

VII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'INFLUENZA DEL DIRITTO EUROPEO SUL DIRITTO COMMERCIALE ITALIANO:  
VALORI, PRINCIPI, INTERESSI"

Roma, 26-27 febbraio 2016

SIMONA SARDELLI

**La tutela dell'investitore alla luce della Direttiva MiFID II, del regolamento  
MiFIR e dell'Action Plan sulla Capital Markets Union**

SOMMARIO: 1. La ratio dell'evoluzione legislativa. - 2. Il ruolo della Capital Markets Union e del Green Paper del 30 settembre 2015. - 3. La centralità della tutela dell'investitore. - 4. Conclusioni.

*1. La ratio dell'evoluzione legislativa.*

L'entrata in vigore nel novembre 2007 della *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID I - 2004/39/CE), intervenuta a disciplinare i meccanismi di negoziazione di titoli azionari nell'Unione Europea, ha segnato una nuova era per i mercati finanziari degli Stati Membri. Invero, le regole di negoziazione dei titoli, contenute nella Direttiva MiFID I, sono state progettate proprio al fine di rimodellare il mercato di negoziazione nell'Unione Europea, così da soddisfare i requisiti di celerità delle operazioni, efficienza dei mercati e tutela dell'investitore (soprattutto il piccolo)<sup>1</sup>. Ciò in quanto - come si chiarirà meglio nei paragrafi che seguono - se da un lato certamente le norme di fonte nazionale hanno contribuito alla frammentazione dei mercati mobiliari, dall'altro esse - grazie anche allo

---

<sup>1</sup> A. CRISCIONE, *Investitori retail al riparo da prodotti «complessi»*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 luglio 2015.

sfruttamento delle innovazioni nel settore ed ai progressi tecnologici – hanno anche dato adito ad una maggiore concorrenza tra le sedi di negoziazione sul territorio europeo, agevolando la convergenza verso un percorso di regolamentazione sempre più efficace.

La MiFID imponeva il suo recepimento negli Stati Membri entro il 1 novembre 2007 e prevedeva all'epoca una prima revisione del testo – con riferimento a talune specifiche materie – già nel 2008. Come noto, proprio in quel periodo, i problemi che stavano emergendo a causa della crisi dei mercati (che ha fatto registrare complessivamente perdite nel sistema bancario a livello mondiale equivalenti ad almeno un trilione di dollari<sup>2</sup>) e resisi evidenti per lo più nel 2008, nonché l'esigenza di valutare i risultati a cui le disposizioni della prima stesura avevano portato, hanno condizionato fortemente l'attività di revisione della Direttiva, a partire dal G20 di Pittsburgh del 2009<sup>3</sup>.

A tal proposito, uno dei fattori, seppur non prettamente economico, che ha inciso inesorabilmente sull'andamento della crisi finanziaria è stata la fiducia dei consumatori<sup>4</sup>.

Invero, è ormai fatto notorio che la mancanza di trasparenza sulle operazioni, la scarsa informazione dei rischi che tali operazioni comportano, la superficiale gestione dei conflitti di interesse, a cui va aggiunta una legislazione che ha manifestato delle grosse falle in termini di tutela dell'investitore e soprattutto un'incapacità di adattarsi rapidamente alle esigenze di questi ultimi, hanno fatto sì che i consumatori dei diversi Paesi dell'Unione abbiano acquistato e fruito di strumenti finanziari, nonché

---

<sup>2</sup> T. ADRIAN, H. S. SHIN, *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09*, in *Staff Report No. 439*, Federal Reserve Bank of New York, 2010, p. 1; G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in *ECGI Working Paper*, 2005, 40, p. 5 ss.; Trib. Torino, 10 giugno 2014, n. 4208, in *Redazione Giuffrè* 2014.

<sup>3</sup> Vertice del G20 di Pittsburgh del 24-25 settembre 2009. N. COPLIN, *Global Financial Governance & Impact Report 2013*, in *New Rules for Global Finance*, 2013, p. 26.

<sup>4</sup> A. CRISCIONE, *I risparmiatori avvertono l'accentuarsi del rischio*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 4 luglio 2015; R. FATIGUSO, *Cina, settimana nera con l'incubo «bolla»*, *ivi*, 4 luglio 2015; M. BELCREDI, G. FERRARINI, *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013; S. M. BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press, Oxford, 2012; M. RENNER, *Death by Complexity – The Financial Crisis and the Crisis of the Law in Society*, in P.F. KJAER, G. TEUBNER, A. FEBBRAJO, *The Financial Crisis in Constitutional Perspective*, Hart Publishing Oxford, Oxford, 2011, p. 93 ss.

prodotti assicurativi e servizi di investimento, che non avrebbero dovuto essere considerati per loro appropriati<sup>5</sup>.

In questo modo, la MiFID II (2014/65/UE) viene ad essere parte del processo di rafforzamento dell'efficacia della regolamentazione del funzionamento dei mercati finanziari, mirando a coprire, anche e soprattutto, aree che fino a quel momento non avevano costituito oggetto di regolamentazione; maggiore trasparenza, tutela degli investitori e stabilità dei mercati sono i principali elementi per dare ai mercati finanziari (europei) una struttura più sicura, stabile, resistente e che non contenga lacune. In altri termini, infatti, alla luce della riduzione del numero di fattispecie e soggetti esenti dall'applicazione della disciplina e dell'estensione del campo di applicazione della stessa - nonché dell'ampiezza delle misure di esecuzione -, insieme al ruolo delle autorità di vigilanza nazionali e dell'ESMA, non dovrebbe residuare più spazio per l'autoregolamentazione<sup>6</sup>. Inoltre, la revisione della Direttiva ha presentato alcune definizioni in maniera decisamente più chiara, contribuendo così a rendere più armonica la normativa e a far diventare le prassi di vigilanza talmente rigorose e puntuali da far sì che possano abbinare l'aspetto sanzionatorio e quello di mero deterrente. A ciò va poi aggiunta la considerazione che la recente crisi finanziaria globale ha dimostrato che l'interposizione di un consulente d'investimento professionale tra l'investitore e l'emittente non garantisce affatto che il primo sia tutelato, così come d'altronde i numerosi esempi di

---

<sup>5</sup> A. CRISCIONE, *Adeguatezza per il cliente oppure scattano le sanzioni*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 12 settembre 2015; Id., *L'incertezza rende l'investitore "emotivo"*, *ivi*, 4 luglio 2015; J. VILLAR BURKE, *The Financial Crisis and the EU Response C. The Regulatory Reform of the Single Market for Financial Services*, 3 agosto 2014, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); M. INTROZZI, *Tango bond, verdetto entro fine anno*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 giugno 2014; CESR, *MiFID Complex and Non-Complex Financial Instruments for the Purposes of the Directive's appropriateness requirements*, 14 maggio 2009, reperibile su [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu); M. RICHARDSON, A. ACHARIA, *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Wiley & Sons, New York, 2009; G. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, p. 1027.

<sup>6</sup> O.O. CHEREDNYCHENKO, *Public Supervision Over Private Relationships: Towards European Supervision Private Law?*, in *European Review of Private Law*, 2014, 1, p. 37 ss.; F. DELLA NEGRA, *The Effects of the ESMA's Powers on National Contract Law*, Seminario "The European Institutional Responses to the Challenges of Supervising Financial Markets", Berlino, University of Applied Sciences, 5 dicembre 2014.

scandali e crolli del mercato dimostrano<sup>7</sup>.

Non si può, infine, sottovalutare il fatto che un controllo ed una regolazione unitaria potrebbero comportare anche un'unica raccolta di dati ed informazioni riguardanti le imprese soggette al detto controllo. Sebbene l'obiettivo di una tale scelta sia evidentemente comprensibile e meritevole di seguito, è stata in proposito sollevata una spinosa questione – che ad oggi non ha ancora trovato soluzione – se tali elementi debbano essere indicati direttamente dalle singole imprese alle autorità di controllo o se debbano essere, invece, gli intermediari finanziari a procurarsene. E' bene, innanzitutto, precisare che il metodo di raccolta dei dati comporterebbe problemi in entrambi i casi: nel primo si richiederebbe alle piccole e medie imprese di sostenere un'importante spesa per produrli, elaborarli e trasmetterli all'autorità; nel secondo, non è pensabile che le istituzioni finanziarie fungano da archivio di tutta la documentazione aziendale dei propri clienti (tralasciando, poi, il fatto che in questo caso si porrebbero anche non secondari problemi di tutela della *privacy*).

Inoltre, uno specifico rilievo merita il fatto che la crisi finanziaria del 2008 - come sottolineato nella relazione della Commissione europea inerente la "Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC<sup>8</sup>, le controparti centrali ed i repertori di dati sulle negoziazioni" del 15 settembre 2010 - ha portato i derivati negoziati fuori borsa, (cc.dd. *Over-The-Counter* - OTC) al centro dell'attenzione delle autorità di controllo. Alcune vicende significative, come il quasi crollo di Bear Sterns nel marzo 2008, il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 e il

---

<sup>7</sup> D. BUSCH, *Why MiFID Matters to Private Law. The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, 7, p. 386 ss.; F. GALGANO, G. VISENTINI, *Mercato finanziario e tutela del risparmiatore*, Cedam, Padova, 2006, p. 1 ss.

<sup>8</sup> A. CRISCIONE, *Nella bufera i risparmiatori si fermano ad aspettare*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 5 settembre 2015; *Consob apre agli esposti online dei risparmiatori*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 luglio 2015; D. MASCIANDARO, *Salvare i risparmiatori greci prima di salvare le banche*, *ivi*, 13 luglio 2015; *Aiba: broker al 40% dei danni*, *ivi*, 27 giugno 2015; M. MONTI, *Tango bond, altro stop alle cedole*, *ivi*, 27 marzo 2015; S. FILIPPETTI, *Citigroup e l'ultima beffa per i truffati della Parmalat*, *ivi*, 11 marzo 2015; A. STEVENSON, I. CASELLI, *Argentina Is in Default, and Also Maybe in Denial*, in *The New York Times*, 31 luglio 2014; M. PELLEGRINI, *Financial Derivatives. Regulation and Disputes in the Italian Legal Order*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, p. 373 ss.; D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, p. 45 ss.; F. CAPRIGLIONE, *I prodotti "derivati": strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, p. 359 ss.

salvataggio di AIG nello stesso mese, hanno messo in luce le lacune del funzionamento di questo tipo di mercato<sup>9</sup>.

Alla luce di tutte queste considerazioni, è facilmente immaginabile che i dibattiti relativi alle riforme legislative in tema di piattaforme di negoziazione di titoli abbiano fatto sì che l'intervento pubblico si concretizzasse principalmente in una ristrutturazione dei titoli e dei mercati dei derivati, limitando l'ambito di autoregolamentazione e - nello specifico - quello del segmento dei derivati.

In tal modo, gli Stati Membri sono rimasti liberi di adottare la disciplina procedurale ritenuta più idonea a raggiungere gli obiettivi prefissati (principio dell'autonomia procedurale), a condizione, però, che le procedure nazionali non siano meno efficaci di quelle che riguardano ricorsi analoghi di natura interna (principio di equivalenza) e che non rendano eccessivamente difficile - se non impossibile - l'esercizio del diritto conferito (principio di effettività). E' evidente, quindi, come la revisione non ha costituito solo un mero adattamento delle disposizioni all'evoluzione del

---

<sup>9</sup> Per porre un rimedio a tale situazione, la Commissione europea ha diffuso la Comunicazione "Guidare la ripresa in Europa" (4 marzo 2009), con cui la stessa si impegnava a presentare - sulla base di una relazione sui derivati e su altri prodotti strutturati complessi - iniziative idonee ad aumentare la trasparenza e ad affrontare i problemi connessi all'instabilità finanziaria; nonché la Comunicazione "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi" (3 luglio 2009), riguardante l'analisi del ruolo ricoperto dai derivati nella crisi finanziaria, dei benefici e dei rischi associati a questo tipo di mercato e dei mezzi per ridurre i rischi individuati. Tutto ciò ha fatto sì che i *leader* internazionali riunitisi nel G20 - prima a Pittsburgh nel settembre 2009 e poi a Toronto nel giugno 2010 - convogliassero la propria attenzione nel rafforzamento del sistema finanziario inteso in un'ottica complessiva. Nello specifico, durante il Vertice G20 di Pittsburgh del 2009, cercando di rendere più sicure le transazioni sul mercato dei derivati, si è convenuto che, al massimo entro la fine del 2012, tutti i contratti derivati OTC standardizzati avrebbero dovuto essere negoziati in borsa (o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione e compensati mediante controparti centrali) e che i contratti derivati OTC avrebbero dovuto essere segnalati agli enti competenti a raccogliere i dati sulle negoziazioni. Infine, per i contratti non compensati a livello centrale venne previsto il soddisfacimento di requisiti patrimoniali più elevati. Nel giugno 2010, invece, durante gli incontri del G20 a Toronto venne riaffermato un tale impegno ed i presenti convenirono di accelerare l'attuazione di misure normative più stringenti per accrescere la trasparenza, ma soprattutto il controllo, in modo omogeneo ed uniforme a livello internazionale, dei derivati negoziati al di fuori dei listini ufficiali. I. BUFACCHI, *Una polizza per i BTP*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 luglio 2015; W. RIOLFI, *Mercati «volatili», anzi manipolati*, *ivi*, 6 giugno 2015; G. ODDO, *Crack Parmalat, maxi-processo per riciclaggio*, *ivi*, 29 maggio 2015; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 779 ss.; V. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema della efficacia delle regole informative*, in *Contr. e impresa*, 2010, p. 505 ss.

contesto economico, ma ha rappresentato una significativa opportunità per consolidare il ruolo del mercato interno e per riguadagnare la fiducia degli investitori, gravemente danneggiata dalla stessa crisi.

Vi è da dire, infine, che queste nuove priorità sono il frutto di un dibattito sulle cause della crisi finanziaria, che si è imposto su entrambi i lati dell'Atlantico e che ha portato alla strutturazione di nuovi organismi – insieme alla riorganizzazione di quelli già esistenti – per intervenire sui mercati in un'ottica di monitoraggio ed attenzione ai rischi sistemici<sup>10</sup>. Ed è stato proprio durante gli anni della crisi che gli emittenti – ma soprattutto gli investitori – sono diventati più impegnati, anche in termini di pressione politica, affinché i governi si adoperassero in riforme che avessero ad oggetto i mercati finanziari (in particolare, numerose sono state le pressioni di riforma legislativa che hanno riguardato gli strumenti derivati<sup>11</sup>). Dunque, un importante numero di consultazioni pubbliche è stato avviato, sia a livello comunitario che internazionale, per rispondere alle insistenti richieste, presentate dagli attori del mercato, di evitare che le innovazioni si risolvessero in interventi circoscritti e mirati che andassero a beneficio esclusivo di determinati emittenti (e relativi investitori)<sup>12</sup>; l'obiettivo che, invece, avrebbe dovuto accompagnare il progetto di innovazione legislativa era quello di disincentivare gli operatori del mercato a tenere quei comportamenti pre-crisi, evitando così di innescare i medesimi meccanismi che avevano creato sul mercato patologiche situazioni<sup>13</sup>. E, non a caso, proprio all'indomani della recente crisi, il settore maggiormente preso di mira sotto questo punto di vista è stato quello della finanza strutturata, che è stata ampiamente identificata tra le cause principali dei tracolli del mercato<sup>14</sup>. Si è sostenuto, infatti, che questi tipi di meccanismi hanno privato gli investitori

---

<sup>10</sup> M. MONTI, *Rischio bolla per i bond cinesi*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 giugno 2015; G. FERRARINI, P. GIUDICI, cit. (nt. 2), p. 32 ss.

<sup>11</sup> O. WYMAN, *The real financial crisis: Why financial intermediation is failing. State of the financial service industry report 2012*, Marsh & McLennan Companies, New York, 2012.

<sup>12</sup> M. MARI, *Fondi esteri, richiamo Consob: «Pieno rispetto della Mifid»*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 luglio 2015.

<sup>13</sup> S. MAIJOOR, *Speech: Investor Protection and an integrated EU-Capital Market*, conferenza *Better Finance for All – International Investor's Conference 2014: Shareholder Rights in Europe 2020*, Wiesbaden, Germania, 9 dicembre 2014.

<sup>14</sup> *Macro-prudential analysis and intellectual challenge*, in *Summary of the Turner Review*, 18 Marzo 2009, 10 ss., disponibile su [www.cicero-europe.com](http://www.cicero-europe.com).

dell'Eurozona delle fondamentali fonti diversificate di finanziamento, riducendo drasticamente la possibilità per questi ultimi di ripartire adeguatamente i rischi dei loro investimenti<sup>15</sup>.

Ciò ha portato, come anticipato, a un nuovo testo di legge, la Direttiva MiFID II, ed alla predisposizione del conseguente nuovo regolamento attuativo (il c.d. Regolamento MiFIR - n. 648/2012). La prima è intervenuta specificamente in materia di servizi di investimento, procedura e requisiti autorizzativi, regole di negoziazione, requisiti di *governance* interna ed esterna delle imprese di investimento e sedi di negoziazione. Come si evince, l'obiettivo ultimo di questa revisione è stato l'estensione dell'ambito di applicazione ad ulteriori opportunità di negoziazione per arrivare a comprendere una gamma sempre più ampia di strumenti e di sedi<sup>16</sup>.

Il Regolamento MiFIR, invece, istituisce regole comuni applicabili in via diretta in tutti gli Stati Membri e verte principalmente sulla negoziazione obbligatoria degli strumenti derivati, sulla divulgazione di dati, sulla trasparenza del commercio e sull'accesso non discriminatorio alle sedi di negoziazione<sup>17</sup>.

Il programma iniziale prevedeva il recepimento della Direttiva entro 2 anni dalla sua pubblicazione in G.U.C.E., mentre il regolamento sarebbe dovuto essere applicato dagli Stati Membri entro 32 mesi dalla sua entrata in vigore (a condizione che venissero adottate le misure di esecuzione previste) e fatta salva l'immediata applicazione di alcune specifiche disposizioni. Nel 2015, però, diversi soggetti (sia operatori del mercato, che regolatori nazionali) hanno lamentato che i tempi di attuazione fossero decisamente compressi e, per questo motivo, hanno chiesto, avallati dall'ESMA, che l'entrata in vigore delle discipline nazionali di recepimento della Direttiva Mifid II slittassero di un anno (quindi almeno al 2018). Tale posticipazione dovrebbe consentire, principalmente agli emittenti, di arrivare preparati all'imposizione di nuove regole in tema specialmente di comunicazione alla

---

<sup>15</sup> J. HILL, *Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*, Commissione Europea, 26 settembre 2014, disponibile su [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu).

<sup>16</sup> G. A. FERRARINI, P. SAGUATO, *Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: From EMIR to MiFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2013, 13, p. 319 ss.; D. VALIANTE, K. LANNOO, *MiFID 2.0: Casting New Light on Europe's Capital Markets. Report of the ECMI-CEPS Task Force on the MiFID Review*, Centre For European Policy Studies, Bruxelles, 2011.

<sup>17</sup> G. A. FERRARINI, P. SAGUATO, cit. (nt. 16).

clientela<sup>18</sup>.

Nel proporre i nuovi testi, la Commissione ha ricordato che la MiFID ha mantenuto un elevato livello di concorrenza tra gli Stati Membri, garantendo però una più profonda integrazione tra gli stessi, ha reso più ampia la scelta degli investitori e – aspetto da non sottovalutare – ha garantito una diminuzione dei costi di ogni transazione<sup>19</sup>. Allo stesso tempo, però, la Commissione ha evidenziato alcune difficoltà: è stato rilevato, infatti, che i benefici della concorrenza non venivano fruiti in ugual misura da tutti gli attori del mercato e, alle volte, gli utenti finali non ne beneficiavano per nulla<sup>20</sup>; il tutto in una situazione, in cui la frammentazione del mercato aveva reso i meccanismi della negoziazione sempre più strutturati e complessi<sup>21</sup>.

In quest'ottica, quindi, le direttive MiFID diventano il tassello di un quadro legislativo e regolamentare più ampio che riguarda l'intermediazione finanziaria complessivamente intesa, punto di partenza importante per assicurare che la revisione della MiFID I mantenga coerenza nel contesto delle altre leggi e regolamenti in materia, al fine di creare un regime compiuto ed armonizzato per tutti i servizi di investimento. Infatti, mentre il progetto iniziale di revisione si era limitato a rafforzare le norme di comportamento e a procedere all'aggiornamento delle colonne portanti della struttura legislativa,

---

<sup>18</sup> Alcune iniziative rilevanti e convergenti in questo senso sono state la *task force* IOSCO/Basilea (*EU Commission, Banking and finance, Simple, Transparent and Standardised ("STS") Securitizations, Public Consultation* 18.02.2015), volta a definire i criteri per identificare dei modelli di cartolarizzazione semplice, trasparente e comparabile (CBVB, IOSCO 2014); per altro va ricordato che un trattamento differenziato di cartolarizzazione che soddisfa i criteri STS era già stato introdotto dal Regolamento Solvency II (Regolamento UE 2015/35) e dal Regolamento *Liquidity Coverage Ratio* (Regolamento UE 575/2013), che vengono applicati rispettivamente ad assicurazioni e banche in qualità di investitori in cartolarizzazione. Merita menzione, inoltre, l'iniziativa dell'Autorità Bancaria Europea (*European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015) 468 final, Bruxelles, 30.9.2015*), come attività di consulenza per la Commissione sui criteri di cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata al fine di applicare un approccio prudenziale e più sensibile al rischio (EBA 2015).

<sup>19</sup> T. FOUCAULT, A. MENKVELD, *Competition for order flow and smart order routing systems*, in *Journal of Finance*, 2008, 63; M. TISON, *The Civil Law Effects of MiFID in a Comparative Law Perspective*, in *Financial Law Institute Working Paper No. WP 2010-05*, p. 10 ss.; S. GRUNDMANN, Y.M. ATAMER, *European Contract Law and Banking Contracts after the Financial Crisis: Challenges for Contracting and Market Transactions*, in Id., *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*, Kluwer Law International, Londra, 2011, p. 28.

<sup>20</sup> LE GUIDE DELLA BANCA D'ITALIA, *Il Credito ai consumatori in parole semplici*, 2013.

<sup>21</sup> G. A. FERRARINI, P. SAGUATO, cit. (nt. 16).

diversi sono stati i fattori (ad esempio maggiore trasparenza, tutela degli investitori e stabilità dei mercati) che hanno imposto una più ampia modifica della direttiva; è emersa in numerosi dibattiti, infatti, la necessità di un'unica strategia europea idonea ad affrontare i fallimenti dei mercati, ripristinare la fiducia degli investitori, dare uno slancio a tutti i numerosi mercati interni per renderli più dinamici e competitivi al fine di favorire anche le transazioni transfrontaliere<sup>22</sup>. Un tentativo della Commissione, quindi, di fornire all'Unione Europea strumenti efficienti per rimanere al passo con le sfide che l'Unione monetaria ed il mercato unico integrato dei servizi finanziari hanno proposto, considerato che sono state proprio le barriere economiche, giuridiche e sociali tra gli Stati Membri (una fra tutte, i differenti regimi di tassazione) che hanno rallentato la creazione di una vendita diretta al consumatore nel mercato finanziario paneuropeo)<sup>23</sup>.

Un aspetto specifico del dibattito, che - tra gli altri - è emerso, concerne il fatto che la tutela degli investitori prevista all'interno della legislazione rischia non solo di imporre costi ingenti sugli stessi investitori - a tutto vantaggio dunque delle imprese di investimento -, ma in molti casi ha anche mancato di soddisfare le promesse di rendimento che un investimento ad alto rischio avrebbe dovuto soddisfare. Infatti, come taluno ha sottolineato<sup>24</sup>, l'efficacia della tutela degli investitori, pur dipendendo principalmente dalla qualità dell'attuazione della disciplina, viene ad essere messa completamente in discussione in caso di assenza di una decisa

---

<sup>22</sup> G. VEGEZZI, *Le banche estere assicurano: l'Italia attira sempre più capitali*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 luglio 2015; *Investimenti e paure degli italiani*, *ivi*, 4 luglio 2015; F. CAFAGGI, G. P. MILLER, *The Governance and Regulation of International Finance*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham (UK), 2013, p. 32; G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e regole di validità nel diritto italiano - europeo*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2013, p. 128 ss.; H. DEGRYSE, *Competition between Financial Markets in Europe: What Can Be Expected from MiFID?*, in *Financial Markets and Portfolio Management*, 2009, 23, p. 93 ss.; R. J. HERRING, J. CARMASSI, *The Structure of Cross-sector Financial Supervision*, in *Journal of Financial Markets, Institutions and Instruments*, 2008, 17, p. 51 ss.

<sup>23</sup> M. LASTRA, *International Financial and Monetary Law*, Oxford University Press, Oxford, 2015, p. 112-113; A. JOBST, *Asset-Based Funding and Integrated Capital Markets in Europe*, Conferenza ECBC Long-Term Financing & the Capital Markets Union: The Role of Covered Bonds, Bruxelles, 24 febbraio 2015.

<sup>24</sup> V. BAVOSO, *High Quality Securitisation and EU Capital Markets Union - Is it Possible?*, in *Journal of Financial Perspectives*, 1 dicembre 2015; O. O. CHEREDNYCHENKO, *The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?*, in *Journal of Consumer Policy*, 2010, p. 408.

reazione agli abusi perpetrati durante le attività di negoziazione degli strumenti finanziari.

La riforma legislativa che si sono susseguite, essendo incentrate sul concetto cardine che un investitore informato è anche un investitore protetto, hanno cercato di ridurre le asimmetrie informative - tra il primo e gli intermediari finanziari - quanto più possibile<sup>25</sup>. A livello teorico tale strategia ha trovato numerosi riscontri<sup>26</sup>. Purtroppo, però, la prassi ha dimostrato che - per esempio - fornire ad un investitore al dettaglio un prospetto completo e chiedergli di fondare la decisione di investimento unicamente su quel documento risulta una strategia altrettanto inefficace; il prospetto, infatti, richiede una specifica capacità di saperlo leggere e comprendere, sfida che un soggetto non esperto di discipline economiche e finanziarie non è in grado di affrontare. Quindi, di fatto, il piccolo investitore deve, comunque, affidarsi alle soluzioni che l'intermediario propone<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> Corte di giustizia delle Comunità europee, *Pikoulas v. Kefalayiagoras*, Case C-430/05, 2007. Così M. FRISONE, *Informazione continua con i clienti*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 11 luglio 2015; P. MACIOCCHI, *Ai clienti informazioni incomplete*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 marzo 2015; A. PERRONE, S. VALENTE, *Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts*, in *EBOLR*, 2012, 13, p. 31 ss.; N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, *ivi*, p. 169 ss.; D. ROSSANO, *Le "tecniche cognitive" nei contratti di intermediazione finanziaria*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2011, p. 29 ss.; N. MOLONEY, *How to Protect Investors. Lessons from the EC and from the UK*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, p. 292; F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 31 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'amarabadan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 896 ss.; R. RUOZI (a cura di), *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, EGEA, Milano, 1990; D. CORAPI, *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in P. ALVISI, P. BALZARANI, G. CARCANO (a cura di), *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi Venezia, 5-7 novembre 1981, Giuffrè, Milano, 1982, p. 694.

<sup>26</sup> A. AGOSTO, R. ROCCA, *I flussi finanziari guidano la stima del rischio-credito*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 agosto 2015; DE POLI, *Note minime su strumenti finanziari e mezzi di tutela dell'investitore*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), giugno 2012, p. 8; V. PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive*, Cedam, Padova, 2008, p. 190 ss.

<sup>27</sup> *Cultura finanziaria e norme di settore al centro dei corsi*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2015; A. CRISCIONE, *Il rischio si affronta meglio con l'aiuto del consulente*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 30 maggio 2015; K. LANNOO, *Which Union for Europe's Capital Markets?*, in *ECMI Policy Brief No. 22*, 13 febbraio 2015; AA.VV., *Financial disclosure, risk perception and investment choices*, in *Quaderni di Finanza - Consob*, 2015, n. 82; G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *Client Protection on European Financial Markets - From Inform Your Client to Know Your Product and Beyond: An Assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 1 luglio 2014; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*,

## 2. Il ruolo della Capital Markets Union e del Green Paper del 30 settembre 2015.

La prospettiva della *Capital Markets Union* ha rinvigorito e fornito una nuova prospettiva in tutti i mercati finanziari. Differenti sono i motivi che hanno spinto i diversi attori ad appoggiare un tale tipo di integrazione strutturale delle piattaforme di investimento: ottenere un accesso più agevolato ai finanziamenti per le piccole e medie imprese<sup>28</sup> e – di converso – sganciarsi da un modello societario ancora strettamente dipendente dalla concessione di finanziamenti da parte delle banche, il più diffuso in Europa; implementare uno strumento per superare la frammentazione tipica dei mercati dei capitali europei; cogliere l'occasione per armonizzare alcuni istituti e fattispecie legislative, la cui uniformazione non è ancora stata affrontata a livello europeo (come, ad esempio, la cartolarizzazione); infine, non manca chi vede in questo progetto un'opportunità per la creazione di una autorità di controllo con funzioni assimilabili a quelle della “*Securities and Exchange Commission*” americana per i mercati dei valori mobiliari e che potrebbe arrivare a svolgere un ruolo analogo a quello della Banca Centrale Europea per l'Unione Bancaria<sup>29</sup>.

Non può, però, mancarsi di evidenziare che, nonostante anni di innovazioni legislative tese ad armonizzare la regolamentazione e a dotare i Paesi Membri di una moneta unica, ad oggi i mercati dei capitali europei si

---

in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 779 ss.; N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, cit. (nt. 25), p. 179; U. MORERA, E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *A.G.E.*, 2012, p. 35; AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, in *Quaderni di Finanza - Consob*, 2011, n. 68, p. 6; N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza - Consob*, 2010, n. 66, p. 4 ss.; I. CHIU, *Securities Intermediaries in the Internet Age and the Traditional Principal-Agent Approach Model of Regulation: Some Observations from European Union Securities Regulation*, in *Virginia Business and Law Review*, 2007, p. 307; J. VILLAR BURKE, cit. (nt. 5).

<sup>28</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Green paper. Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63 final; D. VALIANTE, K. LANNOO, cit. (nt. 16). R. GUIDA, R. MASERA, *Does one size fit all? Basel rules and SME financing*, Il Mulino, Bologna, 2014.

<sup>29</sup> N. ANDERSON, M. BROOKE, M. HUME, M. KÜRTÖSIOVÁ, *A European Capital Markets Union: implications for growth and stability*, in *Financial Stability Paper No. 33*, Bank of England, 2015, p. 3 ss.; K. LANNOO, cit. (nt. 27).

presentano ancora frammentati<sup>30</sup>. Certamente, la recente crisi finanziaria ha inciso negativamente sul percorso di uniformazione, ciò non toglie però che – ad esempio – molti operatori di mercato continuano ad essere inseriti in un meccanismo di integrazione esclusivamente verticale e non trasversale<sup>31</sup>, ciò probabilmente anche in ragione del fatto che organismi legittimati di coordinamento a livello europeo sono emersi solo negli ultimi dieci anni e che i più potenti intermediari finanziari sono spesso legati agli Stati Uniti d’America (quindi soggetti ad una disciplina regolamentare fortemente diversa da quella europea ed operanti in un ambiente economico, la cui struttura ed il cui funzionamento – soprattutto per politiche economiche e regole fiscali – non sono paragonabili a quelli degli Stati europei)<sup>32</sup>.

Va ricordato, però, che la CMU, per entrare in piena attività, richiede la strutturazione di un’organizzazione molto complessa ed è verosimile che occorreranno alcuni anni prima che i diversi organismi competenti riescano a diventare pienamente funzionanti e lavorare in modo efficiente, ma soprattutto coordinato (risulta, infatti, di immediata percezione come il mal funzionamento di un anello della catena si può ripercuotere facilmente su tutto il resto)<sup>33</sup>. Le previsioni più ottimistiche, invero, riportano che la maggior parte delle regolamentazioni contenute nella disciplina prevista dalla CMU riuscirà ad entrare in vigore – almeno sulla carta – nel 2019; però, la grande sfida sul campo sarà quella di riuscire ad assicurare la contemporanea esistenza – sia a livello orizzontale che verticale – degli enti istituzionali e degli intermediari finanziari (cosa che implica integrare la disciplina di diritto pubblico con quella di diritto privato), così da arrivare a ridurre la dipendenza di piccole e medie imprese dall’esclusivo finanziamento bancario<sup>34</sup>. La portata dell’impresa ben si evince, infine, se si considera che la

---

<sup>30</sup> E., *The Structure of Financial Supervision in Europe: About single, twin peaks and multiple financial supervisors*, in *EBOR*, 2007, 8, p. 237 ss.

<sup>31</sup> COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets*, Bruxelles, 18 febbraio 2015, SWD(2015) 13 final.

<sup>32</sup> J. PELKAMS, M. SIMONCINI, *Mellowing Meroni: How ESMA can help build the single market*, CEPS, Bruxelles, 2014; F. COLOMBINI, *La crisi finanziaria e la riforma Obama*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2010, p. 201 ss.

<sup>33</sup> J. VILLAR BURKE, A. BORIS, A. SANCHEZ, *An Overview of the European Financial System*, in European Commission, *European Financial Stability and Integration Review*, 27 aprile 2015, p. 10 ss.; N. ANDERSON, M. BROOKE, M. HUME, M. KÜRTÖSIOVÁ, cit. (nt. 29).

<sup>34</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *High-level Conference Financing for Growth – Towards a Capital*

frammentazione riguarda centri finanziari di dimensioni ed organizzazione differenti e non tutte in grado di reagire in maniera omogenea alle medesime sollecitazioni di innovazione legislativa<sup>35</sup>. Numerosi sono poi gli autori, che sottolineano l'importanza del coordinamento delle regole proprie del sistema europeo con quelle degli Stati Uniti d'America (principalmente tra il Dodd-Frank Act e il Regolamento EMIR)<sup>36</sup>.

Sicuramente aperta a questo punto rimane la questione del monitoraggio sul funzionamento della CMU e sul ruolo che l'*European Single Rulebook* ha al riguardo<sup>37</sup>. Quest'ultimo strumento, infatti, ha il precipuo obiettivo di emanare una serie di regole prudenziali in materia di legislazione bancaria, a cui tutti gli emittenti che operano sul territorio dell'Unione devono attenersi; peraltro, è opinione condivisa che esso non sia da solo sufficiente a garantire il controllo dei meccanismi di integrazione dei servizi di finanziamento (che a livello europeo possono fungere da alternativa a quello bancario e contribuire, così, a sostenere le imprese assicurando un appropriato flusso del credito e riducendo in tal modo la vulnerabilità della struttura economica agli *shock* finanziari). A questo particolare aspetto, in diversi periodi storici, non è stata forse prestata la dovuta attenzione, al punto da arrivare negli ultimi anni ad avere un'organizzazione, non solo non coordinata tra i vari enti supervisor (sia a livello orizzontale che verticale), ma soprattutto con pochissimi poteri a livello centrale (europeo) e molti, invece, demandati alle autorità nazionali<sup>38</sup>. Tali condotte hanno, talvolta, addirittura portato all'istaurazione di un meccanismo concorrenziale tra le

---

*Markets Union*, Bruxelles, 6 novembre 2014, e, in particolare, J. HILL, Speech: *Capital Markets Union - Finance Serving the Economy*, J. DE LAROSIERE, Speech: *Finance for Growth - Toward a Capital Markets Union*, R. GUALTIERI, Speech: *Conference Finance for Growth*, D. SCANNAPIECO, Speech *Conference on Finance for Growth*, S. MAIJOOR, Speech: *Capital Markets Union - Building Competitive, Efficient Capital Markets Trusted by Investors*. Si vedano, inoltre, Y. MERSCH, Speech: *Capital Markets Union - The 'Why' and the 'How'*, High Level Workshop EBI-IMF, Bruxelles, 22 ottobre 2014 e N. VERON, *Defining Europe's Capital Markets Union*, Bruegel Policy Contribution, 12 novembre 2014.

<sup>35</sup> ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE, *Funding for the EU Economy: The Role of Financial Markets*, 2014 disponibile su [www.afme.eu](http://www.afme.eu); EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *Is Europe Overbanked?*, 2014 disponibile su [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu).

<sup>36</sup> M. TISON, cit. (nt. 19).

<sup>37</sup> EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Discussion Paper on simple standard and transparent securitisations*, 14 ottobre 2014 disponibile su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

<sup>38</sup> J. ALLARD, R. BLAVY, *Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems?*, International Monetary Fund, 2011.

diverse giurisdizioni dei Paesi Membri; un meccanismo che, come è facile immaginare, frequentemente tende ad assicurare una maggiore autonomia e snellezza dei poteri e delle competenze in capo alle autorità di vigilanza nazionali, con ovvie possibili ripercussioni negative sulla percezione da parte dei (soprattutto piccoli) investitori della sicurezza del mercato in generale e degli investimenti transfrontalieri in particolare<sup>39</sup>.

Per sopperire a tale tipo di rischio, ad esempio, la struttura dell'Unione Bancaria ha introdotto un sistema di supervisione noto come il "Meccanismo di Vigilanza Unico" (SSM)<sup>40</sup>, al fine di rafforzare la vigilanza prudenziale degli enti creditizi nell'Eurozona; in questo modo i compiti essenziali di vigilanza prudenziale del settore bancario europeo sono ora per la prima volta eseguiti, a livello transnazionale, dalla Banca Centrale Europea<sup>41</sup>.

E' interessante, dunque, notare come, in contrasto con l'obiettivo politico chiaramente affermato nella *Banking Union*, il recente Libro Verde suggerisce, invece, una risposta più ampia, complessa ed articolata, assecondando la tendenza degli stessi mercati<sup>42</sup>. Per completezza, infine, va sottolineato che, a differenza, però, dell'Unione Bancaria, la CMU troverà applicazione in tutti gli Stati Membri e - almeno sulla carta - non implica necessariamente una spinta verso una supervisione centralizzata ed istituzionalmente coordinata dei mercati dei capitali<sup>43</sup>.

Sempre sul lato della legislazione bancaria, la "Bank Recovery and Resolution Directive" (BRRD)<sup>44</sup> ha costituito un ulteriore strumento di

---

<sup>39</sup> W. CHRISTIE, P.H. SCHULTZ, *Why do NASDAQ market makers avoid odd-eighth quotes?*, in *The Journal of Financial*, 1994, 49, p. 1813 ss.

<sup>40</sup> *Single Supervisory Mechanism*, divenuto operativo il 4 novembre 2014, è un sistema europeo di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi; comprende la BCE e le autorità di vigilanza nazionali dei paesi partecipanti.

<sup>41</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Green paper on Shadow Banking*, COM(2012) 102 final.

<sup>42</sup> V. COLAERT, *European Banking, Insurance and Investment Services Law: Cutting Through Sectoral Lines?*, in *Common Market Law Review*, 27 settembre 2015.

<sup>43</sup> B. HAAR, *From Public Law to Private Law: Market Supervision and Contract Law Standards*, in S. GRUNDMANN, Y.M. ATAMER, *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*, cit. (nt. 19), p. 274; N. REICH, *The Interrelation between Rights and Duties in EU Law: Reflections on the State of Liability Law in the Multilevel Governance System of the Union: Is There a Need for a More Coherent Approach in European Private Law?*, in *Oxford Journals. Law Yearbook of European Law*, 2010, 29, p. 112 ss.

<sup>44</sup> Il 16 novembre 2015 sono stati pubblicati in Gazzetta Ufficiale i due Decreti Legislativi (Decreto Legislativo n. 180 e Decreto Legislativo n. 181) di attuazione della Direttiva 2014/59/UE (la "Bank Recovery and Resolution Directive" o "BRRD") (cfr. contenuti

sviluppo (oggi diventato pilastro essenziale) del Mercato Unico, che ha seguito proprio l'entrata in vigore dell'Euro. La *ratio* sottesa a questa disciplina è che da un punto di vista di legislazione nazionale, la perdita della sovranità bancaria dovrebbe garantire la concreta possibilità per banche ed imprese di accedere a tutto il mercato europeo dei capitali, appunto nel quadro della *Capital Markets Union*.

Infatti, la maggiore integrazione dei mercati dei capitali, come indicato dalla Commissione Europea nel recente Libro Verde<sup>45</sup>, mira ad ampliare l'accesso ai finanziamenti a lungo termine, in particolare per le imprese di piccole dimensioni. A questo punto, quindi, il ruolo delle autorità di vigilanza nazionali assume una posizione ancora più centrale, in quanto è loro demandato il compito di coadiuvare la BCE nella preparazione, ma soprattutto nell'attuazione di tutte le attività connesse all'esercizio dei suoi poteri, tra le quali - ad esempio - la valutazione periodica degli andamenti degli istituti di credito che svolgono la propria attività sul territorio di quello Stato<sup>46</sup>. In altre parole, dopo la prima necessaria autorizzazione della BCE a svolgere attività bancaria, la maggior parte dei compiti di vigilanza rimangono in capo agli organi di controllo nazionali. Ciò non toglie, ovviamente, che la BCE possa in qualsiasi momento decidere di assumere ed esercitare tutti i poteri rilevanti per uno o più determinati istituti in questione<sup>47</sup>.

Il discorso assume un peso ancora maggiore con riferimento agli istituti di dimensioni (e cumulo di attività) ridotte; in tali ambienti, infatti, i compiti ed il grado di autonomia delle autorità di vigilanza nazionali si

---

correlati). Il D.Lgs. 180/2015 (il "Decreto BRRD") recepisce principalmente le previsioni della BRRD sulla risoluzione, mentre il secondo decreto (il "Decreto Modifiche") modifica il Testo unico bancario (d.lgs. 1 settembre 1993 n. 385; "TUB") e il Testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58; "TUF") al fine di recepire le previsioni della BRRD sui piani di risanamento e introdurre ulteriori modifiche connesse al nuovo regime della risoluzione. C. P. BUTTIGIEG, *Governance of Securities Regulation and Supervision: Quo Vadis Europa?*, in *Columbia Journal of European Law*, 9 febbraio 2015.

<sup>45</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Green paper. Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63 final. C. GURDGIEV, *Summary of Comments on the European Commission Green Paper 'Building a Capital Markets Union'*, presentato alla Oireachtas Joint Committee on Finance, Public Expenditure and Reform, Dublino, 31 marzo 2015.

<sup>46</sup> E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Utet, Torino, 2010.

<sup>47</sup> B. DE MEESTER, *Liberalisation of Trade in Banking Services: An International and European Perspective*, Cambridge University Press, Cambridge, 2014, p. 17.

estendono decisamente oltre, diventando più pregnanti ed effettuando un controllo sostanzialmente mirato e diretto<sup>48</sup>.

Peraltro, tutto quanto sinora detto va considerato anche alla luce di ulteriori fattori che potrebbero essere in grado di incidere sugli esiti positivi che la diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese può produrre. Alcune di tali fonti (ad esempio, alcuni investitori istituzionali o gruppi di investitori al dettaglio) potrebbero magari tendere a fornire finanziamenti altamente volatili, soggetti ad un elevato rischio di inversione di tendenza, ad uscite anticipate e simili<sup>49</sup>. Tale volatilità è in grado di produrre, nel lungo termine, diverse possibili conseguenze: nei periodi, in cui vi è grande liquidità nei mercati, gli investitori al dettaglio (così come probabilmente alcuni investitori istituzionali) tenderanno a sostenere investimenti di lungo periodo; tuttavia, quando i mercati cominceranno ad oscillare, gli stessi investitori, dal momento che la loro avversione al rischio tenderà ad aumentare, verosimilmente propenderanno fortemente ad aumentare la produttività dei loro investimenti nel breve periodo, allo scopo di divincolarsi dal rapporto ed uscirne quanto prima. Quindi, se le fonti alternative al sistema bancario dovessero diventare uno strumento diffusamente utilizzato da piccole e medie imprese e se queste operazioni venissero considerate su grandi numeri, potrebbero anche portare a ripetute oscillazioni degli andamenti dei mercati che, a lungo andare, potrebbero indurre i piccoli investitori finanche a diffidare di tali fonti alternative e, dunque, ad una minore volontà di fruizione delle stesse proprio quando queste ultime si fossero rese necessarie al pari di quelle bancarie<sup>50</sup>.

Si ritiene, comunque, opportuno sottolineare che le fonti alternative di finanziamento del mercato delle piccole e medie imprese dovrebbero integrare, e non completamente sostituire, il ruolo delle banche in questo

---

<sup>48</sup> G. A. FERRARINI, P. SAGUATO, *Regulating financial market infrastructures*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, 2014, n. 259; H. SHEFRIN, *Do Investors Expect Higher Returns from Safer Stock than from Riskier Stocks?*, in *Journal of Psychology & Financial Markets*, 2002, 2, p.176 ss.

<sup>49</sup> D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 1979, 47, p. 263 ss.

<sup>50</sup> S. L. SCHWARCZ, *Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public Duty*, in *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 40*, 2015; M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, Cedam, 2007.

ambito<sup>51</sup>. In particolare, le banche certamente continueranno a svolgere un ruolo fondamentale in termini, per esempio, di consulenza finanziaria per i richiedenti mutui di medie dimensioni, così come per opportunità di investimento per gli investitori istituzionali e *retail*. Garantire un sistema bancario sano e robusto, in grado di fornire credito e sostenere la crescita economica resterà, pertanto, il primo obiettivo, nonostante una forte spinta verso la diversificazione delle fonti di finanziamento prevista dall'implementazione della CMU. Inoltre, le banche continueranno naturalmente a svolgere un ruolo fondamentale nel mercato dei capitali come emittenti, investitori e intermediari. Esse sono state considerate di vitale importanza nella progettazione della struttura della CMU e devono loro stesse contribuire a sostenere lo sviluppo di altre forme di finanziamento. L'istituzione dello SSM è, infatti, stato previsto anche per sostenere il ruolo che le banche possono e devono assumere nel contesto della CMU, al fine di costruire un sistema bancario sano, dal quale si riescano a sradicare le tipiche pratiche protezionistiche proprie dei territori nazionali e a far sì che una tale struttura possa contribuire all'offerta di servizi finanziari transfrontalieri<sup>52</sup>.

### 3. La centralità della tutela dell'investitore

Come noto, il contratto di intermediazione finanziaria costituisce un esempio di contrattazione asimmetrica, in cui vi è una parte fisiologicamente debole (l'investitore), in quanto ignara delle informazioni e priva delle competenze di cui dispone l'altra parte contrattuale (l'intermediario): il legislatore, quindi, al fine di porre rimedio alla disuguaglianza *de facto*, ha introdotto *de iure* una serie di obblighi specifici di informazione in capo agli intermediari, attualmente disciplinati nel TUF (D. Lgs. 58/1998) e nel Regolamento Intermediari Consob n. 11522/1998<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> AA. VV., *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton University Press, Princeton, 2010.

<sup>52</sup> J. J. A. BURKE, *Investor Protection under MiFID: Cure Worse than the Disease*, in *Working Paper Series*, 19 gennaio 2009.

<sup>53</sup> M. SESTA, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoreponsabilità del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 1751 ss.; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003.

L'aspetto problematico della disciplina in questione consiste, tuttavia, non nella definizione degli obblighi degli intermediari – già individuati in maniera definita e puntuale dalle disposizioni della regolamentazione - bensì nella individuazione dei rimedi di cui il cliente può avvalersi in seguito ad un'operazione di investimento gestita in modo non corretto da parte dell'intermediario. In altre parole, la disciplina legislativa risulta incompleta: chiarisce gli obblighi che l'intermediario ha nei confronti del cliente, ma non indica quali rimedi il cliente possa esperire a fronte di un'operazione finanziaria illecita (non informata, scorretta, negligente, oscura, etc.). Da quanto esposto, si evince che il legislatore è stato molto analitico e preciso nell'individuazione degli obblighi dell'intermediario, non lasciandoli alla disciplina civilistica comune, ma specificandoli e valorizzandoli ulteriormente nel contesto di un rapporto finanziario; tuttavia, non si nota eguale chiarezza in ordine all'individuazione dei rimedi esperibili dagli investitori a fronte della violazione da parte degli intermediari di una delle regole di condotta individuate nelle disposizioni di legge. Infatti, l'unico rimedio individuato positivamente consiste nel risarcimento del danno: l'art. 23, c. 6, TUF sancisce che, nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente da operazioni finanziarie condotte in maniera illecita, è onere dell'intermediario dimostrare di avere adoperato la specifica diligenza richiesta dallo svolgimento della sua attività professionale.

Come è possibile immaginare, un tale rimedio non può coprire tutta la gamma di casi che possono essere portati all'attenzione delle corti; per tali motivi, ormai da tempo, la giurisprudenza cerca di dare delle risposte che siano al tempo stesso soddisfacenti sul piano sostanziale e logiche sul piano giuridico. Per quel che qui interessa, diverse sono state le ricostruzioni giuridiche delle operazioni finanziarie: le difficoltà sorgono poiché si tratta di qualificare non un unico rapporto contrattuale, bensì un rapporto originario, a cui seguono diversi e molteplici atti esecutivi. In passato, un'opinione dottrinale<sup>54</sup> si esprimeva in termini di contratto unitario di mandato: in altre parole, vi sarebbero un originario ed analitico contratto tra la banca intermediaria ed il cliente investitore, all'interno del quale vengono indicati i

---

<sup>54</sup> S. GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di informazione nell'attività di intermediazione finanziaria: quali rimedi?* nota a Trib. Firenze, 21 giugno 2006, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2007, p. 545 ss.; F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 889 ss.

criteri e fornite le indicazioni per gli investimenti futuri, e successivi atti esecutivi dell'originario incarico. Un'altra opinione in letteratura<sup>55</sup> si è pronunciata in termini di ordinario contratto d'opera professionale, con la conseguente possibilità di far sorgere il vincolo anche sulla base del mero "contatto sociale" tra l'intermediario ed il cliente: in quest'ottica, diviene irrilevante verificare la presenza ed analizzare la struttura dell'originario contratto di intermediazione finanziaria<sup>56</sup>. Infine, l'opinione attualmente prevalente sia in letteratura che in giurisprudenza<sup>57</sup> ricostruisce l'intermediazione finanziaria in termini di collegamento negoziale tra un originario ed indispensabile contratto presupposto (contratto quadro) e successivi ordini di investimento.

L'espressione più compiuta di questo filone risulta essere una sentenza della Suprema Corte di Cassazione del 2009, che verte sul nesso causale e sulla sua prova, laddove si statuisce che è condizione indefettibile della risarcibilità del danno la sussistenza del nesso di causalità tra violazione della norma comportamentale da parte dell'intermediario ed il danno subito dall'investitore<sup>58</sup> e che, in caso di conflitto di interessi o di investimento inadeguato, non è onere dell'attore fornire la relativa prova, poiché il nesso causale a quel punto è in *re ipsa* e comporta sempre il risarcimento pieno del danno<sup>59</sup>.

---

<sup>55</sup> Così S. PANZINI, *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contratto e impresa*, 2007, p. 1007 ss.

<sup>56</sup> A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO, *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Giappichelli, Torino, 1999.

<sup>57</sup> Così Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 604 e Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 344, nonché Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in *Contratti*, 2006, p. 12 e Trib. Monza, 27 luglio 2004, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, p. 135. La giurisprudenza è ormai pressoché concorde nell'accostare l'obbligo di forma scritta ai sensi dell'art. 23 TUF solo al contratto quadro e non ai singoli ordini di acquisto: Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2006, I, p. 593; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 480.

<sup>58</sup> G. AFFERNI, *Causalità e danno nella responsabilità civile per false informazioni sui mercati finanziari: il caso Italease*, in *Società*, 2015, p. 849 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in E. GABRIELLI, R. LENER, cit. (nt. 46), p. 239 ss.; V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 233; A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1012 ss.

<sup>59</sup> La giurisprudenza di legittimità (cfr. Cass. civ., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Giur. it.*, 2010, p. 2327) ha sancito che detta prova può essere fornita dall'investitore anche mediante ricorso

Sul punto, dunque, la decisione segue un percorso ormai pacifico: per la giurisprudenza di merito e di legittimità, una volta dimostrato che le obbligazioni oggetto della lite non rientravano nella categoria di rischio normalmente assunto dall'investitore - e dunque non potevano essere considerate adeguate -, sia per presumere che egli, qualora fosse stato correttamente informato, avrebbe rifiutato quell'investimento<sup>60</sup>.

Da tali statuizioni emerge, dunque, lo stretto ed inscindibile legame fra valutazione di adeguatezza di un'operazione e verifica della sussistenza del nesso di causalità fra omissioni informative e danno subito dall'investitore, con la conseguenza che, una volta accertata l'inadeguatezza di un investimento, non può non dichiararsi sussistente tale nesso causale.

La novità della decisione in commento risiede nel fatto di aver sancito che detto nesso causale comporta sempre il risarcimento pieno del danno, a discapito dell'ammissione di un mero risarcimento parziale (di una percentuale del danno). Ne consegue che, a quel punto, il danno deve necessariamente coincidere con l'intera perdita subita, anche nella deniegata ipotesi in cui - ad esempio - emerga che l'investitore avrebbe investito in titoli di minor valore<sup>61</sup>.

Ciò si pone in continuità con quanto già statuito dalla Cassazione a Sezioni Unite nel 2007, con le note sentenze nn. 26724 e 26725. La giurisprudenza, in tali casi, ha rigettato la tesi della nullità del contratto - che pure aveva preso piede negli anni precedenti<sup>62</sup> - affermando che nel nostro ordinamento sono presenti efficaci rimedi esperibili dal contraente debole, il

---

a presunzioni. D. ROSCIANI, *Quanti contatti? Ogni cliente è diverso*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2015.

<sup>60</sup> "Il nesso di causalità non può mai essere valutato in senso naturalistico, dovendosi invece seguire un criterio necessariamente ipotetico o virtuale in forza del quale sia possibile presumere che, in presenza delle informazioni sul rischio dell'investimento omesse, il comportamento virtuale del danneggiato si sarebbe discostato da quello storico" (Trib. Taranto, 19 gennaio 2010, n. 104). "Esigere una rigorosa prova del nesso causale tra la mancata informazione e il danno cagionato dall'operazione significherebbe onerare il cliente di una probatio diabolica che finirebbe per svuotare completamente di contenuto la normativa posta a tutela dei suoi interessi" (Trib. Udine, 5 marzo 2010, in *Corr. merito*, 2010, p. 721 ss.). A. IORIO, *Meno sanzioni agli intermediari*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 giugno 2015.

<sup>61</sup> F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmiatore*, Giappichelli, Torino, 2006; G. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, p. 1027.

<sup>62</sup> V. ROPPO, G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 33.

risparmiatore, che vuole ottenere un immediato risarcimento del danno. Infatti, come anticipato, l'articolo 23, c. 6, TUF sancisce che nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento di servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta<sup>63</sup>. Questa disposizione, in termini processuali, si traduce in un'agevolazione probatoria a favore dell'attore (ovvero l'investitore) nei giudizi di responsabilità per danni proposti a carico dell'intermediario. L'obiettivo della disposizione è, evidentemente, quello di avvantaggiare la parte contrattuale che si viene a trovare in una posizione di netta debolezza in fase di stipulazione di contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari. In altri termini, spetterà alla banca l'onere di dimostrare di non aver danneggiato i risparmiatori, provando innanzitutto di aver informato adeguatamente il cliente e, poi, di aver agito con la specifica diligenza richiesta<sup>64</sup>.

#### *4. Riflessioni conclusive*

Alla luce di quanto sopra esposto ed argomentato risulta evidente che, con riferimento alla disciplina del contratto ed ai rimedi contrattuali, la società si è trasformata in maniera nevrotica e - almeno in parte - imprevedibile, ma il diritto ha fatto fatica a soddisfare le nuove esigenze di efficienza dei mercati, in particolare in termini di trasparenza e tutela dei piccoli investitori.

Per decenni è stata prerogativa della legge garantire l'uguaglianza formale delle parti in fase di negoziazione contrattuale e, in tal modo, proprio

---

<sup>63</sup> Così Vecchio *divieto operativo solo con accordo tra banca e cliente. A Verbania una sentenza non «considera» il regolamento Cibr*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 13 giugno 2015; G. AFFERNI, cit. (nt. 58), p. 874 ss; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 2008, p. 393 ss.

<sup>64</sup> App. Torino, 12 aprile 2012, n. 615, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Per quanto attiene il danno da investimento in obbligazioni Parmalat, la Corte evidenzia che il *default* del gruppo si verificò repentinamente e colse impreparato il mercato; altrettanto indubbio, però, è che tale impreparazione avrebbe dovuto cogliere esclusivamente quei soggetti "non addetti ai lavori", ma vi erano plurimi elementi in cui quanto meno gli intermediari avrebbero potuto e dovuto ravvisare campanelli di allarme che segnalavano una estrema rischiosità (se non, addirittura, prevedevamo direttamente il fallimento della società) degli investimenti in titoli emessi dalle società del gruppo Parmalat. A. ARROTINO, R. RAZZANTE, *Investitore agevolato davanti al giudice*, in *Il Sole 24 Ore*, 31 dicembre 2015.

il contratto è diventato simbolo dell'uguaglianza giuridica dei soggetti all'interno del nostro ordinamento. Negli ultimi anni ci si è resi conto, invece, che l'uguaglianza formale delle parti non è più sufficiente, poiché in numerosi casi si traduce in una disuguaglianza di fatto - per cultura, esperienza nel settore e possibilità economiche - tra soggetti solo formalmente uguali e che, dunque, l'intervento della legge deve essere diretto ad attribuire tutele in favore dei soggetti fisiologicamente deboli, al fine di riportare in effettivo equilibrio i rapporti negoziali.

L'ultima versione della CMU contiene disposizioni che mirano a rinvigorire il settore delle cartolarizzazioni, a rendere più dinamici gli investimenti di medio e lungo termine ed a sganciare questi ultimi dal settore bancario. Come è noto, l'ambiente imprenditoriale italiano (ma, in realtà, quello di gran parte dell'Europa del Sud) è ricco di imprese di medie dimensioni che, soprattutto negli ultimi anni, stanno incontrando sempre maggiori problemi ad accedere ai finanziamenti bancari.

Si comprende, allora, come un meccanismo - in cui le banche, che rappresentano la maggior fonte di finanziamenti, diventano sempre più restie a fornirli, creando non poca preoccupazione nelle autorità pubbliche e di controllo (statali e sovranazionali) - è destinato a portare ad un rallentamento delle attività produttive, con conseguenti ripercussioni sulle economie dei singoli Paesi.

E' qui, dunque, che sorge la necessità di un mercato di capitali unico, ovvero integrato e coordinato a livello europeo anche in termini fiscali, che riesca a trascendere dalle specifiche tradizionali discipline dei singoli Paesi Membri, con delle regole - tra le altre - specificamente mirate a favorire piccole e medie imprese. Disciplina che assume anche maggior rilievo se la si considera come uno strumento per dare completa e piena attuazione anche alla disciplina dell'Unione Bancaria.