamente condivise. Tuttavia, nel par. 1.5 della Sezione Prima è stato evidenziato che qualche timido segnale in questa direzione sembra emergere nelle più recenti esperienze, soprattutto a seguito dell'introduzione della disciplina in materia di product governance. Tale disciplina, sebbene sia notevolmente più dettagliata rispetto alle clausole generali in materia di regole di condotta, non risulta però sufficiente ad assicurare un adeguato presidio sul prodotto.

Le pur articolate regole in materia di product governance introdotte da MiFID II prevedono difatti una mappatura del prodotto sostanzialmente finalizzata ad individuare il *target* di clientela - da parte del produttore, prima, e del distributore, poi - che, per tale motivo, può difficilmente tener conto della situazione specifica del cliente, quale, tipicamente, la propensione alle diverse articolazioni di rischio.

Di converso, le clausole generali in materia di regole di condotta - e, in special modo, la regola di adeguatezza -, trovano, a loro volta, applicazione nella fase terminale del processo distributivo e si compongono di una pluralità di controlli finalizzati a verificare che le caratteristiche del prodotto siano effettivamente in linea con il profilo del singolo cliente. Ciò comporta che, per un medesimo prodotto, la profilatura operata nell'ambito della valutazione di adeguatezza presenti un più elevato livello di dettaglio rispetto alla profilatura realizzata al fine di ottemperare alle previsioni in materia di product governance.

Le profilature compiute nel rispetto delle due menzionate discipline, dunque, pur ponendosi su piani differenti, risultano strettamente interconnesse ai fini del presidio sul prodotto: in sede di test di adeguatezza l'intermediario dovrà difatti riscontrare se il prodotto individuato a monte - attraverso le attività di definizione del mercato target, poste in essere nel rispetto delle prescrizioni in materia di product governance -, sia, poi, a valle del processo distributivo, effettivamente in linea con il profilo del singolo cliente.

Per ovviare alle diverse problematiche emerse nel corso della trattazione, nel par. 3 della Sezione Seconda si sono quindi avanzate delle proposte, che, incanalandosi nel solco tracciato da tali esperienze di mercato, vanno nella direzione di una più elevata omogeneizzazione delle metodologie di profilatura adottate dai singoli operatori di mercato. Ciò mediante l'individuazione di un set standardizzato di dati e delle informazioni di profilatura del prodotto e la successiva condivisione di tale set per il tramite della costituenda piattaforma ESAP, anche ricorrendo all'ausilio dei motori di IA.

Le menzionate proposte consentirebbero di ovviare ad una pluralità di problematiche. Da un lato, gli operatori di mercato potrebbero utilizzare il set di dati di

profilatura disponibili nella piattaforma ESAP per comparare *ex ante* i parametri di profilatura di un dato prodotto -determinati attraverso le proprie metodologie interne -, con quelli di altri competitor.

Dall'altro, la migliore reperibilità di dati di profilatura dei prodotti consentirebbe alle funzioni di controllo interno delle imprese di investimento ed alle Autorità di vigilanza preposte di porre in essere più agevolmente verifiche *ex post* in ordine alle modalità di profilatura dei prodotti da parte dei distributori. Ciò contribuirebbe anche alla più facile emersione ed individuazione tempestiva di possibili fenomeni opportunistici, fattore essenziale per prevenire sul nascere fenomeni di *mis-selling*.

Nel complesso, la condivisione di un set standardizzato di dati e informazioni di mappatura dei prodotti attraverso la piattaforma ESAP, potrebbe favorire il processo di omogeneizzazione delle prassi di mercato in ordine alle metodologie di determinazione dei parametri di profilatura, contribuendo, per tale via, ad una più elevata uniformità applicativa della disciplina e a più elevati livelli di tutela offerti al risparmiatore *retail*.

Bibliografia

- AFM, *Guidance on the duty of care in (semi)automated portfolio management*, 2018
- AFM, *Annual report*, 2020, reperibile all'indirizzo <https://www.afm.nl/en/nieuws/2021/april/jaarverslag-2020>
- AMOROSINO S., RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004.
- AMF, *Rapport annuel*, 2003, disponibile all'indirizzo amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/rapport_annuel/rapport_annuel_amf/Rapport%20annuel%20AMF%202003%20-%20Preamble.pdf
- AMF, *Study of the rules implemented by banks for matching client profiles with products as part of an investment advisory service*, maggio 2020
- AMF, *Summary of spot inspections on compliance with MiFID II suitability provisions*, marzo 2021
- AMF, *Household savings newsletter n. 45*, novembre 2021
- ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, Rivista delle Società, fasc.4, 1 AGOSTO 2018
- ANNUNZIATA F., *MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law*, in R. D'AMBROSIO – S. MONTEMAGGI (eds.), *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia, 2020
- ANNUNZIATA F., *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni (November 19, 2021)*, European Banking Institute Working Paper Series 2021 - n. 106, 2021, reperibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3966980> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3966980>
- ANOLLI M., PERRONE A., *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in Riv. dir. banc., 2020
- ANTONUCCI A., *I contratti di mercato finanziario*, Pisa, 2018
- ARRONDEL L., HAUPT M., MANCEBÓN M., NICOLINI G., WÄLTI M., et al., *Financial Literacy in Western Europe*, 2020, reperibile all'indirizzo <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-03243830/document>.
- BAFIN, *Annual report*, 2020

- BANQUE DE FRANCE, *Annual report 2017*, June 2018
- BANQUE DE FRANCE, *Financial stability review. Non-bank finance: Trends and challenges*, Aprile 2018
- BANCA D'ITALIA, *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 588
- BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2021*, reperibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2021/rel_2021.pdf
- BANCA D'ITALIA, *Appendice alla Relazione annuale 2021*, reperibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2021/app_2021_totale.pdf
- BARTELENA A., *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di CERA-PRESTI, vol. I, Bologna, 2020.
- BATSAIKHAN U. e DEMERTZIS M., *Financial literacy and inclusive growth in the European Union*, Bruegel Policy Contribution, 2018
- BEUC, *The price of bad advice*, 2018, reperibile all'indirizzo web https://www.beuc.eu/publications/beuc-x-2018-055_the_price_of_bad_advice.pdf
- BIANCHINI M., GASPARRI G., RESTA G., TROVATORE G., ZOPPINI A. (a cura di), *Gli sviluppi tecnologici del diritto societario*, CONSOB, Quaderni giuridici, maggio 2022.
- BOOT ARNOUD W. A., HOFFMANN P., LAEVEN L., RATNOVSKI L., *Financial intermediation and technology: What's old, what's new?*, ECB Working Paper, No. 2438, ISBN 978-92-899-4081-8, 2020, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M., <https://doi.org/10.2866/73816>
- BRENNCKE M., *Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules, Arts 21-30 MiFID II* (August 6, 2017), Forthcoming in Lehmann/Kumpan (eds.), *Financial services law: a commentary*, Beck/Hart/Nomos 2017, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3014392>
- BUSCH D., *The Future of EU Financial Law*, EBI Working Paper Series, 2021, no. 93
- CARATELLI M., GIANNOTTI C., LINCiano N., SOCCORSO P., *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori*, in CONSOB, Quaderno FinTech n.6 dicembre 2019
- COMANA M. et al., *The MiFID II Framework*, Springer Nature Switzerland AG, 2019 (https://doi.org/10.1007/978-3-030-12504-2_7)
- COLOMBO C., *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in V. TROIANO – R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Padova, 2016.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Towards a thriving data-driven economy*, Bruxelles, 2014, COM (2014) 442 final

- COMMISSIONE EUROPEA, *Factual summary report Public consultation on an EU strategy for retail investors*, Ref. Ares(2022)1435733, 25/02/2022, disponibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12755-Retail-Investment-Strategy/public-consultation_en
- COMMISSIONE EUROPEA, *Targeted consultation on options to enhance the suitability and appropriateness assessments*, 2022, reperibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2022-suitability-appropriateness-assessments-consultation-document_en.pdf
- CONSOB, *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*, 2021
- CONSOB, *Relazione annuale 2021*, reperibile all'indirizzo <https://www.consob.it/documents/1912911/1997967/ra2021.pdf/0685b71e-baf0-9285-e68c-325e9c00144e>
- CONSOB, *Piano Strategico 2022-2024*, reperibile all'indirizzo <https://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/piano-strategico>
- COSTA S., *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020
- DELLA NEGRA F., *I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto*, in Banca, borsa e tit. cred., V, 2020
- DELLA TOMMASINA L., *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, in Banca, borsa e tit. cred., 2021, II
- DI NELLA L., *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in V. TROIANO – R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Padova, 2016
- EBA-ESMA-EIOPA, JC-2013-77, *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes*, 2013
- ESMA, 2016-584, *MiFID Suitability Requirements Peer Review Report*, 2016
- ESMA, 42-111- 4653, *Follow-up Report to the Peer Review on MiFID Suitability Requirements*, 2018
- ESMA, 35-43-2748, *Results of the 2020 Common Supervisory Action (CSA) on MiFID II suitability requirements*, 2021
- ESMA, 35-43-349, *Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, 2021
- ESMA, *Consultation Paper on Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, pubblicato nel gennaio del 2022, reperibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-review-MiFID-ii-suitability-guidelines>

- ESMA, 50-165-2193, *Key Retail Risk Indicators for the EU single market*, 2022 reperibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2193_trv_article_key_retail_risk_indicators_for_the_eu_single_market.pdf
- ESMA, 35-43-2998, *Consultation Paper on Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 2022
- ESMA, 35-43-3112, 13 Aprile 2022, reperibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3112_letter_to_ec_on_MiFID_suitability_consultation.pdf
- EVERETT. M, DE HAAN J., JANSEN D.-J., MCQUADE P., SAMARINA A., *Mortgage lending, monetary policy, and prudential measures in small euro-area economies: Evidence from Ireland and the Netherlands*, Rev Int Econ, 2021; 29: 117– 143. <https://doi.org/10.1111/roie.12506>
- FALCONE G., GRECO G.L.-ROTONDO G., *La responsabilità nella prestazione dei servizi di investimento*, Milano, 2004
- FLUET C., *La protection du consommateur de produits financiers: quel rôle pour les recours en réparation d'un préjudice?*, Revue d'économie financière, 2018/1 N° 129, pages 177 à 192, DOI 10.3917/ecofi.129.0177, reperibile all'indirizzo <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2018-1-page-177.htm>
- FRANKE G., MOSK T. E SCHNEBEL E., *Fair Retail Banking: How to Prevent Mis-selling by Banks*, reperibile all'indirizzo <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:352-0-424172>, White Paper No. 39 SAFE: Sustainable Architecture for Finance in Europe Konstanzer Online-Publikations-System (KOPS), Goethe University, 2016
- FRANZA E., *La product intervention del mondo MIFID II/MIFIR*, «Il diritto dell'economia» Articoli e saggi issn 1123-3036, anno 65, n. 98, 1, 2019
- GENOVESE A., FALCE V., (a cura di), CONSOB, *Quaderni FinTech*, Aprile 2021
- GUARRACINO F., *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. product intervention)*, in V. TROIANO – R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Padova, 2016
- LA ROCCA G., *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, in Banca, borsa e tit. cred., IV, 2021
- MAFFEIS D. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, in Quaderni di Banca Borsa e Titoli di Credito, n. 38, 2014
- MAGGINI P., *Mezzi elettronici, Sdir, Storage, Siti Internet e Punti di Accesso Centralizzati per le Informazioni Finanziarie tra disciplina attuale e prospettive future*, in CA-NEPA A., GRECO G., AMMANNATI L., MINNECI U. (a cura di), *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali*, Torino, 2021
- MAGGIOLLO M., *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012

- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, DIPARTIMENTO DEL TESORO, *Libro Verde su: La competitività dei mercati finanziari italiano a supporto della crescita*, 2022
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, OECD/INFE international survey of adult financial literacy competencies, October 2020
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *Capital Market Review Italy 2020*, Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers, <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy.htm>
- PAGLIANTINI S., *Nullità virtuali di protezione?*, in *I contratti*, 2009
- PAUL S., SCHROEDER, N. E SCHUMACHER S., *MiFID II/MiFIR/PRiIPs Regulation Impact Study: Effectiveness and Efficiency of New Regulations in the Context of Investor and Consumer Protection*, 2019
- PERRONE A., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005
- PERRONE A., *Distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione*, in MARTORANO - DE LUCA, *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Milano, 2008
- PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2015
- PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, I
- RESCIGNO M., *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di Cera-Presti, vol. I, Bologna, 2020
- RIMINI E., *Le regole di condotta*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di Cera-Presti, vol. II, Bologna, 2020
- RUET L., *Prestataires de services d'investissement, responsabilité civile, Ordres de bourse*, Dictionnaire Bourse et produits financiers, 2018
- SALERNO M. E., *Sul contenuto e la forma della valutazione di adeguatezza delle operazioni in strumenti finanziari e dei relativi obblighi informativi nella disciplina pre-MiFID*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, II
- SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004
- SCIARRONE ALIBRANDI A. E MALVAGNA U., *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2019
- SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2018
- SICLARI D., *La consulenza "indipendente" prevista dalla MiFID II alla prova dei fatti*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Padova, 2016

- SVETIEV Y. E OTTOW A., *Financial Supervision in the Interstices Between Private and Public Law*, *European Review of Contract Law*, vol. 10, no. 4, 2014
- TROIANO V., *La product governance*, in V. TROIANO – R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Padova, 2016
- WALLINGA M., *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, *Studies in European Economic Law and Regulation*, 2020, https://doi.org/10.1007/978-3-030-54001-2_4
- ZITIELLO L. (a cura di), *MiFID. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2008

Recenti pubblicazioni

- 28** – aprile 2023
Quaderni giuridici La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore
F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi
con prefazione di A. Sciarrone Alibrandi
- 27** – marzo 2023
Quaderni giuridici Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?
Atti del convegno ACF – ANSPC – Sapienza Università di Roma
Roma, Auditorium CONSOB, 24 ottobre 2022
- 26** – febbraio 2023
Quaderni giuridici Autorità indipendenti, anticorruzione e *whistleblowing*: le questioni aperte
Atti del convegno CONSOB – AGCM – Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma, Auditorium CONSOB, 14 ottobre 2022
- 25** – gennaio 2023
Quaderni giuridici Tokenizzazione di azioni e azioni *tokens*
P. Carrière, N. de Luca, M. de Mari, G. Gasparri, T.N. Poli;
con presentazione di A. Stagno d'Alcontres
- 11** – novembre 2022
Discussion papers Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza
Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani
F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso
- 89** – settembre 2022
Quaderni di finanza Attitudine alla pianificazione finanziaria delle famiglie italiane
M. Brunetti, R. Ciciretti, M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 24** – giugno 2022
Quaderni giuridici Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale:
una ricerca per un nuovo tipo di emittente
D. Colonnello, E.R. Iannaccone, G. Mollo, M. Onza; con prefazione di R. Sacchi
- 23** – maggio 2022
Quaderni giuridici Gli sviluppi tecnologici del diritto societario
a cura di
M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini
- 10** – luglio 2021
Discussion papers L'industria del post-trading
S.G. Lo Giudice

- 9** – gennaio 2021
Discussion papers
Le OPA in Italia dal 2007 al 2019
Evidenze empiriche e spunti di discussione
F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener
- 22** – ottobre 2020
Quaderni giuridici
The Prospectus Regulation
The long and winding road
S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale introduced by Carsten Gerner-Beuerle
- 88** – novembre 2019
Quaderni di finanza
Who intends to become financially literate?
Insights from the Theory of Planned Behaviour
F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita
- 21** – settembre 2019
Quaderni giuridici
A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018
- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici
La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici
Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici
Nuovi strumenti di politica industriale
per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo
- 7** – ottobre 2018
Position papers
La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia
dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 17** – settembre 2018
Quaderni giuridici
Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati
in società quotate e in altri fondi
S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr
- 87** – settembre 2018
Quaderni di finanza
Boardroom gender diversity and performance
of listed companies in Italy
G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano
- 16** – febbraio 2018
Quaderni giuridici
Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs
Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi
Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017