

AUTONOMIA ED ETERONOMIA NEL SISTEMA DEI PRODOTTI FINANZIARI  
(TRASPARENZA VS. TIPIZZAZIONE)

di MICHELE DE MARI

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
«*IL DIRITTO COMMERCIALE EUROPEO DI FRONTE ALLA CRISI*»

ROMA, 29 – 30 GENNAIO 2010

---

AUTONOMIA ED ETERONOMIA NEL SISTEMA DEI PRODOTTI FINANZIARI  
(TRASPARENZA VS. TIPIZZAZIONE)

di MICHELE DE MARI

*Sommario: 1. Argomento. – 2. Autonomia privata e trasparenza informativa nell'ordinamento dei prodotti finanziari. – 3. Gli effetti della crisi finanziaria del 2007 sulla disciplina di trasparenza dei prodotti finanziari: trasparenza vs. tipizzazione. – 4. L'art. 95, co. 4°, TUF tra connotazione e tipizzazione regolamentare dei prodotti finanziari. – 5. I controlli della Consob sui prodotti tipizzati. – 6. Conclusioni. –*

*1. Argomento*

Il senso e lo scopo di questo intervento vuole essere quello di proporre un primo contributo di studio e di analisi su quella che nell'ordinamento degli strumenti e dei prodotti finanziari – che vive di continua innovazione – sembra essere una possibile (e rinnovata) antinomia di principio tra due sistemi di valori, tra due diverse visioni attraverso le quali si cerca di amministrare il rischio di atipicità degli strumenti e dei prodotti finanziari, generato dalla stessa autonomia privata applicata, appunto, all'innovazione finanziaria. Da un lato, l'idea della *trasparenza dell'informazione finanziaria* che sin dagli albori, nelle sue diverse sfaccettature, domina in questo settore (tanto con riferimento agli emittenti quanto agli intermediari del mercato mobiliare); dall'altro, quella della *connotazione e/o della tipizzazione regolamentare del contenuto* di determinati strumenti e prodotti finanziari, che da ultimo fa il suo ingresso grazie ad una disposizione eccentrica di matrice domestica (art. 95, co. 4°, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 “TUF”), frutto dell'occasione del momento, originatasi, peraltro, anch'essa nell'alveo della trasparenza informativa.

Nonostante le specifiche contingenze della c.d. «stagione del risparmio tradito», alle quali – come si dirà – si deve l'introduzione della nuova norma nel nostro ordinamento, questa stimola suggestioni e riflessioni che vanno oltre quell'occasione e non si appagano della mera esegesi del dettato normativo e anzi, in tempi di crisi finanziaria, presentano una valenza di sistema di ben più ampio respiro.

Nell'ambiente *post* esplosione della crisi finanziaria del 2007, dove non si è esitato a parlare di «*titoli tossici*» e di strumenti derivati come «*armi di distruzione di massa*» (definiti così da Warren Buffet, uno dei guru più ascoltati di *Wall Street*) e dove si è sottolineato come questi (insieme ad altri prodotti finanziari), nonostante la robusta disciplina sulla trasparenza, siano stati allocati nelle mani di investitori finanziariamente poco avvertiti che non ne hanno ben compreso le caratteristiche, si rinverdisce in termini nuovi il dibattito (che per la verità aveva già animato la dottrina giuridica italiana negli anni 70–80 del secolo scorso) sulla contrapposizione tra controlli di tipicità e legittimità e controlli di trasparenza sui prodotti finanziari; dibattito poi sopitosi, quando, anche da noi, si elesse a strumento normativo di tutela l'*informazione*, o meglio la *trasparenza dell'informazione* relativa ai valori mobiliari (l. 7 giugno 1974, n. 216; l. 23 marzo 1983, n. 77).

Le nuove disposizioni sembrerebbero prefigurare, accanto al tradizionale controllo amministrativo di trasparenza sugli strumenti e sui prodotti finanziari, quello di conformità/tipicità, almeno con riferimento agli strumenti e ai prodotti individuati nelle disposizioni in discussione. Al di là dei limiti esibiti dal nuovo dettato normativo (su cui *infra* § 4), sullo sfondo campeggia l'idea che i poteri pubblici possano, almeno in una certa misura (e con specifico riferimento a certi prodotti), incidere sulla libertà di innovazione finanziaria, la quale, come si sa, nel consentire la diffusione sul mercato di prodotti talora estremamente complessi e opachi, è stata (ed è tuttora) uno dei tasselli critici intorno ai quali ruota la soluzione della crisi finanziaria dell'estate del 2007.

La disciplina di trasparenza a protezione degli investitori (da osservarsi da parte degli emittenti e degli intermediari in fase di offerta e primo collocamento nonché di circolazione successiva degli strumenti finanziari) ha mostrato talora di non essere da sola sufficiente per tutelare al meglio gli investimenti di natura finanziaria. Non sembra parimenti che la tecnica tipizzatoria, tra l'altro di difficile attuazione pratica, associata a controlli amministrativi preventivi, possa eliminare, in uno con il rischio di atipicità, anche il rischio economico proprio degli investimenti finanziari; rischio, quest'ultimo, che, proprio perché connaturato all'investimento finanziario, non appare in quanto tale neutralizzabile. Il problema è allora quello di pensare a forme di effettiva guida e supporto all'investimento che – oltre la trasparenza e al di là di illusorie ipotesi di conformazione regolamentare dei prodotti finanziari – indichino o valorizzino altre strade per una migliore tutela degli investitori.

## 2. *Autonomia privata e trasparenza informativa nell'ordinamento dei prodotti finanziari*

2.1. Il dato normativo successivo alla riforma delle società di capitali del 2003 e al recepimento nel nostro ordinamento della disciplina MiFID (direttive n. 2004/39 e n. 2006/73) e della direttiva n. 2003/71 sul prospetto sembra condurre – con riguardo alla categoria dei prodotti finanziari (nella quale, come si sa, ricadono “a cascata” gli strumenti finanziari e i valori mobiliari) – più nella direzione della *libertà* che nel senso dell'*autorità*.

Questo postulato, del quale si cercherà di dimostrare la fondatezza, si riferisce naturalmente al *contenuto* dei prodotti finanziari e segnatamente alla possibilità, alla *libertà* dei privati di determinare e modellare tale contenuto nei limiti consentiti dalla legge.

Al contrario, i fenomeni della raccolta presso il pubblico di finanziamenti e/o investimenti realizzata attraverso la vendita o la sottoscrizione di prodotti finanziari («*offerta al pubblico*») ovvero dell'impiego del risparmio in attività finanziarie attraverso il ricorso ai servizi di investimento prestati dagli intermediari del mercato mobiliare, aventi ad oggetto strumenti finanziari («*servizi e attività d'investimento*»), presentano caratteri in cui prevale decisamente l'*autorità* sulla *libertà*: alla libertà di innovazione finanziaria e, quindi, di costruzione dei prodotti secondo le tecniche della c.d. «*ingegneria finanziaria*» corrisponde una forte *amministrativizzazione* e *tipizzazione* delle forme attraverso le quali quegli stessi prodotti e strumenti vengono offerti, collocati e negoziati.

La disciplina del TUF, risultante dalle direttive MiFID, offre, come si diceva, un quadro dal quale emerge che la categoria dei prodotti finanziari e dei suoi sottoinsiemi (strumenti finanziari e valori mobiliari) costituisce una fattispecie *aperta* nella quale l'*autonomia privata* trova spazio, potendo i privati creare nuovi prodotti finanziari e varianti di tipologie già esistenti, nei limiti, si intende, del rispetto del canone della meritevolezza degli interessi che il prodotto finanziario (o il negozio giuridico che ne è “monte”) deve comunque

realizzare e tenuto conto che i rischi dell'atipicità sono temperati dalla normativa informativa di protezione e dai controlli pubblicistici, previsti dallo stesso TUF, a favore anche degli investitori terzi estranei rispetto al rapporto che ha dato luogo all'emissione dello strumento finanziario [cfr. SALANITRO N., 2009, 4 ss.].

Giova infatti sottolineare che la «invenzione» di nuovi strumenti finanziari può dar luogo anche alla «creazione» di nuovi tipi di negozi sottostanti dai quali lo strumento (che ne è la risultante) è originato, là dove l'atipicità dello strumento implichi una variazione della natura causale del negozio giuridico fondativo sottostante. Si pensi, per limitarsi ad un solo esempio, alle cc.dd. «*obbligazioni strutturate*», le quali, come si sa, subordinano il rimborso (oltre che la remunerazione) del capitale prestato all'andamento di valore di prodotti finanziari, di valute, di merci e relativi indici ovvero al verificarsi di determinati eventi o condizioni. Ebbene se si opina – come sembra corretto – che alla base delle obbligazioni societarie vi sia un contratto di mutuo (arg. ex art. 2415, co. 1°, n. 2, c.c.) e, quindi, che il rimborso del capitale costituisca un elemento essenziale della fattispecie, allora non si può non osservare come, attraverso la tipizzazione delle «*obbligazioni strutturate*», nelle quali il rimborso è solo eventuale, si snatura la causa mutuataria e si crea un nuovo tipo di negozio sottostante con causa verosimilmente aleatoria.

L'art. 1, co. 1°, lett. u), TUF dice che per «*prodotti finanziari*» si intendono gli «*strumenti finanziari e ogni altra forma d'investimento di natura finanziaria*», dove il carattere non esaustivo della categoria risulta non solo dall'inciso «*ogni altra forma (...)*» ma dalla circostanza che alla classe dei prodotti finanziari appartiene quella degli «*strumenti finanziari*», nella quale rientrano quelle dei «*valori mobiliari*» e degli «*strumenti del mercato monetario*», che, in quanto categorie aperte, ampliano in modo indefinito le categorie superiori [LA ROCCA G., 2009, 137 ; SALAMONE L. – ONZA M., 2009, 576]. Che i «*valori mobiliari*» e gli «*strumenti del mercato monetario*» siano classi aperte risulta *per tabulas* dagli artt. 1, commi 1-bis e 1-ter, TUF, i quali, nell'individuare i requisiti della *negoziabilità* nel mercato dei capitali e della *normale negoziazione* nel mercato monetario come elementi indefettibili sul piano tipologico degli uni e degli altri, puntualizzano espressamente che l'elencazione delle categorie di valori e di strumenti contenuta nei medesimi commi è solo *esemplificativa*.

Tra i «*valori mobiliari*» la portata esemplificativa dell'elencazione è ulteriormente rafforzata dalla circostanza che la norma, accanto alla menzione degli archetipi tradizionali (azioni, obbligazioni), non manca di specificare che sono altresì valori mobiliari gli «*altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti (...)*» e gli «*altri titoli di debito*» nonché «*qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o vendere i valori mobiliari indicati nelle precedenti lettere*». Il che lascia ampio spazio alla creazione di titoli atipici destinati al mercato dei risparmiatori [MARTORANO F., 2002, 41 ss].

Anche con riguardo agli «*strumenti finanziari derivati*» (art. 1, co. 3°) sembra potersi affermare che si tratti di fattispecie *aperta*, in quanto il legislatore, muovendo dai diversi archetipi normativi dallo stesso disegnati (art. 1, co. 2°, lett. d – lett. e-g – lett. h-j), rinvia all'autonomia privata e all'innovazione finanziaria per la concreta determinazione delle specifiche figure di contratti derivati. Al di là delle indicazioni contenute nelle singole lett. da d a j, devono infatti essere comunque ascritti alla categoria degli strumenti finanziari derivati tutti «*gli altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure diversi da quelli indicati nelle lettere precedenti (...)* se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, ovvero se sono compensati o eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami dei margini».

Conviene altresì osservare che, se è vero che l'elencazione esemplificativa di tipologie di strumenti finanziari non esaurisce il *genus* strumenti finanziari, è anche da dire però che detta *esemplificazione* ha il suo significato e la sua rilevanza; l'innovazione finanziaria si muove infatti intorno ai calchi normativi delle azioni (2346, commi 1° e 4°, 2348, 2350 e 2351 c.c.), delle obbligazioni (art. 2411, commi 1° e 2°, c.c.), dei cc.dd. strumenti finanziari ibridi (art. 2346, co. 6°, 2349, co. 2°, 2351, co. 5°, 2411, co. 3°, c.c.) e dei contratti derivati (art. 1, co. 3°, TUF, art. 1322 c.c.), in ordine ai quali già il codice civile riconosce autonomia ai privati, e intorno a questi (e sulla base della disciplina speciale di protezione dell'investitore) costruisce varianti e nuove tipologie [sul rapporto tra strumenti finanziari e titoli di credito di massa, cfr. per tutti SALANITRO N., 2009, 1 ss., specif. 6 ss.].

In questo settore l'autonomia si manifesta altresì con la facoltà dei privati di chiamare con lo stesso *nomen* giuridico prodotti che hanno contenuto diverso (o meglio, prodotti che, nell'ambito di categorie diverse appartenenti allo stesso genere, attribuiscono diritti diversi ai loro possessori) ovvero di dare denominazioni nuove a prodotti nuovi, senza che talora la denominazione permetta un'agevole connotazione del prodotto. Il che naturalmente non rende facile ed immediato, soprattutto per l'investitore privo di particolari competenze al riguardo, abbinare a certi strumenti o prodotti un determinato contenuto tipico.

Il principio di autonomia nell'innovazione finanziaria non appare scalfito neppure (anzi risulta confermato) dal disposto dell'art. 18, co. 5°, TUF, a norma del quale «*il Ministero dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, può individuare, al fine di tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività d'investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività*» (v. nello stesso senso, con specifico riferimento ai contratti derivati, l'art. 1, co. 2-bis, TUF). La facoltà attribuita al Ministero di individuare nuovi strumenti finanziari non preclude infatti la libertà dei privati di emettere strumenti finanziari atipici ma anzi depone per l'ammissibilità dell'atipicità degli strumenti finanziari: il Ministero «*al fine di assicurare l'aggiornamento dell'elenco degli strumenti finanziari*» può recepire, in proprie disposizioni, tipi sociali diffusi nella prassi e non ancora regolamentati <sup>(1)</sup>.

È non è privo di significato, nel senso della libertà di emissione dei privati, che la Banca d'Italia possa chiedere dati e informazioni periodiche a chi emette o offre strumenti finanziari, con la precisa finalità di «*acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari*» (art. 129, D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, "TUB").

2.2. Coerentemente con il principio di «*autonomia*» nella creazione di prodotti finanziari e nell'ottica di presidiare il rischio di atipicità di strumenti finanziari destinati alla circolazione, si è mosso, sin dagli albori, il legislatore comunitario e interno, abbracciando la filosofia della c.d. «*trasparenza*».

Pur non essendo mancate interpretazioni, promananti dalla stessa autorità di vigilanza dei mercati finanziari, che propendevano, di fronte al fiorire dei cc.dd. titoli atipici, per un controllo di tipicità/legittimità sul contenuto del titolo [cfr., con dovizia di particolari e in senso critico, FERRARINI G., 1993, 156 ss.], l'impostazione normativa di fondo riposava (e riposa) sull'idea che l'autonomia privata è libera di creare prodotti nuovi e atipici e di offrirli

---

<sup>(1)</sup> Cfr. ad esempio il Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 2 marzo 2007, n. 44, che, prima del recepimento della MiFID nel TUF, stabilì che sono «*strumenti finanziari derivati, ai sensi e per gli effetti del Tuf, i contratti e gli strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito*» (v. ora art. 1, co. 2°, lett. h, TUF).

al pubblico ma che i destinatari dell'offerta devono disporre di tutte le informazioni, in ordine all'emittente e al prodotto finanziario offerto, affinché possano pervenire ad un fondato e consapevole giudizio (anche in termini di rischio/rendimento) sull'opportunità di effettuare l'investimento. Tutto ciò si realizzava (e si realizza) attraverso controlli amministrativi e, più tecnicamente, mediante la «pubblicazione» del prospetto ovvero, a seconda della tipologia del prodotto offerto, mediante il suo semplice «deposito» presso la Consob: si elegge appunto a strumento normativo di tutela la «informazione» o meglio la «trasparenza» dell'informazione concernente i prodotti finanziari.

In questa prospettiva si è detto, in termini persuasivi e ancora attuali, che «*la tutela del risparmio non deve trascorrere nella neutralizzazione pubblica del rischio di impiego (...). Necessario ed adeguato mezzo di tutela – in un ordinamento la cui costituzione materiale dà ancora spazio alla libertà d'iniziativa economica – è quello di mettere il risparmiatore in grado di prevedere il rischio non già di socializzarlo. Socializzare i rischi è opera di previdenza, non di tutela del risparmio*» [SPADA P., 1986, 22]. La normativa comunitaria non indulge, neppure in tempi di crisi finanziaria, verso tentazioni di tipizzazione autoritativa dei prodotti e di limitazione dell'autonomia dei privati, ancorché non manchino, come si vedrà, spinte in questa direzione; si conferma insomma la logica della «trasparenza del prodotto».

In realtà la *disclosure* sul prodotto prescinde dalla valutazione della situazione finanziaria del singolo investitore: quando si tratta di operazioni di offerta standardizzate, seriali e «*disintermediate*», si mira a consegnare ai destinatari dell'offerta un'informazione finanziaria quanto più possibile completa ed esaustiva, incentrata sempre sul prodotto e non sulla verifica della «*appropriatezza*» o della «*adeguatezza*» di questo in relazione al profilo finanziario del cliente.

Anche da parte del nostro legislatore si è, tuttavia, ben presto preso atto (dalla l. 2 gennaio 1991, n. 1 in poi) che l'autodeterminazione finanziaria dell'investitore sulla base delle sole informazioni contenute nel prospetto è circostanza in concreto di difficile e rara attuazione; l'investitore deve perciò essere «guidato» e assistito da un intermediario che, proprio in ragione della natura finanziaria del prodotto (le cui caratteristiche restano talora incerte per l'investitore perfino dopo l'acquisto), assolve alla specifica funzione di rimuovere o quantomeno attenuare le cc.dd. asimmetrie informative esistenti tra chi emette il prodotto e chi quel prodotto intende acquistare.

Ma anche quando (e si tratta dell'*id quod plerumque accidit*) l'offerta al pubblico è «*intermediata*», ossia prende la forma (o la strada) del collocamento di strumenti finanziari, effettuato per il tramite di soggetti abilitati (art. 1, co. 1°, lett. t, TUF; art. 31, co. 3°, Regolamento Consob intermediari "RI"), e tale attività assume i contorni del rapporto di «*servizio*» tra il cliente al dettaglio e il collocatore – il cui contratto deve ora stipularsi obbligatoriamente per iscritto (art. 23 TUF e art. 37 RI) ed è remunerato, salvo eccezioni (art. 52 RI), direttamente dal cliente – passandosi così dalla logica del «*prodotto*» alla logica del modello relazionale intermediario–cliente, incentrata, come osservato, sul «*servizio*» reso all'investitore [SPADA L., 2009, 165 ss.; cfr. altresì Comunicazione Consob n. DIN/9019104 del 2 marzo 2009, in [www.consob.it](http://www.consob.it)], anche in tal caso, si diceva, il legislatore *post* MiFID non interviene al fine di neutralizzare il rischio economico proprio dell'investimento finanziario, attraverso un processo di standardizzazione amministrativa *a priori* degli strumenti finanziari «*buoni*» e di conseguente inibizione alla vendita di quelli considerati «*cattivi*» in quanto difforni dal modello tipizzato; configura la tutela

dell'investitore – secondo i modelli dell'*agency theory* – prescrivendo che l'intermediario «*serva al meglio l'interesse del cliente*» (art. 21, co. 1°, lett. a, TUF) <sup>(2)</sup>.

L'intermediario deve cioè valutare che il cliente abbia effettivamente compreso i rischi che lo strumento offerto comporta, avendo, a tal fine, l'*appropriato* livello di esperienza e conoscenza; senza che peraltro sia previsto un divieto di vendita dello strumento finanziario offerto quando questo non sia «*appropriato*», essendo incentrata la tutela del cliente sul diritto ad essere informato della «*inappropriatezza*» dello strumento offerto (art. 42 RI). La «*efficacia bloccante*» dell'operazione non è neppure prescritta nel caso di esito negativo del più approfondito *test* di «*adeguatezza*» (artt. 39, co. 6° e 40 RI), il quale, in virtù dell'abbinamento sistematico tra servizi d'investimento esecutivi e il servizio di consulenza <sup>(3)</sup>, deve in ogni caso essere svolto dall'intermediario anche quando sia prestato il servizio di collocamento, di negoziazione, di esecuzione di ordini per conto dei clienti <sup>(4)</sup>, salvo che per il caso di servizi prestati in modalità *execution only* (artt. 43-44 RI).

La stessa disciplina MiFID tuttavia è nel senso che l'intermediario collocatore o negoziatore si doti di presidi organizzativi che già *ex ante* e in astratto evitino modalità di commercializzazione idonee a indurre il cliente a privilegiare prodotti non appropriati o non adeguati (arg. *ex art.* 21, co. 1°, lett. d, TUF e art. 15 Reg. congiunto Consob – Banca d'Italia); e probabilmente è proprio questo uno degli aspetti da valorizzare per evitare le disarmonie dell'ultimo periodo nell'allocazione degli investimenti di natura finanziaria.

Se è vero (come ormai non pare più dubitabile) che la predisposizione di adeguate procedure organizzative non si configura solo come presidio di stabilità del sistema bancario e finanziario in genere, ma costituisce il presupposto necessario per la diligente esecuzione della prestazione verso il cliente e (a certe condizioni) immunizza l'intermediario da

---

<sup>(2)</sup> Come evidenziato dalla più attenta dottrina «*l'intermediario è infatti un "mandatario" (agent) del cliente, nel senso che il welfare di quest'ultimo dipende dalla condotta del primo: con la conseguenza che, quando l'agent dispone di maggiori informazioni e, pertanto, risulta costoso per il "mandante" (principal) controllarne la diligenza, sussiste per il mandatario un incentivo a perseguire il proprio interesse, anziché quello del principal, alla stregua di un "opportunismo ex post", comunemente identificato con l'espressione "azzardo morale" (moral azard)*» [PERRONE A., 2007, 57 ss.].

<sup>(3)</sup> Cfr. Prime Linee d'indirizzo Consob in tema di consulenza in materia di investimenti. Nuovo Regolamento Intermediari. Esiti della Consultazione, 30 ottobre 2007, in [www.consob.it](http://www.consob.it), dove si osserva che «*non è escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione per conto proprio) siano posti in essere senza essere accompagnati da consulenza. Tuttavia, nel caso, l'intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non "automatiche") il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente, integrando così la consulenza in materia di investimenti*».

<sup>(4)</sup> Ove l'operazione risulti inadeguata, l'intermediario è tenuto a «non consigliarla», dovendo procedere, per come è congegnata la fattispecie normativa *consulenza in materia d'investimenti* (art. 1, co. 5-*septies*, TUF), a formulare esclusivamente proposte d'investimento compatibili con le caratteristiche del cliente. Quando invece il cliente di propria iniziativa richiede l'esecuzione di una specifica operazione e le procedure dell'intermediario prevedano in ogni caso la valutazione della (autonoma) decisione d'investimento (c.d. «consulenza passiva») e detta valutazione dia esito negativo, al cliente va comunicata l'inadeguatezza dell'operazione e la circostanza che l'intermediario sconsiglia la stessa; l'investitore, tuttavia, può confermare la propria volontà di dare corso all'investimento (cfr. Delibera Consob n. 17077 del 25 novembre 2009, in [www.consob.it](http://www.consob.it)).

responsabilità amministrativa e civile [SCOGNAMIGLIO G., 2009, 20 ss.; DE MARI M., 2009, 62 ss.; INZITARI B., 2009, 1695 ss.], sembra allora che l'intermediario non possa esimersi a livello organizzativo (prima ancora, cioè, di effettuare in concreto la prestazione del servizio a favore del cliente finale) dal predisporre gli strumenti idonei per stabilire una diligente correlazione tra l'universo dei prodotti commercializzati (e presenti in catalogo) e le tipologie di clientela cui quei prodotti sono destinati.

Giova in proposito ricordare che il c.d. processo di «ingegnerizzazione» e di «distribuzione» degli strumenti finanziari deve essere adeguatamente presidiato per poter garantire che le caratteristiche dei prodotti creati e negoziati con la clientela siano effettivamente consoni alle esigenze di quest'ultima [v. l'analisi di TURI A. – ADRIA F., 2009, 323]. In particolare con riguardo ai prodotti innovativi e complessi, con componenti aleatorie, di non immediata valutazione per gli investitori, è stato sottolineato che «*devono essere definiti processi aziendali idonei a consentire, già in astratto, lo svolgimento di valutazioni circa le esigenze finanziarie che i prodotti che si decide di inserire nella propria offerta dovranno soddisfare. Così, in concreto, l'offerta di derivati over the counter (OTC) con espressa finalità di copertura dei rischi finanziari della clientela sarà preceduta da una accurata disamina che assicuri la coerenza dei prodotti OTC che si intendono inserire nel catalogo prodotti con tale finalità. La scelta di un determinato target di clientela, specie di quella retail, richiede riflessioni approfondite nella fase di concreta selezione dei prodotti da distribuire e, a fortiori, nella fase di ingegnerizzazione*»<sup>(5)</sup>. Come pure gli intermediari devono porre in essere presidi e cautele volti a evitare (strumentali) imputazioni all'«iniziativa della clientela» di soluzioni d'investimento invero promosse o consigliate di fatto dall'intermediario medesimo<sup>(6)</sup>. Gli intermediari – è stato ancora messo in rilievo – «*devono dimostrare rinnovate capacità di calibrare le politiche commerciali sulle esigenze della clientela, di definire meccanismi neutrali di incentivazione del personale a contatto con il pubblico*»<sup>(7)</sup>.

La filosofia di fondo (anche dopo il recepimento della direttiva n. 2003/71 e delle direttive MiFID) continua ad essere quella della «trasparenza dell'informazione del prodotto» resa nota dalla celebre affermazione di Louis Loss, secondo cui «*è possibile vendere uova marce a condizione che venga chiaramente detto che quelle uova sono marce*», anche se con l'importante (e forse decisiva) puntualizzazione, diremmo oggi sulla base del portato della MiFID, che l'intermediario collocatore o negoziatore deve dotarsi di presidi organizzativi che già *ex ante* e in astratto siano sensibili all'allineamento tra prodotti distribuiti e segmenti di clientela, prima ancora, cioè, di dover verificare in concreto che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza appropriato per comprendere che *quelle uova sono marce*<sup>(8)</sup>.

---

<sup>(5)</sup> Comunicazione Consob n. DIN/9019104 del 2 marzo 2009, in [www.consob.it](http://www.consob.it). Per una prima applicazione v. Delibera Consob n. 17077 del 25 novembre 2009 cit., in [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>(6)</sup> Così Delibera Consob n. 17077 del 25 novembre 2009 cit.

<sup>(7)</sup> Incontro annuale con il Mercato Finanziario. Discorso del presidente della Consob 13 luglio 2009, 14, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>(8)</sup> Non è forse inutile, al riguardo, osservare come le stesse *Disposizioni della Banca d'Italia in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari* del 29 luglio 2009, le quali peraltro si applicano essenzialmente ai prodotti bancari senza finalità d'investimento, precisano (sez. XI, § 2, nt. 1) che anche se non è richiesto agli intermediari di assicurare assistenza al cliente sino al punto di individuare, in ogni caso, l'offerta più adeguata, questi devono tuttavia *adottare procedure organizzative che evitino modalità di commercializzazione oggettivamente inadatte a indurre il cliente a selezionare prodotti manifestamente non adatti*.

Si è quindi in presenza di un'articolata disciplina che, in termini puntuali e dettagliati, individua gli obblighi organizzativi e informativi di trasparenza e correttezza in capo agli operatori, sia in fase di emissione dei prodotti finanziari e di comunicazioni pubblicitarie, che in fase di loro circolazione, con attribuzione alla Consob non solo di poteri di vigilanza e regolazione, ma anche inibitori e sanzionatori <sup>(9)</sup>

Come si chiarirà meglio più avanti, ne risulta che, da un lato, ai fini dell'approvazione del prospetto di offerta, la Consob è chiamata a verificare la «completezza», la «coerenza» e la «comprensibilità» delle informazioni fornite nel prospetto medesimo (art. 94-bis, co. 1°, TUF) e ai *gatekeepers*, secondo una diversa gradazione, spetta il compito di verificare la «veridicità» delle stesse informazioni (art. 94, co. 8° e 9°, TUF); dall'altro, alla stessa Consob compete il controllo del rispetto, da parte degli intermediari, nello svolgimento della loro attività, delle regole *organizzative* e di *condotta* (artt. 5, co. 3°, 21 e 190 TUF) e segnatamente di quelle concernenti la *correttezza* e la *trasparenza dei comportamenti* e non anche il potere di vigilanza sul contenuto degli strumenti o dei prodotti intermediati, cosicché non sembra che la tutela degli investimenti di natura finanziaria possa realizzarsi – per lo meno sulla base delle disposizioni sin qui richiamate – attraverso il controllo di tipicità o di legittimità del prodotto offerto <sup>(10)</sup> e ancor meno mediante la neutralizzazione “a monte” del rischio economico connaturato ad ogni investimento finanziario e, perciò stesso, ineludibile <sup>(11)</sup>.

Ad un approccio di trasparenza (di tipo *risk-based*) sui prodotti d'investimento *non equity* si ispira d'altronde anche la più recente prassi della Consob in materia di prospetti, la quale ricorre a indicatori sintetici definiti in base a metriche quantitative al fine di consentire agli investitori l'assunzione di decisioni consapevoli. Il c.d. approccio *risk-based* della Consob, articolato in tre pilastri, tende – attraverso l'individuazione dell'orizzonte temporale consigliato compatibile con le preferenze per la liquidità dell'investitore, del rendimento potenziale e del grado di rischio associato al prodotto offerto – a rendere consapevoli le scelte d'investimento, una volta qualificati compiutamente gli elementi essenziali dell'investimento, e a valutare e comparare gli investimenti sulla base di criteri omogenei <sup>(12)</sup>. Anche qui non si tende alla tipizzazione regolamentare del prodotto ma semmai ad un'implementazione del patrimonio informativo attinente al prodotto oggetto del prospetto.

---

<sup>(9)</sup> Cfr. Parere del Consiglio di Stato, Sez. I, n. 3999/2008 (con nota di PARCU P.L., 2009, 80 ss.), secondo cui, tra l'altro, proprio in ragione di ciò, compete alla Consob la tutela dell'investitore (una specie del genere «consumatore») in materia di informazione ingannevole e di correttezza dei comportamenti commerciali; tutela che “in generale” in materia di «*pratiche commerciali scorrette*» è altrimenti affidata dal codice di consumo all'autorità garante della concorrenza e del mercato.

<sup>(10)</sup> Inequivocabile in tal senso la comunicazione Consob n. DEM/9025420 del 24 marzo 2009, 5, in [www.consob.it](http://www.consob.it), secondo cui «è da escludere [in sede di verifica di coerenza] che la Consob possa negare l'approvazione del prospetto nel caso in cui sia controversa (...) la legittimità o la conformità degli strumenti finanziari all'ordinamento societario»

<sup>(11)</sup> Almeno se si condivide l'idea secondo cui – pur nella difficoltà di ricostruire una nozione di *investimento finanziario* – può considerarsi connotata dal requisito della *finanziarietà* ogni operazione attraverso la quale si realizza un impiego di *capitali*, correlato all'*assunzione di un rischio* e all'*aspettativa di un rendimento* [in questo senso cfr.: Comunicazioni Consob n. DAL/RM/95010201 del 30 novembre 1995 e n. DEM/1027182 del 12 aprile 2001, leggibili nel *Bollettino Consob* del mese di riferimento; BESSONE M., 2002, 54 ss.; MIOLA M., 2002, 799). Non mancano peraltro interpretazioni tese ad attribuire al concetto una maggiore dilatazione, intendendosi per attività finanziaria quella «*diretta a porre in essere in serie operazioni che tra le parti (banca o altri operatori finanziari e clienti) inizino e terminino con il danaro, indipendentemente dalla specifica natura giuridica, e connessione, dei singoli atti o negozi che possano giuridicamente puntualizzare tali operazioni*» [FERRO-LUZZI P., 2004, 122].

<sup>(12)</sup> Cfr. Linee-guida Consob sul prospetto d'offerta dei prodotti *non equity*. Documento di consultazione del 14 luglio 2009, in [www.consob.it](http://www.consob.it). Sul punto v. altresì MINENNA M. / BOI G.M. / RUSSO A. / VERZELLA P. / OLIVA A., *Un*

Del resto, già prima della crisi finanziaria mondiale del 2007, della quale subito si dirà, quando il mercato mobiliare italiano era stato interessato, nella stagione del c.d. «risparmio tradito», dal fenomeno che sinteticamente può definirsi della *traslazione del rischio di credito dalle banche verso i risparmiatori* <sup>(13)</sup>, il diritto della finanza aveva reagito, da un lato, estendendo il controllo di trasparenza anche sui prodotti finanziari sino a quel momento esentati da tale controllo (prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione) (art. 100 TUF) e applicando la disciplina dell'offerta al pubblico ad ipotesi di rivendita dei prodotti finanziari considerate elusive di quella disciplina (art. 100-bis TUF); dall'altro, a livello di servizi d'investimento, l'intervento normativo – attuato secondo la tecnica del *level playing field* – aveva esteso l'applicazione delle regole contrattuali e delle regole di comportamento degli intermediari del mercato mobiliare (artt. 21 e 23 TUF) alle ipotesi di sottoscrizione e di collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazioni (art. 25-bis TUF), ipotesi sino ad allora escluse dall'applicazione della normativa sui servizi d'investimento.

In quell'occasione – conviene ricordarlo sin d'ora – con il medesimo intervento normativo (l. n. 262 del 28 dicembre 2005, c.d. «legge sul risparmio»), vennero introdotte altresì due disposizioni (art. 94, co. 1°, lett. f, ora art. 95, co. 4°, e art. 191, co. 2°, TUF), che possono, anch'esse, iscriversi nella logica della trasparenza ma risultano alquanto singolari rispetto a tale sistema, implicando – almeno seguendo una certa lettura – l'attribuzione all'autorità di vigilanza del potere-dovere di determinazione il contenuto tipico di certi strumenti e prodotti finanziari e del correlativo potere di controllo sulla difformità/tipicità dei medesimi (art. 191, co. 2°, TUF).

### 3. *Gli effetti della crisi finanziaria del 2007 sulla disciplina di trasparenza dei prodotti finanziari: trasparenza vs. tipizzazione*

In questo quadro normativo si inserisce la crisi finanziaria del 2007, originatasi, come si sa, negli Stati Uniti nel segmento finanziario dei mutui *subprime*, e poi propagatasi all'intera economia mondiale. Crisi che, per quello che qui maggiormente interessa, tra le sue principali cause trova la diffusione massiccia presso i comuni investitori di strumenti finanziari derivati nuovi e complessi, rivenienti sovente da operazioni di cartolarizzazione di crediti di cattiva qualità e utilizzati per finalità speculative <sup>(14)</sup>.

---

*approccio quantitativo risk based per la trasparenza dei prodotti d'investimento non equity, Quaderno di finanza Consob n. 63, Roma, 2009, passim.*

<sup>(13)</sup> Le banche, creditrici di importanti società emittenti successivamente andate in *default*, procedevano al collocamento presso la clientela non professionale (c.d. *retail*) di prestiti obbligazionari, inizialmente sottoscritti dalle stesse banche attraverso offerte riservate a investitori istituzionali (e come tali non oggetto di prospetti di offerta approvati o depositati presso l'autorità di vigilanza), in argomento cfr. Audizione del presidente della Consob «*Indagine conoscitiva su i rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*», 20 gennaio 2004, presso le Commissioni riunite VI e X di Camera e Senato», in [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>(14)</sup> Per maggiori ragguagli cfr. LINCIANO N., 2008, 1 ss., la quale osserva che «*il fenomeno trae le sue origini, come noto, dall'incremento, registrato negli Stati Uniti soprattutto nel 2006, dell'attività di erogazione di prestiti a mutuatari con basso merito di credito e dalla propensione di banche e altri intermediari a trasferire il rischio così acquisito mediante operazioni di cartolarizzazione. Tali operazioni sono state realizzate tramite società veicolo (SIV e conduit) che esibiscono all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine (le cosiddette Asset backed commercial paper – ABCP), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse. Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevede l'emissione dei cosiddetti Collateralised Debt Obligations (CDO) sempre tramite apposite società veicolo (spesso indicate*

E proprio alla luce dei fenomeni che più hanno falsato i processi di allocazione degli investimenti finanziari e che hanno messo a nudo – a dispetto dell’ampio apparato di regole sull’informazione finanziaria – come l’applicazione di queste regole in realtà non sempre abbia assicurato una corrispondenza coerente tra il prodotto venduto e il profilo dell’investitore, non sono mancate voci che hanno manifestato disagio nei confronti della tutela fondata sulla sola trasparenza informativa, tanto di quella MiFID quanto di quella dettata in materia di prospetto informativo (che – vale la pena ricordarlo – trovano applicazione, nei limiti in cui il diritto internazionale privato lo consente, anche con riguardo al collocamento e alla negoziazione dei derivati *over the counter* rivenienti da cartolarizzazioni transnazionali). Tutela reputata non soddisfacente soprattutto quando riferita alle negoziazioni intervenute con i clienti al dettaglio.

Si è invocata senza ambiguità «una tutela preventiva forte» basata su interventi regolatori sull’oggetto dei servizi d’investimento «*vuoi in termini di tipizzazione e classificazione dei titoli e degli strumenti finanziari, vuoi anche e soprattutto in termini di selezione dei titoli e degli strumenti che possano essere oggetto di rapporti con gli investitori*» [NIGRO A., 2009, 18 ss.]. Questa stessa dottrina ha reputato non irragionevole proteggere gli investitori non professionisti con meccanismi che limitino *a priori* l’acquisto di determinati prodotti finanziari secondo i meccanismi già previsti per gli enti locali dall’art. 62, co. 2°, l. 6 agosto 2008, n. 133 <sup>(15)</sup>.

A conclusioni non troppo dissimili è pervenuta la Banca dei regolamenti internazionali, là dove, per contemperare esigenze di innovazione finanziaria con esigenze di sicurezza, suggerisce di realizzare una qualche forma di registrazione dei prodotti che limiti l’accesso degli investitori in funzione del grado di sicurezza. In quest’ottica si pensa a qualcosa di simile al sistema che disciplina la vendita dei farmaci: «*i titoli più sicuri, al pari dei medicinali non soggetti a prescrizione, sarebbero acquistabili da chiunque; verrebbero poi gli strumenti finanziari accessibili solo a coloro che detengono un’autorizzazione, come i farmaci venduti su ricetta; a un livello inferiore vi sarebbero gli strumenti disponibili solo in quantità limitata a istituzioni e individui preselezionati, come i farmaci nei protocolli sperimentali; infine, al livello più basso, si troverebbero i titoli considerati illegali. L’assegnazione di un nuovo strumento a una data categoria di sicurezza, o il passaggio di uno strumento esistente a una categoria più alta, avverrebbe solo dopo il superamento di determinati test, in analogia alla sperimentazione clinica. I test combinerebbero l’emissione di quantità limitate dello strumento nel mondo reale con simulazioni del suo comportamento in situazioni di grave stress. Un siffatto sistema di registrazione e certificazione crea trasparenza e accresce la sicurezza. Tuttavia, come avviene per le case farmaceutiche, occorre un meccanismo in base al quale gli emittenti siano tenuti a rendere conto della*

---

*anch’esse con la sigla CDO); risultano sempre più frequenti, inoltre, le ricartolarizzazioni, ossia le operazioni nelle quali le attività sottostanti sono in prevalenza titoli strutturati».*

<sup>(15)</sup> La disposizione citata prevede che «*Il Ministro dell’economia e delle finanze, sentite la Banca d’Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con regolamento da emanarsi ai sensi dell’articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, individua la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati che i soggetti di cui al comma 1 [gli enti locali] possono stipulare e stabilisce i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni*». Si ricordi altresì che dal giugno 2003 l’Isvap ha imposto il divieto di indicizzare le polizze *index linked* a titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione ovvero ai derivati del credito (v. da ultimo gli artt. 4 e 5, Regolamento Isvap n. 32 dell’11 giugno 2009) [sul punto v. CARRIERO G., 2009, 206 s.].

*qualità dei titoli che vendono. Ciò comporterebbe una loro maggiore responsabilizzazione nella valutazione del rischio insito nei prodotti offerti»* <sup>(16)</sup>.

È chiaro che, allo stato, un sistema siffatto, basato sulla rigida selezione e sull'accesso al prodotto in ragione della natura del cliente, appare estraneo rispetto all'attuale contesto normativo che tende alla modulazione delle regole di condotta (e in particolare di quelle informative) in funzione delle caratteristiche dell'investitore e del servizio d'investimento prestato, essendo eccezionali i casi in cui determinati strumenti finanziari sono *riservati* a particolari categorie di investitori <sup>(17)</sup>. Anche se la necessità di adottare procedure organizzative nel senso di prefigurare *ex ante* l'universo dei prodotti potenzialmente accessibili ai clienti (catalogo aggiornato dei prodotti) secondo le caratteristiche rilevanti per la verifica di coerenza con il profilo dei clienti, è operazione – come si diceva – tutt'altro che avulsa dal sistema MiFID e che anzi nella logica che qui si sta portando avanti merita di essere valorizzata per la tutela degli investitori.

Non si è in ogni caso mancato altresì di osservare che la trasparenza e l'informativa vanno migliorate. Si auspica – anche sulla scia delle più recenti proposte statunitensi [sulle quali cfr. MIOLA M., 2009, 18] – una maggiore *standardizzazione* degli strumenti derivati e in particolare si suggerisce una più stretta *supervisione e regolamentazione* delle piattaforme di scambio dei derivati *over the counter* [TARANTOLA A.M., 2009, 13 s.; cfr., con diversità di accenti, MIOLA M., 2009, 18 ss.; ROSSI G., 2009, 940 s.], forse snaturando un poco la vera essenza dei derivati *over the counter*, che nascono appunto fuori dai mercati regolamentati nella prassi del commercio internazionale, e in controtendenza con la logica delle nuove sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati (cc.dd. *trading venues*), introdotte dalla MiFID (artt. 77-bis ss., TUF); in alcuni casi si arriva addirittura a proporre – come pure è stato sostenuto [MERUSI F., 2009, 258 ss.] – di vietare la cartolarizzazione, sotto qualsiasi forma, del rischio di credito.

Ancora, fuori dal coro di voci inneggianti alla ricapitalizzazione ad ogni costo del sistema bancario, si indicano soluzioni normative volte alla *semplificazione* della gamma e della complessità dei prodotti offerti e all'effettiva e rigida *separazione organizzativa e operativa* nelle banche tra *la funzione di raccolta e quella di orientamento e assistenza all'investimento* [CONSOB, 2009, 14 ss.], con evidente richiamo alla netta separazione fra attività bancaria commerciale e *investment banking*, imposta, come si sa, negli Stati Uniti dal *Glass Steagall Act* del 1933 e superata solo di recente con il *Gramm-Leach-Bliley Act* nel 1999 [per ogni dettaglio su questo importante passaggio cfr. MONDINI P.F., 2007, 203 ss.].

Pur nella forte suggestione che gli anzidetti richiami esercitano e nello sforzo di assicurare all'investitore tutela effettiva, soprattutto con riguardo agli strumenti finanziari derivati più complessi (per i quali – come ricorda la stessa Consob nella citata comunicazione n. DIN/9019104/2009 – non sono talora disponibili mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e trasparenza, né si è in grado di valutare gli *assets* sottostanti ai derivati), giova rammentare che l'approccio, fondato sulla tipizzazione e selezione dei prodotti in rapporto alla tipologia di clientela, non sembra considerato, in

---

<sup>(16)</sup> Vedi *La 79<sup>a</sup> Relazione annuale della Banca dei regolamenti internazionali*, Basilea 29 giugno 2009, 142 ss., in [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>(17)</sup> Cfr. art. 15 del D.M. 24 maggio 1999 n. 228 che consente di istituire fondi comuni d'investimento aperti o chiusi *riservati* a specifiche categorie di *investitori qualificati*.

ambito comunitario, di facile attuazione proprio alla luce dell'importante ruolo che si riconosce all'innovazione finanziaria.

Testimonianza di ciò è ad esempio la recente comunicazione UE [Com(2009)204 del 30 aprile 2009] relativa ai «*prodotti di investimento al dettaglio preassemblati*» («*packaged*», formula sintetica – *prips* – con la quale si intendono indicativamente i *fondi comuni di investimento*, gli *investimenti inseriti in polizze di assicurazione vita*, i *titoli strutturati al dettaglio* e i *depositi a termine strutturati*). Questi prodotti – secondo la Commissione europea – sono quelli che maggiormente intercettano gli investimenti al dettaglio nei mercati finanziari; tuttavia sono disciplinati in modo non omogeneo e anche per questo continuano ad essere acquistati dagli investitori senza che se ne siano comprese bene le caratteristiche. Per ovviare alla frammentazione settoriale, la Commissione, riaffermata tutta l'importanza della disciplina della trasparenza, propone di superare la disomogeneità nei vari settori attraverso «*un approccio orizzontale sia d'informazione obbligatoria che di pratiche di vendita*». Questo approccio – non troppo dissimile in realtà da quello già da noi intrapreso (art. 25-bis TUF e artt. 64 ss. RI) – dovrebbe consentire, ad avviso della Commissione, di giungere a risultati omogenei indipendentemente dalla forma giuridica del prodotto o dal canale di distribuzione utilizzato. A tal fine si propone di estendere a tutti i prodotti preassemblati le disposizioni della direttiva MiFID, attraverso l'applicazione di tali norme a tutte le entità che vendono i prodotti in questione. Alla crisi finanziaria si risponde dunque in questo ambito (prodotti di forma giuridica diversa ma con caratteristiche comparabili) con la trasparenza e con il livellamento del campo di gioco fondato sulle regole MiFID. La tipizzazione, per converso, è considerata obiettivo di difficile attuazione: «*the practical challenges associated with harmonising product features for all product types would be immense and the net market outcomes deleterious, particularly through the impact of such restrictions on product competition, diversity and innovation. (...). Regulation in this sector more commonly focuses on the sales process, that is, the interface between the investor and the originator and/or intermediary. To mitigate risks to investors, regulation focuses on ensuring that investors are adequately informed about the characteristics of the product and are treated fairly by product distributors*»<sup>(18)</sup>.

#### 4. L'art. 95, co. 4°, TUF tra connotazione e tipizzazione regolamentare dei prodotti finanziari

Nella prospettiva della tutela dell'investitore incentrata sulla disciplina della trasparenza dei prodotti non si può tralasciare il dettato normativo di cui agli artt. 95, co. 4, e 191, co. 2°, TUF. Le due norme – pur nella loro problematicità ed ambiguità, come si vedrà con la dovuta attenzione – attengono, rispettivamente, alla determinazione del «*contenuto tipico*» di alcuni strumenti e prodotti finanziari e alla correlazione tra tale contenuto e il loro *nomen* e al controllo pubblicitario, affidato alla Consob, di difformità/tipicità su detti strumenti e prodotti.

Le due disposizioni – come accennato – non sono state in realtà introdotte nel nostro ordinamento a seguito della crisi finanziaria del 2007, né in sede di attuazione delle citate direttive sul prospetto e MiFID, bensì con l. n. 262 del 28 dicembre 2005, c.d. «legge sul risparmio» (art. 14, co. 1°, lett. *f e p*). Si tratta di enunciati normativi il cui esame non può essere trascurato in quanto si inseriscono a pieno titolo, e anzi con un accento particolare,

---

<sup>(18)</sup> Cfr. Il documento di *Impact Assessment* della CE di accompagnamento della citata comunicazione n. 204/2009 sui *prips*.

nel discorso che qui si sta conducendo sul tema dell'antinomia tra trasparenza e tipizzazione dei prodotti finanziari.

L'art. 95, co. 4°, TUF (art. 94, ult. co., nel testo previgente) dispone che «*la Consob determina quali strumenti o prodotti finanziari, ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati ovvero diffusi tra il pubblico ai sensi dell'art. 116 [TUF] e individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, devono avere un contenuto tipico determinato*».

L'art. 191, co. 2°, TUF a sua volta recita «*chiunque viola gli articoli 94, commi 2, 3, 5, 6 e 7, 96, 97, 98-ter, commi 2 e 3, 101 ovvero le relative disposizioni generali o particolari emanate dalla Consob ai sensi degli articoli 95, commi 1, 2 e 4 (...) è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro a cinquecentomila euro*».

Il dettato normativo di cui all'art. 95, co. 4° trova un non lontano precedente nella materia bancaria: l'art. 117, co. 8, TUB dispone infatti che «*la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob [l'inciso «d'intesa con la Consob» è stato aggiunto dalla «legge sul risparmio»], può prescrivere che determinati contratti o titoli, individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, abbiano un contenuto tipico determinato. I contratti e i titoli difformi sono nulli. Resta ferma la responsabilità della banca o dell'intermediario finanziario per la violazione delle prescrizioni della Banca d'Italia, adottate d'intesa con la Consob*» [anche qui l'inciso «d'intesa con la Consob» è stato aggiunto dalla «legge sul risparmio»].

Al di là delle analogie e delle differenze tra le due disposizioni, sulle quali non si può qui indugiare (la norma del TUB prescrive una *facoltà* in capo alla Banca d'Italia di determinare il contenuto tipico di certi contratti e titoli; si applica appunto ai *titoli e ai contratti bancari*; viene prescritta la *nullità* per titoli e contratti difformi e affermata la *responsabilità* delle *banche* e degli *intermediari finanziari* che violano le disposizioni amministrative adottate ai sensi dell'art. 117, co. 8°), la nuova norma del TUF potrebbe apparire, già in prima approssimazione, singolare rispetto al sistema della trasparenza sopra descritto, implicando non solo l'obbligo per Consob (l'uso del presente indicativo «*determina*» segnala normalmente un obbligo regolamentare in capo all'autorità e non una semplice facoltà) di fissare il *contenuto tipico determinato* di alcuni strumenti e prodotti finanziari, ma anche l'attribuzione alla stessa autorità di vigilanza del potere di controllo (e di sanzione) per il caso della violazione delle disposizioni adottate dalla Consob ai sensi dell'art. 95, co. 4°, TUF (art. 191, co. 2°, TUF).

Conviene tuttavia soffermarsi con attenzione sulle disposizioni in esame, tenuto anche conto che la Consob non ha, per quanto consta, sinora dato espressa attuazione alla norma né si è altresì pronunciata, così come sarebbe auspicabile, sul contenuto di senso della disposizione.

L'art. 95, co. 4° sembra invero anzitutto assolvere ad una funzione di trasparenza, confermata dalla collocazione sistematica della disposizione, inserita tra quelle in materia di trasparenza e di offerta al pubblico (Parte IV, Titolo II, TUF). Onde evitare possibili fraintendimenti è bene tuttavia osservare che la norma – come meglio si vedrà – si riferisce al contenuto di determinati strumenti e prodotti finanziari e non al «*contenuto del prospetto informativo*» che, nei limiti consentiti dalla normativa comunitaria (artt. 3 e 22, co. 1°, Regolamento n. 809/2004/CE), è anch'esso materia nella disponibilità della Consob (art. 95, co. 1°, lett. b, TUF), e quindi non vuole alludere alla facoltà della Consob di incidere sulle

informazioni da inserire nel prospetto. La strada in questa direzione sarebbe appunto l'art. 95, co. 1°, lett. b e non l'art. 95, co. 4°.

La libertà di emettere nuovi (e sempre più complessi) strumenti finanziari e di associare contenuti variabili a denominazioni che possono essere anch'esse variabili può ingenerare nel pubblico degli investitori possibile confusione circa le caratteristiche, la natura e la stessa tipologia del prodotto finanziario, prima ancora che in ordine ai rischi e ai rendimenti dello stesso.

La lettura congiunta delle due norme del TUF lascia anzitutto intendere che all'autorità è attribuito il potere di prescrivere il «*contenuto tipico*» che determinati strumenti o prodotti devono avere per poter essere indicati con una certa denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi. Anche l'art. 95, co. 4° – come è stato già notato in sede di commento all'art. 117, co. 8°, TUB – sembra perciò rispondere ad un'esigenza di «*uniformità dei linguaggi informativi*» [COSTI R., 2007, 685] ovvero ad una esigenza di «*veridicità d'etichetta*» [FERRO-LUZZI P., 2004, 184] o, detto in altri termini ancora, soddisfa un fenomeno di «*connotazione*» [DE NOVA G., 1994, 938], ossia assegna all'autorità di vigilanza il potere–dovere di stabilire una correlazione necessaria tra contenuti tipici e denominazioni di determinati strumenti o prodotti.

D'altronde, la stessa relazione alla proposta di legge sul risparmio [n. 2436, presentata alla Camera dei Deputati il 27 febbraio 2002, p. 30] si esprime in questo senso quando dice che «*la previsione tende a permettere agli investitori, i quali non dispongano di approfondite cognizioni sugli strumenti di mercato finanziario, di individuare con certezza, sulla base della denominazione tipica, prodotti aventi caratteristiche determinate e omogenee*». Si vuole, cioè, in primo luogo scongiurare l'effettivo rischio che la libertà di innovazione finanziaria ingeneri confusione nell'investitore e quindi scarsa trasparenza; così si prescrive che vi sia una correlazione essenziale tra contenuto degli strumenti e dei prodotti finanziari (non di tutti gli strumenti e i prodotti, come meglio si dirà, ma solo di quelli individuati dalla norma) e loro denominazione. Benché l'art. 95, co. 4° non dica esplicitamente che la prescrizione del «*contenuto tipico*» spetti *direttamente* alla Consob, ciò può farsi discendere dall'art. 191, co. 2°, il quale, tra l'altro, richiama le «*disposizioni generali o particolari emanate dalla Consob ai sensi dell'art. 95, co. 4°*», presupponendo così che sia compito proprio di quest'ultima dettare il contenuto degli strumenti e dei prodotti finanziari individuati dalla norma.

Che la primaria finalità assoluta dalla norma sia appunto quella di trasparenza può arguirsi, sia pure indirettamente, anche dalla lettura delle Istruzioni di vigilanza per le banche di Banca d'Italia. Queste, in attuazione dell'art. 117, co. 8, cit., hanno cura di precisare che «*il pubblico deve essere posto in grado di associare a tali forme negoziali [obbligazioni, certificati di deposito e buoni fruttiferi] posizioni giuridiche certe e determinate nei loro contenuti essenziali*» (Tit. V, Cap. 3, Sez. I, punto 1). Ed è la stessa Banca d'Italia – dopo aver indicato le caratteristiche tipiche minimali di tali titoli – a dire che «*non è consentita l'emissione di titoli denominati “obbligazioni” [o “certificati di deposito”] che possiedano caratteristiche diverse da quelle indicate nelle presenti Istruzioni. Ed è del pari vietata l'emissione di titoli dotati delle caratteristiche indicate per le obbligazioni [o per i certificati di deposito] ma diversamente denominati*».

L'abbinamento tra contenuto tipico e *nomen* dello strumento o del prodotto operato dalla Consob limita indubbiamente l'autonomia privata [ANNUNZIATA F., 2006, 113, parla, a proposito della disposizione in questione, di «*plateale invasione della sfera dei privati da*

*parte dell'Autorità amministrativa»]* – cui non sarà più consentita l'emissione di strumenti o prodotti già denominati o individuati dalla Consob con contenuto difforme da quello determinato in via amministrativa o di strumenti o prodotti dotati delle caratteristiche indicate dalla Commissione ma diversamente denominati – ma non esclude che l'autonomia di innovazione finanziaria possa, fuori da tali abbinamenti, creare altri nuovi prodotti o strumenti finanziari o negozi giuridici atipici ad essi sottostanti.

È il caso tuttavia di rimarcare come, nell'assolvere alla descritta finalità di trasparenza informativa, sia comunque riconosciuto alla Consob il potere–dovere di dettare il «*contenuto tipico determinato*» di alcuni strumenti o prodotti. Ancorché in modo indiretto e per gli scopi di cui sopra si è detto, viene così assegnato alla Commissione il compito di fissare il «*contenuto tipico*» di detti strumenti e prodotti e – non essendo univoci i criteri di individuazione della nozione di «*contenuto*» [in ambito negoziale si discute se con l'espressione debba intendersi l'«*oggetto*» e/o la «*causa*»: cfr. F. GAZZONI, 2001, 875; sull'ambiguità dell'espressione «*contenuto tipico*» v. altresì NIGRO A., 1998, 520 e FERRO-LUZZI P., 2004, 184] – sembra altresì legittimarsi l'idea che si tratti di un'operazione di «*conformazione*» o di «*tipizzazione*» di nuovi strumenti o prodotti finanziari in via regolamentare [NIGRO A., 1998, 520 ss.; NIGRO A., 2007, 240], nonostante che, di regola, non competeva all'autorità amministrativa creare nuovi strumenti o prodotti finanziari.

Si tratta allora di capire se la Consob debba limitarsi a *conformare* in calchi regolamentari tipologie di strumenti o prodotti finanziari già *socialmente tipizzati e denominati* e quindi diffusi nella prassi (secondo un processo che potrebbe dirsi di *tipizzazione regolamentare debole*), soddisfacendo così essenzialmente quella esigenza di «*uniformità dei linguaggi informativi*» o di «*veridicità dell'etichetta*» sopra ricordata, ovvero se possa creare nuovi schemi di strumenti o di prodotti (e, se del caso, nuovi negozi ad essi sottostanti), attribuendo a questi contenuti e denominazione originali, procedendo così ad una *tipizzazione regolamentare forte*.

Non essendo forniti dalla norma criteri utili per sciogliere l'interrogativo formulato, l'indicazione potrebbe essere quella di non considerare ammissibile la c.d. tipizzazione forte, essendo questa estranea ai motivi di fondo che caratterizzano la disciplina dei prodotti finanziari: che – come ricordato – è basata sulla trasparenza delle informazioni e sul controllo di coerenza, di completezza e di comprensibilità del prospetto, nonché sul controllo di correttezza e di trasparenza dei comportamenti degli intermediari che collocano e negoziano quei prodotti, senza che siano consentite invasioni di campo nella creazione del prodotto lasciata alla legge e/o all'autonomia dei privati.

Questo argomento però non convince del tutto: seguendo questa impostazione, si finirebbe con il trascurare almeno in parte la nuova disposizione che, a torto o a ragione, fa parte del nostro ordinamento vigente. Infatti è proprio la presenza della nuova norma, per quanto ambigua e poco coerente con il sistema, a porre il problema di un eventuale contemperamento tra i principi di trasparenza e quelli di tipizzazione amministrativa. Non si può quindi *sic et simpliciter* ignorare il dettato normativo sopravvenuto bollandolo di incoerenza sistematica.

Verosimilmente, il risultato ultimo cui puntava la disposizione era proprio quello di consentire alla Consob di standardizzare il contenuto degli strumenti e dei prodotti finanziari e poi di controllarne la difformità rispetto al tipo predeterminato. Ciò forse può anche trovare una spiegazione plausibile nel momento storico in cui la disposizione è nata: all'indomani della c.d. stagione del «risparmio tradito» è possibile che il legislatore abbia

pensato, in realtà un po' velleitariamente, di reagire a quel periodo di forti e gravi asimmetrie informative, focalizzandosi sul contenuto del prodotto, con un'operazione che, se pensata sul piano della tipizzazione e dei conseguenti controlli, tanto assomiglia al tentativo (come si sa, illusorio) di *voler mettere i cancelli alla campagna*. Per quanti prodotti si possano connotare o tipizzare, ve ne saranno sempre di nuovi che a quella operazione sfuggiranno. E non può nascondersi che questa suggestione verso la tipizzazione dei prodotti riprende forte vigore – come detto – in un periodo (come quello *post* crisi del 2007), nel quale i primi imputati sono proprio quei prodotti finanziari strutturati (complessi ed opachi), ai quali la norma in esame sembrerebbe guardare.

Un esame più attento, incentrato sull'ambito oggettivo di applicazione della norma, ne ridimensiona comunque la portata.

La disposizione non ha riguardo, indistintamente, a tutti gli strumenti e i prodotti finanziari genericamente intesi. La norma è molto netta nel circoscrivere il perimetro oggettivo di applicazione ai soli strumenti e prodotti finanziari *ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati* ovvero *diffusi tra il pubblico* ai sensi dell'art. 116 TUF. Non quindi qualsivoglia strumento o prodotto ma solo quelli «*quotati*» o «*diffusi tra il pubblico*», e, tra questi ultimi, quelli diffusi ai sensi degli art. 116 TUF e 2-*bis* Regolamento emittenti della Consob (“RE”).

Con riferimento ai prodotti «*quotati*» la norma sembra perdere molto del suo ipotizzato significato.

I prodotti «*quotati*» – come si sa – sono standardizzati e trovano nei regolamenti dei mercati specifiche definizioni. L'eventuale ammissione a quotazione di strumenti o prodotti atipici è subordinata al consenso della società di gestione dei mercati regolamentati.

Il regolamento di Borsa Italiana, ad esempio, tra gli strumenti e i prodotti ammessi alle negoziazioni sui propri mercati – eccezion fatta per le azioni e per le obbligazioni, il cui schema generale è delineato, come si sa, nel codice civile – individua le nozioni di: euro-obbligazioni; *warrant*; altri titoli; strumenti finanziari derivati cartolarizzati; obbligazioni strutturate; *asset backed securities*; oicr; azioni di *investment companies*; azioni di *real estate companies*; strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni ai sensi dell'art. 2.1.2, co. 7°, lett. a; *options* e *futures*. Anche «*i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni*» devono essere determinati dal regolamento del mercato (art. 62, co. 2°, lett. d, TUF).

I regolamenti dei mercati allora già costituiscono un buon presidio nella prospettiva di individuare con certezza, sulla base della denominazione tipica, prodotti aventi caratteristiche determinate e omogenee («*veridicità dell'etichetta*»), senza contare poi che, essendo detti regolamenti approvati dalla Consob (art. 63 TUF), agli stessi potrebbe già essere riconosciuta una valenza quasi-normativa o regolamentare.

Si può allora seriamente dubitare dell'utilità pratica di una norma, come l'art. 95, co. 4°, che vorrebbe recepire in forma amministrativa strumenti e prodotti già ampiamente conosciuti nella prassi (*socialmente tipizzati*), tanto da essere inclusi nell'elenco standardizzato di quelli «*quotati*». Anzi un processo di questo tipo – sia consentito soggiungerlo – potrebbe ingenerare confusione nell'investitore anziché offrirgli certezze e consapevolezza. Prova di ciò si ha per esempio leggendo le due definizioni di «*obbligazioni strutturate*» fornite dal RE della Consob (art. 51, lett. b) e dal regolamento di Borsa italiana (art. 2.2.27.1) che presentano caratteri tra loro non perfettamente coincidenti.

Poco pregnante appare altresì la disposizione sul versante della c.d. *tipizzazione forte*, là dove si consideri che è almeno dubbio, in considerazione di quanto già detto, che possa spettare alla Consob in autonomia (ossia senza la condivisione della società di gestione dei mercati) il compito di creare nuovi strumenti o prodotti «*quotati*» o anche varianti di questi ultimi: il vaglio (ai fini della loro ammissione alle negoziazioni) del contenuto di eventuali nuovi prodotti quotandi (diversi, anche solo nella specie e non nel genere, da quelli già standardizzati), non è infatti estraneo, nel nostro ordinamento, alle competenze delle società di gestione dei mercati regolamentati <sup>(19)</sup>.

I requisiti della *diffusione tra il pubblico* sono invece – come già anticipato – quelli individuati dall’art. 2-*bis* RE che si riferisce specificatamente ai soli emittenti *azioni* ed *obbligazioni* diffusi tra il pubblico secondo i parametri ivi menzionati. L’art. 95, co. 4° non consente alla Consob (come pure avvenuto in altri casi: cfr. art. 28, co. 2°, D.lgs. n. 213/1998 «*Decreto Euro*» e art. 16, co. 4°, Reg. congiunto Consob – Banca d’Italia del 22 febbraio 2008) di individuare le caratteristiche della *diffusione tra il pubblico* sulla base di parametri altri rispetto a quelli prescritti dal combinato disposto degli artt. 116 TUF e 2-*bis* RE e soprattutto di avere riguardo a strumenti o prodotti finanziari diversi dalle azioni o dalle obbligazioni.

Qui la norma – per quanto limitata alle sole azioni e obbligazioni – acquista maggiore significato, riferendosi a strumenti che, in quanto non coincidenti con quelli quotati, non sono oggetto di un processo di standardizzazione *ex ante* come quello sopra descritto. Qui ha più senso riconoscere all’autorità il compito di attribuire univocità di contenuto e di denominazione agli strumenti finanziari, fermo restando, si intende, che la tecnica tipizzatoria può rivelarsi utile, nei limiti e con le riserve di cui si è già detto, se applicata a modelli nuovi e speciali di strumenti caratterizzati dalla «*diversità*» dei diritti attribuiti ai possessori, i quali, proprio in ragione di ciò, si distaccano dal tipo legislativo generale.

Le considerazioni sin qui svolte mettono in luce che la disposizione in commento certamente assolve a finalità di trasparenza informativa nei confronti degli investitori. Tuttavia la fraseologia utilizzata – e, in particolare, il riferimento alla «*determinazione del contenuto tipico*» di certi strumenti e prodotti finanziari – consente di pensare, pur sussistendo non indifferenti problemi di coerenza con il sistema generale, che, accanto ad una funzione propriamente «*connotativa*», consistente nel potere–dovere per l’autorità di stabilire una correlazione necessaria tra contenuto e denominazione di un prodotto finanziario, la disposizione si presti altresì ad essere interpretata nella direzione dell’attribuzione alla Consob di un potere–dovere di tipizzazione, da intendersi sia nel senso di recepire in forma regolamentare strumenti e prodotti già socialmente tipizzati sia nel senso di poterne creare di nuovi.

La delimitazione dell’ambito oggettivo di applicazione della norma ai soli strumenti e prodotti «*quotati*» ovvero «*diffusi ai sensi dell’art. 2-bis RE*» tuttavia ridimensiona

---

<sup>(19)</sup> Sul punto cfr. ad esempio il regolamento dei mercati di Borsa italiana in vigore dal 23 novembre 2009 che all’art. 2.2.27.2 dice che «*Borsa italiana, su specifica richiesta dell’emittente, si riserva di ammettere a quotazione obbligazioni strutturate su attività diverse da quelle indicate nel comma 1, sempre che risultino soddisfatte le condizioni del presente Capo*» e anche l’art. 2.2.7.2 del medesimo regolamento, dove si afferma che «*nel caso di obbligazioni che presentino il rimborso e la remunerazione indicizzata a tassi di interesse con modalità ritenute complesse, Borsa italiana si riserva di assoggettare lo strumento finanziario alla disciplina di cui al Capo 8 [rubricato “obbligazioni strutturate”]*».

enormemente la portata della disposizione, riferendosi ora a strumenti e prodotti già standardizzati ad opera dei regolamenti dei mercati (approvati dalla Consob) ora a limitate tipologie di strumenti diffusi *ex art. 2-bis RE*.

Peraltro il potere–dovere della Consob deve considerarsi limitato agli strumenti e ai prodotti finanziari di diritto italiano, non potendo le prerogative dell’ autorità di vigilanza assumere in questo ambito una valenza ultranazionale. Vi sono poi ambiti, come quello dei derivati finanziari, la cui peculiarità è proprio quella di originarsi nella pratica commerciale internazionale e di trascendere dal legame con specifici ordinamenti nazionali [CARBONE S., 2000, 4]: una loro tipizzazione a livello amministrativo stride fortemente con la loro stessa origine e natura.

### 5. I controlli della Consob sui prodotti tipizzati

La regola di connotazione e di tipizzazione, anzi la sua violazione, è assistita, come già anticipato, dal precetto sanzionatorio che ne rimarca l’ interesse pubblico generale: alla Commissione, infatti, compete di punire, con la sanzione amministrativa pecuniaria (da cinquemila a cinquecentomila euro), chiunque violi le disposizioni generali e particolari emanate dalla Consob ai sensi dell’ art. 95, co. 4°.

Attribuendosi all’ autorità italiana uno specifico potere sanzionatorio, si affidano coerentemente alla stessa i correlativi poteri per accertare l’ eventuale violazione delle proprie prescrizioni. La Consob è quindi chiamata a svolgere un controllo di conformità/differenza sul contenuto degli strumenti finanziari connotati o tipizzati da sé medesima, all’ esito del quale – è da presumere – dovrebbe inibirsi la vendita dei prodotti non coerenti con le caratteristiche del tipo predeterminato.

Meno chiaro è se la verifica sia da compiersi esclusivamente in sede di controllo del prospetto oppure se l’ accertamento possa avvenire più in generale nello svolgimento dell’ attività di vigilanza.

Ora, la collocazione sistematica delle due disposizioni, inserite tra quelle in tema di offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, induce a pensare che tanto i prodotti cui si riferisce l’ art. 95, co. 4° quanto i soggetti cui allude l’ art. 191, co. 2° siano quelli propri dell’ offerta al pubblico. E ciò sembrerebbe confermato dalla lettera dell’ art. 191, co. 2°, la quale statuisce che chiunque violi l’ art. 94 e le «*relative*» disposizioni emanate in attuazione dell’ art. 95, co. 4° è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria. Il controllo di conformità sembrerebbe pertanto toccare solo i prodotti connotati o tipizzati dalla Consob e «*oggetto di prospetto*», potendo restare fuori gli strumenti *diffusi tra il pubblico* ai sensi dell’ art. 2-bis RE (connotati o tipizzati dalla Consob), i quali, pur rientrando, come detto, nell’ ambito di applicazione dell’ art. 95, co. 4°, non necessariamente sono sempre anche oggetto di offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita e quindi suscettibili, in ragione di quanto si va dicendo, di controllo di differenza in sede di valutazione del prospetto d’ offerta. In questa prospettiva esulano dal controllo anche i prodotti finanziari detti in gergo finanziario «*passaportati*», ossia quelli il cui prospetto è «*validato*» in uno Stato membro d’ origine diverso dall’ Italia e che poi sono offerti in Italia quale Paese ospitante (artt. 98, co. 2°, TUF e art. 11, co. 2°, RE). Un approccio siffatto implica una evidente disparità di trattamento tra i prodotti il cui prospetto sia «*approvato*» in Italia e quelli «*passaportati*», con un prevedibile effetto *fuga all’ estero* degli emittenti italiani che intendano sottrarsi alle maglie del controllo di conformità in sede di approvazione del prospetto.

Il controllo di conformità/difformità si aggiunge quindi a quelli, già sopra menzionati, che la Consob svolge in sede di approvazione del prospetto di offerta. Accanto alla verifica di «completezza», di «coerenza» e di «comprensibilità» delle informazioni fornite nel prospetto medesimo (art. 94-bis, co. 1°, TUF) occorrerà vagliare – nei casi, si intende, nei quali vi è stata connotazione o tipizzazione regolamentare – se il prodotto sottoposto all’esame dell’autorità è conforme o difforme rispetto a quello connotato o tipizzato, e ciò in aggiunta (benché in contrasto) con quanto la stessa Consob in via interpretativa ha sottolineato, ossia che non compete ad essa di vagliare la legittimità e la conformità dei prodotti finanziari sottoposti alla sua attenzione in occasione dell’approvazione del prospetto <sup>(20)</sup>.

Questa logica attenta alla verifica del contenuto del prodotto finanziario oltre ad avere uno spazio di operatività alquanto ridotto (solo prodotti connotati e tipizzati offerti al pubblico mediante prospetto «validato» in Italia) e a porre, tra l’altro, problemi di responsabilità civile della Consob per il caso di approvazione di prospetto di prodotto difforme (profilo, quest’ultimo, al quale si può qui fare solo un cenno), è antinomica non solo con riguardo alla natura dei comuni controlli in sede di approvazione dei prospetti, quanto rispetto all’idea di tutela dell’investitore in prodotti finanziari, la quale non è incentrata sulla valutazione contenutistica del «prodotto» e tantomeno sull’accertamento della conformità del prodotto ad un predeterminato tipo, neppure nei rari casi in cui l’offerta al pubblico non è «intermediata».

Quando poi l’offerta è «intermediata», il controllo ha ad oggetto l’osservanza delle regole di condotta e organizzative di settore (artt. 5, co. 3°, 21 e 190 TUF), che gli intermediari del mercato mobiliare sono tenuti ad osservare (al fine di eliminare o attenuare le asimmetrie informative con i clienti) nello svolgimento della loro attività; attività che – è bene ribadirlo (v. *supra* § 2) – è legata all’obiettivo di fornire un «servizio» al cliente piuttosto che alla logica, ormai superata, della mera vendita del prodotto all’investitore. Ciò che in altre parole qui si vuol dire, è che, quando l’offerta al pubblico è «intermediata», a maggior ragione il modello di vigilanza non è incentrato sul «prodotto», ruotando il sistema dei controlli sulla vigilanza della trasparenza e della correttezza dell’organizzazione e dell’agire degli «intermediari», che, attraverso la prestazione dei servizi d’investimento, consentono la circolazione degli investimenti <sup>(21)</sup>.

## 6. Conclusioni

Credo che dalle riflessioni che precedono possono essere tratte alcune osservazioni conclusive.

Posto che non sembra ammissibile alterare la natura degli investimenti finanziari, neutralizzando del tutto il rischio economico che è loro proprio con l’inibire la possibilità, per chi lo voglia (qualsiasi sia la sua «classe» di appartenenza), di acquistare prodotti (anche) strutturati e complessi, la trasparenza e la tecnica di tipizzazione (e i relativi controlli amministrativi) rappresentano due possibili antidoti per temperare e presidiare il

---

<sup>(20)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9025420 del 24 marzo 2009, p. 5, cit.

<sup>(21)</sup> Sulle specificità dei modelli di vigilanza Consob in materia di intermediari sia consentito rinviare a DE MARI M., *I “nuovi” poteri della Consob e la vigilanza sull’attività d’intermediazione mobiliare*, in AA.VV., *L’attuazione della MiFID in Italia* a cura di R. D’Apice, Bologna, 2010, 658 ss.

rischio di atipicità degli strumenti finanziari destinati alla circolazione; rischio generato dall'autonomia privata applicata al campo dell'innovazione finanziaria.

La trasparenza probabilmente – secondo l'icastica immagine di Louis D. Brandeis – continua ad essere, come il sole splendente, il miglior disinfettante del mercato («*sunlight is said to be the best of disinfectants*»); questa tuttavia non si è dimostrata sempre appropriata per ovviare a problemi di difettosa allocazione degli investimenti finanziari, soprattutto quando nuovi prodotti finanziari a struttura complessa ed opachi sono stati offerti o collocati presso investitori sforniti delle adeguate conoscenze tecniche. La materia finanziaria presuppone, da parte dell'investitore, nozioni di non facile e immediata comprensione, che le stesse regole di trasparenza più sofisticate non sono in grado di fornire, almeno nei tempi rapidi presupposti dall'investimento di natura finanziaria. Le regole di trasparenza vengono in soccorso di coloro che hanno attitudine e vigilanza in campo finanziario, non di coloro che tali capacità non hanno («*vigilantibus non dormientibus iura succurunt*»). L'investitore medio si trova infatti, come è stato osservato, in una condizione di «*ignoranza razionale*». Resta in tali casi un considerevole *gap* informativo tra chi acquista il prodotto e chi quel prodotto emette, nonostante il ruolo giocato dagli intermediari mobiliari per attenuare le asimmetrie informative.

La strada tuttavia non può essere neppure quella della tipizzazione legislativa o regolamentare dei prodotti finanziari, volta in realtà ad un controllo di conformità preventivo, finalizzato ad inibire la vendita dei prodotti non coerenti con le caratteristiche del tipo predeterminato. Ciò, oltre a non essere in linea – come si è detto – con i principi risultanti dal recepimento delle direttive comunitarie in materia, risulta di fatto illusorio, non essendo né possibile né pensabile classificare l'universo dei prodotti finanziari (che – si sa – soprattutto i più nuovi e complessi hanno origine e valenza transnazionale), né esercitare sugli stessi un generale controllo di difformità o di tipicità tra il reale e il tipizzato.

Tantomeno si può pragmaticamente credere a una palingenesi etica dell'industria finanziaria, dove ogni attore reciti rigorosamente la propria parte senza comportamenti opportunistici e conflitti d'interesse.

Naturalmente la panacea di tutti i mali non esiste e neppure esiste un rimedio unitario per tutti i prodotti finanziari utile per fronteggiare le disarmonie che si sono evidenziate, né questa può essere la sede per delineare le possibili terapie in termini generali, volendosi qui solo proporre un tema di discussione con i suoi profili di criticità. L'impressione tuttavia è che una seria possibilità di alzare il livello di tutela in materia d'investimenti finanziari sia rappresentata dalla valorizzazione – in capo agli emittenti e agli intermediari – di più stringenti presidi organizzativi, idonei, già *ex ante* (ossia prima della c.d. «profilatura» in concreto del cliente), a garantire che le caratteristiche dei prodotti creati e negoziati con la clientela siano effettivamente consoni alle esigenze di quest'ultima e che prefigurino modalità di commercializzazione atte ad evitare che gli investitori scelgano prodotti manifestamente inadatti.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

ANNUNZIATA F.

2006 *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino

BESSONE M.

2002 *I mercati mobiliari*, Milano

CARBONE S.

2000 *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Riv. dir. comm. inter.*, p. 4 ss.

CARRIERO G.

2009 *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Dir. banc. merc. fin.*, I, p. 197 ss.

CONSOB

2009 “*Saggi in onore del prof. Tancredi Bianchi*”, Intervento del presidente della Consob 27 novembre 2009, in [www.consob.it](http://www.consob.it)

COSTI R.

2007 *L'ordinamento bancario*, Bologna (4<sup>^</sup>ediz.)

DE MARI M.

2009 *Adeguatezza degli assetti societari e profili di responsabilità*, in *Nuovo Diritto delle Società*, n. 3, p. 51 ss.

DE MARI M.

2010 *I “nuovi” poteri della Consob e la vigilanza sull’attività d’intermediazione mobiliare*, in AA.VV., *L’attuazione della MiFID in Italia* a cura di R. D’Apice, Bologna, p. 635 ss.

DE NOVA G.

1994 *Trasparenza e connotazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, p. 935 ss.

FERRARINI G.

1993 *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, nel *Tratt. delle S.p.A.* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10<sup>\*\*</sup>, Torino

FERRO-LUZZI P.

2004 *Lezioni di diritto bancario*, vol. I, Parte generale, Torino (2<sup>^</sup> ediz.)

GAZZONI F.

2001 *Manuale di diritto privato*, Torino (11<sup>^</sup> ediz.)

INZITARI B.

2009 *Sanzioni Consob per l’attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. “rimodulazioni”*, in *Giur. it.*, p. 1693 ss.

LINCIANO N.

2008 *La crisi dei mutui subprime (Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per l’autorità di vigilanza)*, *Quaderni di Finanza della Consob n. 62*, Roma

LA ROCCA G.

2009 *Autonomia privata e mercato dei capitali (La nozione civilistica di “strumento finanziario”)*, Torino

MARTORANO F.

2002 *Titoli di credito (Titoli non de materializzati)*, in *Tratt. dir. civ. comm.* già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano

MERUSI F.

2009 *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, p. 253 ss.

MINENNA M. / BOI G.M. / RUSSO A. / VERZELLA P. / OLIVA A.

2009 *Un approccio quantitativo risk based per la trasparenza dei prodotti d'investimento non equity*, *Quaderno di finanza Consob n. 63*, Roma

MIOLA M.

2002 *Commento all'art. 94*, in *Testo Unico della Finanza, Commentario* diretto da G.F. Campobasso, Torino, p. 799

MIOLA M.

2009 *Le cartolarizzazioni e la crisi dei mercati finanziari*, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it), pp. 1-26

MONDINI P.F.

2007 *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione di servizi di investimento nell'ordinamento statunitense*, in *Banche, servizi d'investimento e conflitti d'interesse* a cura di M. Anolli/A. Banfi/G. Presti/M. Rescigno, Bologna, p. 197 ss.

NIGRO A.

1998 *Disciplina di trasparenza delle operazioni bancarie e contenuto delle condizioni contrattuali: note esegetiche*, in *Dir. banc. merc. fin.*, I, p. 519 ss.

NIGRO A.,

2007 *Sub art. 14 lett f*, in *La tutela del risparmio* a cura di A. Nigro e V. Santoro, Torino, p. 140

NIGRO A.

2009 *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banc. merc. fin.*, I, p. 13 ss.

PARCU P.L.

2009 *Tutela dei risparmiatori meno spazio per l'Antitrust*, in *Consumatori, Diritti e Mercato n. 2* p. 80 ss.

PERRONE A.

2007 *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in *Banche, servizi d'investimento e conflitti d'interesse* a cura di M. Anolli/A. Banfi /G. Presti /M. Rescigno, Bologna, p. 57 ss.

ROSSI G.

2009 *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. dir. soc.*, p. 929 ss.

SALAMONE L./ONZA M.

2009 *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 567, nonché in AA.VV., *L'attuazione della MiFID in Italia* a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 141 ss.

SALANITRO N.

2009 *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.* I, p. 1 ss., ora anche in AA.VV., *Giuseppe Ferri e il legislatore*, Napoli, 2009, p. 105 ss.

SCOGNAMIGLIO G.

2009 *Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative* a cura di M. de Mari, Padova, p. 3 ss.

SPADA L.

2010 *Il collocamento*, in AA.VV., *L'attuazione della MiFID in Italia* a cura di R. D'Apice, Bologna, p. 165 ss.

SPADA P.

1986 *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, p. 13 ss.

TARANTOLA A.M.

2009 *Banca e Mercato, quali prospettive ?*, Intervento del vice direttore generale della Banca d'Italia, in *Atti del Convegno di Courmayeur 25-26 settembre 2009* (in corso di pubblicazione)

TURI A./ADRIA F.

2010 *Organizzazione e procedure per la corretta e trasparente prestazione dei servizi*, in AA.VV., *L'attuazione della MiFID in Italia* a cura di R. D'Apice, Bologna, p. 325 ss.