

IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ
DI SIENA
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>

n. 19 - giugno 2019

**LE REGOLE DEL MERCATO FINANZIARIO:
LA TUTELA DEL RISPARMIATORE
TRA PASSATO, PRESENTE E FUTURO**

Antonella Antonucci

LE REGOLE DEL MERCATO FINANZIARIO: LA TUTELA DEL RISPARMIATORE TRA PASSATO, PRESENTE E FUTURO[°]

Antonella Antonucci

*Professore ordinario di Diritto dell'economia,
Università degli Studi di Bari*

Il contributo ricostruisce le modifiche di sistema delle regole di tutela del cliente nel mercato finanziario.

Lo strumentario di tutela si è modificato in risposta all'evoluzione del mercato, che ha portato al passaggio a tecniche di tutela diretta. I tratti fondamentali della disciplina attualmente dominante ruotano attorno al fulcro del "risparmiatore consapevole", figura mitica densa di criticità, che ledono l'efficienza della tutela.

Tanto che il mito del "risparmiatore consapevole" è stato posto ormai in dubbio nello stesso sistema normativo, con l'introduzione della disciplina di product governance.

The paper traces changes in the system of customer protection rules in the financial market.

The protection toolbox has been modified in response to the evolution of the market, which has led to the transition to direct protection methods. The fundamental features of the currently prevailing discipline are focused on the pivotal role of the "conscious saver", a mythical figure brimming with weaknesses, that undermine the effectiveness of protection.

So much so that the myth of the "conscious saver" has now been put in doubt in the same regulatory system, with the introduction of the product governance rules.

Sommario:

1. Macrotendenze evolutive delle legislazioni di settore
2. La stagione del paternalismo burocratico
3. La stagione della trasparenza
 - 3.1. La narrazione per miti. Il mito del risparmiatore consapevole
 - 3.1.1. I miti serventi: informazione adeguata, educazione finanziaria, risparmiatore razionale
4. Automonitoraggio e controllo della filiera di prodotto

[°] Saggio sottoposto a double-blind peer review.

1. Macrotendenze evolutive delle legislazioni di settore

Nel mercato finanziario, gli scambi si realizzano con diverse forme tecniche e veicoli contrattuali, che storicamente hanno visto differenziarsi la propria operatività nei tre segmenti bancario, mobiliare¹ e assicurativo², segnati da linee di demarcazione variabili nel tempo e attualmente sempre più appannate, per i versanti sia dell'organizzazione d'impresa che dell'offerta contrattuale.

A fronte della profonda modifica degli assetti di mercato, il quadro normativo continua ad essere attraversato da linee di demarcazione verticale riferite alla tradizionale ripartizione. In ciascun segmento si è stratificata una distinta regolamentazione, strutturata in tre paralleli corpi normativi³, caratterizzati da significativi tratti di base omogenei.

Si tratta, infatti, di normative fin dalle origini orientate a garantire la stabilità del mercato seguendone le caratteristiche operative e, quindi, dispiegate attorno alla presenza di una vigilanza pubblica che gestisce sia la barriera all'ingresso nel mercato di intermediari – legati a variabili vincoli di specializzazione - sia la loro operatività⁴.

¹ La dizione “mobiliare” si lega alla strutturazione della disciplina nazionale del segmento attorno al concetto di valore mobiliare, emarginato dalle evoluzioni normative succedutesi in adeguamento alle normative europee, che adottano invece la qualificazione di finanziario, con espressione adottata nella denominazione del T.U. n. 58 del 1998. «Ma quell'espressione, tuttavia, sembra, da un lato, troppo riduttiva (perché esclude attività come quella bancaria e quella assicurativa che sono normalmente attività di intermediazione finanziaria) e, dall'altro, troppo generica, in quanto incapace di cogliere le peculiarità di questo segmento del mercato finanziario. Si può forse giustificare così il fatto che qui si continui a parlare di mercato mobiliare...anche se le incertezze terminologiche confermano le difficoltà che si incontrano quando si pretenda di separare, nettamente, nell'ambito del mercato finanziario, ciò che nei fatti non è facilmente distinguibile». COSTI, *Il mercato mobiliare*, XI ed., Torino, 2018, 14.

² La qualificabilità dell'assicurazione come impresa finanziaria non è più posta in discussione da tempo. Per una fluida riflessione attraverso gli snodi della questione v. RICOLFI, *Assicurazione, credito e investimento: una tripartizione ancora attuale?*, in PATRONI GRIFFI – RICOLFI (a cura di), *Banche ed assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, Milano, 1997, 1 ss. Il brano riproduce l'introduzione a un Convegno, i cui atti sono raccolti nel volume, dedicato all'esame dei diversi spezzoni normativi che avevano ormai dato ingresso alla bancassicurazione nell'ordinamento nazionale.

³ Regolamentazione in Italia oggi aggregata attorno al testo unico bancario del 1993 (d'ora in avanti: TUB), testo unico dell'intermediazione finanziaria del 1998 (TUF) e codice delle assicurazioni private del 2005 (CAP), testi che costituiscono ormai cantieri aperti, oggetto di costanti modifiche.

⁴ Un parziale superamento dell'approccio regolamentare segmentato, nato nell'ambito della disciplina sovranazionale ed europea dei conglomerati finanziari (caratterizzati da una significativa interconnessione fra operatività bancaria/mobiliare e assicurativa), parte dalla

La segmentazione disciplinare è sopravvissuta anche al sopravvenire della radicale modifica di approccio regolamentare connesso alla finanziarizzazione dell'economia. Ciò «ha portato all'abbandono della vecchia regolazione strutturale, che prevedeva la ripartizione del mercato fra operatori finanziari specializzati (regolazione strutturata su linee di produzione di servizi), e la sostituzione della stessa con una regolazione strutturata sulla liberalizzazione e despecializzazione dell'offerta»⁵.

La nuova impostazione è in buona parte collegata alla denazionalizzazione del diritto del mercato finanziario discendente dalla sempre più pervasiva armonizzazione europea che - pur essa connotata dall'opzione di base per la normativa distinta nei tre tradizionali segmenti - tende ad adoperare strumenti analoghi.

Scopo delle pagine seguenti è di individuare e valutare l'evoluzione di tali strumenti con riferimento alle tecniche di tutela del risparmiatore. Si tratta, infatti, di tecniche che si sono profondamente modificate nel nuovo contesto, evolvendo da strumenti di c.d. tutela indiretta, discendente da poteri di governo del mercato, a strumenti di conformazione della relazione contrattuale con i clienti, con connotazione generalmente qualificata come protettiva delle fasce di clientela non professionale. Funzione protettiva che, all'esito della crisi finanziaria, si è estesa ad includere processi di autogoverno vigilato dell'offerta contrattuale degli intermediari (c.d. *product governance*), corredati da sporadici strumenti di governo autoritativo dell'offerta (c. d. *product intervention*).

Nella cennata evoluzione, un marcato distacco segna la stagione del paternalismo burocratico dalla stagione della trasparenza.

normativa europea che ha ravvicinato sempre più ampie aree dei requisiti degli intermediari, giungendo ad una forte omogeneizzazione delle regole di organizzazione degli intermediari dei segmenti bancario e mobiliare. Sul tema, BROZZETTI, "Ending of too big to fail" *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, Bari, 2018, 105 ss. e *passim*. Anche nel segmento assicurativo, la profonda riforma "Solvency 2" ha traghettato il segmento ad approssimarsi alle stesse metodiche, cercando anche di cogliere la logica di gruppo in modo quanto più possibile integrato. Alla riflessione sulle caratteristiche giuridiche e tecniche della complessa riforma è stato dedicato un ciclo di approfondimenti curato dall'IVASS, raccolto in *Seminari per i dieci anni del codice delle assicurazioni private*, coordinato da GALANTI, Quaderno IVASS n. 5, maggio 2016.

⁵ LIBERTINI, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010, 559.

2. La stagione del paternalismo burocratico

Le legislazioni di settore bancaria, assicurativa e mobiliare, nelle loro originarie versioni nazionali, si sono formate in periodi diversi e risentono dell'evolvere dello spirito dei tempi.

Consolidatesi negli anni '20 e '30 del secolo scorso, le legislazioni assicurativa e bancaria si connotavano per una forte impronta burocratica che vedeva affidata la tutela del risparmiatore – e del risparmio come valore aggregato – a penetranti poteri di vigilanza pubblica, estesi fino a ricomprendere interventi sugli assetti contrattuali che assumevano la principale funzione di elementi di stabilizzazione del mercato.

In un mercato finanziario compartimentato da stringenti linee di specializzazione istituzionale ed operativa, impermeabile a logiche concorrenziali, la configurazione e l'equilibrio dei veicoli contrattuali assumeva rilevanza in funzione della salvaguardia della stabilità degli intermediari e degli assetti di mercato nonché, gradatamente, della loro efficienza.

In tale contesto, la protezione del risparmiatore è effetto mediato della tutela della stabilità di intermediari e mercati cui il risparmio è affidato, manifestandosi essenzialmente come garanzia di solvibilità dell'intermediario e salvaguardia del valore del metro monetario. Dispiegandosi, cioè, in elementi strumentali rispetto all'alimentazione della fiducia nel sistema finanziario, che era nel suo complesso assoggettato al controllo strutturale delle autorità creditizie⁶.

Assente, invece, la prospettiva di tutela dell'equilibrio contrattuale, equilibrio che non solo talune norme sacrificavano in favore della salvaguardia dell'intermediario⁷, ma soprattutto non costituiva obiettivo dei poteri pubblici di intervento sui contratti. Così, all'art. 32 della legge bancaria del 1936-'38 – che ha regolato il comparto per un cinquantennio – si conferivano all'autorità di vigilanza poteri d'intervento sui costi e le condizioni delle principali operazioni bancarie.

⁶ Per l'assetto disegnato dagli artt. 2 e 45 della l. bancaria del 1936-'38, da ultimo CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, 24 ss. e passim.

⁷ Si tratta di norme che introducevano deroghe alla disciplina ordinaria, ad esempio rendendo più agevole la conservazione e l'escussione di garanzie o l'avvio di procedimenti monitori, previsioni ancora presenti nel TUB, nel capo dedicato a 'particolari' operazioni di credito (ad es. art. 39, relativo alle ipoteche che assistono le operazioni di credito fondiario, art. 50, in tema di decreto ingiuntivo).

La constatazione che tali poteri hanno conosciuto solo qualche «modesto impiego»⁸ conduce a lumeggiare un altro tratto caratterizzante del periodo, costituito dalla presenza di accordi di cartello fra banche aventi ad oggetto le condizioni contrattuali da praticare alla clientela, diffusamente noti come norme uniformi bancarie (in acronimo, NUB). Ciò determinava la superfluità di un intervento dall'alto, «poiché la *ratio* delle suddette norme è quella di evitare, mediante un'adeguata uniforme disciplina, che nella concreta esplicitazione dell'attività bancaria una conseguenza senza limiti porti a nocive conseguenze»⁹.

Il controllo autoritativo sui contratti (nella forma di approvazioni di condizioni contrattuali e tariffe) investiva anche il settore assicurativo, configurandosi come controllo mirato a garantire la stabilità e liquidità dell'impresa, perseguite mediante un'omogeneizzazione delle condizioni di mercato, che ne disegnava la struttura, tranquillamente espungendo elementi concorrenziali (*infra*, V.1). Certo, con ciò mediatamente si realizzava una forma di eterotutela del cliente, con specifico riferimento alla salvaguardia della possibilità che l'impresa adempisse la prestazione a lui dovuta. Mera possibilità finanziaria dell'impresa - è chiaro - perché poi la messe di clausole limitative dell'operatività della garanzia, di recesso, di decadenza dal diritto all'indennizzo che popolavano le condizioni di polizza approvate incidevano negativamente sulla possibilità giuridica di configurare il diritto alla prestazione dell'assicuratore.

Con l'impostazione della normativa pubblicistica fin qui ricordata non interferiva il codice civile del 1942 che, regolando i contratti bancari e assicurativi, fotografava l'operatività all'epoca corrente con tratto generalmente dispositivo e, quindi, con salvaguardia dei modelli contrattuali predisposti dalle imprese e degli spazi di intervento pubblico sui contratti.

⁸ Che ricorda V. MEZZACAPO, *Commento all'art. 32*, in CAPRIGLIONE - V. MEZZACAPO (a cura di), *Codice commentato della banca*, Milano, 1990, t. I, 323.

⁹ RUTA, *Il sistema della legislazione bancaria*, Roma, 1975, 608, ove si dà anche conto di un primo intervento regolamentare che recepiva l'accordo interbancario esistente al momento della emanazione della legge bancaria, rendendolo obbligatorio. Intervento poi superato per rendere l'accordo liberamente modificabile da parte delle imprese.

3. La stagione della trasparenza

La “rivoluzione post-industriale”¹⁰, originata dalla contrazione di redditività della c.d. economia reale, implica la diffusione ed accelerazione di processi di finanziarizzazione dell'economia che, connessi al primo balzo espansivo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, segnano un marcato sviluppo del mercato globale della ricchezza finanziaria.

Nel nuovo scenario si stagliano le «creazioni finanziarie: una parola nata per designare beni materiali si è trasformata in metafora; la parola “prodotto” si è dematerializzata, viene impiegata per indicare i “prodotti finanziari”. Qui è pertinente osservare che la ricchezza, per potersi internazionalizzare, si è dovuta dematerializzare. Se il mercato è la Mano invisibile che regge la vita economica, la ricchezza dematerializzata ne rappresenta l'espressione sublime: è ricchezza invisibile e intangibile, è la ricchezza elevata a puro concetto»¹¹.

La metafora della “mano invisibile” rinvia alla teoria di Adam Smith (La ricchezza delle nazioni, 1776) secondo cui il successo dei mercati capitalisti è dovuto alla loro capacità di autoregolarsi coagulando i diversi interessi degli attori economici in un sistema stabile, fondando il mito dell'efficienza dei mercati che, in varie formulazioni, ha orientato per lungo tempo la teoria economica¹² e le scelte regolatorie, costruite in funzione correttiva di - innegabili - criticità.

Il mercato efficiente infatti, operando secondo dinamiche concorrenziali, trova il proprio equilibrio su scambi realizzati al 'giusto prezzo', alla cui 'spontanea' determinazione è d'ostacolo la mancata disponibilità delle informazioni necessarie a valutare lo scambio in capo a tutte le controparti, per cui le c.d. asimmetrie informative divengono l'obiettivo da rimuovere con l'intervento regolatorio.

Simile approccio, formante della *securities regulation* statunitense fin dagli anni '30 del secolo scorso, si basa sul principio che chiunque può vendere "uova marce" ad un prezzo arbitrariamente proposto, a condizione che il compratore sia informato sulle caratteristiche del bene.

¹⁰ Il conio dell'espressione è generalmente attribuito a BELL, *The Coming of Post-Industrial Society. A Venture in Social Forecasting*, New York, 1973.

¹¹ GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, 17.

¹² Sopravvissuta alla Grande depressione, l'ipotesi liberista dei mercati efficienti dilaga dall'epicentro di aggiornamento elaborato nell'Università di Chicago. Efficace l'analisi delle contrapposte teorie di ROUBINI - MIHM, *La crisi non è finita*, Milano, 2010, specie 53 ss.

L'identificazione della tutela del risparmiatore con la tecnica basata sulla somministrazione di informazioni precontrattuali diviene poi la chiave di volta della disciplina europea e nazionale, che si estende al versante contrattuale, regolando «soprattutto le tecniche di negoziazione, e non i singoli contratti che ne risultano»¹³.

Il mutamento di prospettiva si lega al superamento del «presupposto della “neutralità”, in termini di costi, dei meccanismi negoziali attraverso i quali si realizzano gli scambi, quali disciplinati dal diritto privato comune», in quanto «la concreta differenza tra i vari assetti negoziali in competizione tra loro ben può riflettere la diversa “qualità” del contenuto giuridico del contratto. Sotto questo profilo, la presenza di un trasparente processo informativo, necessario per il corretto funzionamento del mercato ha investito anche il contenuto stesso delle negoziazioni, tenendo conto al riguardo del diverso bagaglio informativo di cui sono dotati i vari contraenti»¹⁴.

È, quindi, la salvaguardia del corretto funzionamento del mercato l'obiettivo di sistema della trasparenza contrattuale, realizzandosi così una nuova forma di tutela indiretta, funzionale al nuovo volto assunto dal mercato finanziario, nelle peculiarità operative ancora accentuate all'epoca in cui il nuovo approccio si strutturava.

Tali peculiarità si sono intrecciate con la sfasatura temporale dei processi di integrazione europea nei diversi segmenti del mercato finanziario, realizzati dapprima in ambito bancario e dopo un'apprezzabile iato temporale negli altri segmenti. Ciò dà conto della diversa declinazione del metodo della trasparenza nei corpi disciplinari¹⁵, che rimangono tuttora in linea di massima verticalmente distinti per soggetti.

3.1. La narrazione per miti. Il mito del risparmiatore consapevole

Pur nelle diversità, il *trend* è omogeneo e così ostinatamente perseguito da metabolizzare limiti e criticità legati sia alla efficienza interna al metodo della trasparenza informativa, sia alla sua complessiva insufficienza discendente in radice dalla narrazione per miti serventi della sua funzione.

¹³ GENTILI - CINTIO, *I nuovi "vizi del consenso"*, in *Contratto e Impresa*, 1/2018, 180.

¹⁴ IANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, in CAPRIGLIONE, (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, 57.

¹⁵ Diversità che toccano anche la nomenclatura adoperata in relazione a punti comuni, quali la generale caratteristica di chiarezza dell'informazione, dettagliata con una varietà d'espressioni, ciascuna delle quali dotata di un proprio significato tecnico, com'è stato puntualmente rilevato in un esame trasversale da LIACE, *La nozione di chiarezza nel diritto bancario e dei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 967 ss.

Per il primo aspetto, va ricordato come fin dalla prima applicazione delle normative di trasparenza informativa (al di là e al di qua dell'Atlantico) i regolatori hanno dovuto confrontarsi col problema dell'*overloading* informativo, originato in parte dalla complessità dei prodotti, in parte dalla tecnica esemplificata con l'immagine dell'ago nel pagliaio: l'informazione sensibile – dovuta – è inserita in una messe foltissima di informazioni non rilevanti, che ne offuscano la visibilità specie da parte dell'investitore non professionale.

La criticità è affrontata con la tendenza a standardizzare l'informazione, introducendo interventi di tipizzazione autoritativa dello scheletro informativo, dapprima praticati su prodotti non complessi rivolti a bacini di utenza socialmente sensibili e destinatari di apposita tutela (ad es., credito ai consumatori), poi progressivamente generalizzati.

Analoghi interventi non si registrano per prodotti più sofisticati e complessi, che vengono ideati ed introdotti sul mercato in base a logiche di massimizzazione dei profitti consustanziali alla natura di impresa degli intermediari finanziari che, come si è detto in apertura di questo studio, conformano il mercato precostituendone l'offerta. Regole di comportamento e classificazione della clientela costituiscono, come si vedrà, presidi di limitata efficienza alla penetrazione di mercato di offerte “tossiche”.

Infatti - e si passa qui alla seconda area di limiti propria della tecnica normativa in parola – la dominanza della metodica protettiva basata sull'informazione lascia impregiudicata l'operatività degli intermediari finanziari intessuta di conflitti d'interesse¹⁶, che governano le strategie di offerta, informate ad un'innovazione di prodotto che sforna veicoli contrattuali opachi e non valutabili dal risparmiatore, sia pure destinatario di informazioni.

Già dieci anni fa, autorevolmente si appuntava l'indice contro l'assenza di controlli su «la circolazione di tutti o quasi i prodotti che oggi il risparmiatore sprovveduto – ma di fronte all'offerta dei mercati finanziari attuali, al suo esoterismo di massa, siamo tutti sprovveduti – viene invitato ad acquistare da banche poco affidabili o intermediari senza scrupoli: i derivati, gli strutturati, i collaterali, e così via»¹⁷.

Ma pur a voler presupporre l'efficienza delle regole tese a garantire la correttezza del comportamento degli intermediari, che completano la disciplina di trasparenza, il nodo resta costituito dai modi di strutturazione dell'offerta che, discendendo dai meccanismi propri della finanziarizzazione dell'economia in cui

¹⁶ I conflitti d'interesse sono disciplinati, nei modi che si vedranno nel prosieguo, ma non repressi.

¹⁷ Il brano riportato è del primo presidente della CONSOB, Guido Rossi, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008, 97.

il denaro è creato da denaro e debito, diviene intrinsecamente opaca, precludendo la possibilità di valutare quali rischi effettivamente incorporano i prodotti menzionati nel brano appena riportato¹⁸.

3.1.1. I miti serventi: informazione adeguata, educazione finanziaria, risparmiatore razionale

L'indiscutibile precarietà del mito del risparmiatore consapevole¹⁹ s'accompagna ad ulteriori criticità. L'impostazione della disciplina di trasparenza ha teso a metabolizzare, con incrementi e modifiche, i problemi strutturali che minano il mito - diversi dall'impianto di base della qualità dell'offerta, che solo molto di recente è divenuto oggetto di un approccio contenitivo nella normativa di matrice europea, specie in materia di *product governance* – strutturando i miti serventi dell'informazione adeguata, dell'educazione finanziaria, del risparmiatore razionale.

I problemi strutturali ormai diffusamente acquisiti riguardano, infatti, sia la capacità cognitiva del cliente (che non sia professionalmente dotata di conoscenze finanziarie), sia la sua attitudine a compiere scelte razionali.

¹⁸ Magistrale analisi dei meccanismi della finanziarizzazione globale è sviluppata da GALLINO, *Con i soldi degli altri. Il capitalismo per procura contro l'economia*, Torino, 2009. Il titolo allude al notissimo saggio di un grande giurista statunitense che, agli inizi del secolo scorso, per primo additava i rischi dell'esasperata finanziarizzazione. Lo scritto di LOUIS BRANDEIS, *Other people's money: and how the bankers use it*, 1914, è comparso in Italia nel centenario della sua uscita, per i tipi delle Edizioni di Storia e Letteratura (*I soldi degli altri e come i banchieri li usano*, Roma, 2014).

¹⁹ La figura è enucleata in contrapposizione a quella di risparmiatore inconsapevole, destinatario di tutela indiretta a mezzo della tutela della stabilità dell'intermediario. Stigmatizza con efficacia la contrapposizione PADOA-SCHIOPPA, all'epoca Ministro dell'economia : «Il concetto è questo: la difesa del risparmio si compie fundamentalmente in due modi; da un lato, con particolari salvaguardie della stabilità delle istituzioni finanziarie, quando il risparmio viene da esse direttamente investito; da un altro lato, con particolari garanzie che l'investitore-risparmiatore sia pienamente informato sulle caratteristiche e i rischi dei prodotti in cui investe il proprio risparmio. A queste due modalità corrispondono spesso due tipologie di risparmiatori; si parla di "risparmiatore inconsapevole" e di "risparmiatore consapevole". Quando il grigiore del linguaggio politicamente corretto non aveva ancora preso il sopravvento, si parlava di "vedove e orfani" per la tutela del risparmio inconsapevole e di investitori professionali per quello "consapevole", persone che avevano solamente bisogno di essere informate adeguatamente sul loro investimento e poi decidevano quali rischi assumere. *Stabilità e trasparenza* sono diventate le due parole che esprimono le due maniere complementari di tutelare il risparmio» (*La riforma delle autorità indipendenti*, 19 febbraio 2007, 5, al sito astrid-online.it).

Per il primo aspetto, la risposta ordinamentale consolidata, a livello globale²⁰, è quella dell'educazione finanziaria, oggetto di evocazioni e programmi - sempre più diffusi e altisonanti al crescere della complessità dei prodotti collocati sul mercato – nei quali l'educazione finanziaria è univocamente presentata come strumento di inclusione²¹. Inclusione finanziaria perseguita e rilevata secondo indici quantitativi di accesso ai servizi, in prospettiva da cui non discende automaticamente maggior tutela, tanto che si è condivisibilmente proposta una rimediazione della «stessa nozione di riferimento di inclusione finanziaria: di guisa che questa possa tenere conto non soltanto della capacità 'tecnica' di accesso, ma anche della necessaria capacità di interagire consapevolmente nel mondo in cui si è avuto accesso»²².

Nell'attuale prospettiva dell'inclusione come strumento di promozione del consumo di contratti finanziari, l'educazione finanziaria finisce per costituire applicazione dell'ormai diffuso modello del *prosumer* (*producer + consumer*)²³. Il cliente è, infatti, corresponsabilizzato nel processo produttivo, dovendo concorrere con il proprio lavoro (non remunerato) di acquisizione di conoscenze specialistiche a partecipare al processo produttivo dell'informazione²⁴ e a garantire la qualità della distribuzione di prodotti finanziari²⁵.

Con possibili esiti in ordine al punto di caduta della responsabilità per difetti dell'informazione e del relativo diritto al risarcimento, rispetto al quale la giurisprudenza fa (doverosa) applicazione del principio generale del concorso di colpa (art. 1227, 1° co., c.c.).

Per altro aspetto, la scelta del metodo dell'educazione finanziaria manifesta la sua inidoneità strutturale a conseguire obiettivi di adeguata

²⁰ *G20 Financial Inclusion Action Plan*-FIAP, elaborato nel 2010 e periodicamente soggetto a revisione (ora 2017), al sito gpi.org.

²¹ «Attraverso una maggiore cultura finanziaria, si possono superare le barriere tecnico-linguistiche e la mancanza di fiducia negli intermediari, che spesso ostacolano l'accesso ai prodotti bancari e finanziari di base da parte delle fasce più deboli della popolazione»: *Inclusione finanziaria le iniziative del G20 e il ruolo della Banca d'Italia*, coordinato da GOMEL, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 96, luglio 2011, 29.

²² FALCONE, *Tre idee intorno al c.d. "FinTech"*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 37, 2018, 7.

²³ Lo illustra con efficacia DUJARIER, *Il lavoro del consumatore. Come coproduciamo ciò che compriamo*, Milano, 2009.

²⁴ Sul valore economico e i costi produttivi dell'informazione, nella prospettiva del difetto d'informazione a fini di responsabilità civile, v. F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011.

²⁵ Prodotti che - è bene sottolineare - spesso gli stessi addetti alla distribuzione, vincolati ad obiettivi di vendita, non conoscono adeguatamente, tant'è che la normativa continua a rafforzare l'obbligo degli intermediari di dotare i terminali distributivi di adeguata formazione.

conoscenza se si pone mente all'emergenza discendente, specie in Italia, dalla diffusione dell'analfabetismo funzionale, caratterizzato dalla difficoltà a comprendere anche testi brevi, dalla tendenza a credere all'opinione di chiunque senza informarsi, nell'incapacità di utilizzare informazioni e idee matematiche nelle diverse situazioni di vita. Si tratta, all'evidenza, di precondizione che esclude, in Italia, ogni efficienza del metodo per quasi la metà - *low skilled* - della popolazione attiva²⁶.

Né alla carenza conoscitiva pare poter supplire idoneamente, come diffusamente s'afferma anche in documenti comunitari, il ricorso alla consulenza, sia essa prestata dall'intermediario o da consulente indipendente. Un approfondito studio pubblicato dalla CONSOB ha infatti mostrato come la disponibilità a ricorrere alla consulenza sia inversamente proporzionale al livello di conoscenze finanziarie. Ciò in dipendenza della c.d. *overconfidence*, un meccanismo di distorsione comportamentale (rientrante nella criticità che si dirà fra un attimo) che porta all'incapacità di distinguere fra capacità percepita ed effettiva, con sopravvalutazione delle proprie capacità²⁷.

Sempre interno alla teoria dei mercati efficienti, accanto al fantasioso soggetto "risparmiatore adeguatamente informato" si colloca il mito del risparmiatore razionale, che agisce come l'idealtipo dell'*homo oeconomicus* costruito in economia²⁸.

Simile impostazione è stata messa in discussione, fin dagli anni '50 del secolo scorso, sulla base di riscontri di fatto: «le critiche, in chiave comportamentale e psicologica, ... sono emerse nell'ambito di studi empirici e solo successivamente sono state oggetto di riflessione e ricostruzione teorica ... La teoria comportamentale si presenta, insomma, come essenzialmente descrittiva dell'azione economica individuale e, pertanto, impone a legislatori, regolatori, giudici ed operatori di confrontarsi con i suoi risultati»²⁹.

²⁶ I dati sono elaborati dall'OCSE nell'ambito del *Programme for the International Assessment of Adult Competencies (PIAAC)*, con periodici *Survey of Adult Skills* (OECD, *Skills Strategy Diagnostic Report: Italy*, 2017, al sito oecd.org).

²⁷ GENTILE - LINCiano - SOCCORSO, *Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market*, CONSOB, Quaderni di finanza, n. 83/2016.

²⁸ Infatti, «se leggete un manuale di economia, scoprirete che l'*homo oeconomicus* ha le facoltà intellettuali di Albert Einstein, una capacità di memoria paragonabile a quella del Big Blue, il supercomputer della IBM, e una forza di volontà degna di Gandhi...Ma le persone che conosciamo non sono così. Le persone vere riescono a malapena a fare una divisione lunga senza usare la calcolatrice...Non appartengono alla specie dell'*homo oeconomicus*, ma a quella dell'*homo sapiens*». THALER - SUNSTEIN, *La spinta gentile*, VI ed., Milano, 2018, 12 s.

²⁹ MORERA - MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone*, in *Finanza comportamentale. Investitori a razionali*, AGE, 1/2012, 21.

L'integrazione dei risultati delle scienze cognitive e psicologiche – con accertamento di un novero di ben declinati limiti alla capacità di scelta razionale³⁰ - nell'approccio delle autorità di vigilanza³¹ e nella regolazione (anche) del mercato finanziario costituisce la sfida aperta globalmente avvertita³², che fatica a trovare risposta univoca³³.

4. Automonitoraggio e controllo della filiera di prodotto

La regolazione imperniata sulla trasparenza si è mostrata inidonea a fornire agli investitori un livello di tutela sufficiente a preservarne la fiducia, specie in una prolungata fase di crisi finanziaria che ha visto incrementarsi la diffusione di prodotti complessi presso la clientela al dettaglio.

Vigorosamente presente nel dibattito l'orientamento secondo cui «per avere una efficace tutela dei risparmi non c'è informazione che tenga: qualsiasi sia il livello di trasparenza fornito, vi sono alcuni prodotti bancari e finanziari che non possono essere forniti ai risparmiatori ritenuti *retail*. Il che si traduce in una limitazione dell'autonomia privata e nella riserva di investimento in determinati prodotti bancari e finanziari autoritativamente individuati, solo a favore di investitori qualificati»³⁴.

L'alternativa *market-friendly* a soluzioni autoritative viene promossa dalle ESAs, individuando nel controllo della filiera di prodotto lo strumento di

³⁰ Tali limiti sono correntemente ricondotti a due categorie, i *bias* cognitivi e le euristiche: i *bias* sono costrutti fondati su percezioni errate o deformate, pregiudizi e ideologie; per contro le euristiche sono procedimenti mentali intuitivi e sbrigativi, scorciatoie mentali, che permettono di costruire un'idea generica su un argomento senza effettuare troppi sforzi cognitivi. Utilizzati per prendere decisioni in fretta e senza fatica, giungendo rapidamente a conclusioni, entrambi i tipi di meccanismo non sono oggetto di una scelta consapevole.

³¹ Si occupa anche delle ricadute del metodo sul governo del rischio sistemico KHAN, *A Behavioral Approach to Financial Supervision, Regulation, and Central Banking*, IMF Working Paper 18/178, August 2018, al sito del Fondo Monetario Internazionale.

³² Non a caso, il Nobel 2007 per l'economia è stato assegnato a Richard Thaler, teorico del c.d. paternalismo libertario, metodica di architettura istituzionale delle scelte, secondo cui la preselezione delle scelte ottimali per l'utente da parte dell'ordinamento costituisce una ristretta cornice nel cui ambito la scelta ritenuta di maggior tutela viene (non imposta, ma) incentivata con diversi metodi di sollecitazione ("pungoli" quali opzione di default, incentivo fiscale, ecc.), realizzando il c.d. *nudge*. THALER - SUNSTEIN, *La spinta gentile*, cit., diffusamente.

³³ Sul tema, ampiamente, DI PORTO, *La regolazione degli obblighi informativi. Le sfide delle scienze cognitive e dei big data*, Napoli, 2017, che suggerisce il ricorso al principio di proporzionalità per dosare l'efficacia delle griglie informative (specie 198 ss.).

³⁴ SANTONI, *Sistema bancario ed evoluzione della trasparenza bancaria*, in *Il diritto commerciale nella società dell'informazione. Atti del Simposio, 1° aprile 2016, Napoli*, Napoli, 2018, 135.

governo del prodotto complesso, che al contempo salvaguarda l'innovazione finanziaria e contiene il rischio di distribuzione indiscriminata³⁵. Rischio non gestito con lo strumentario della trasparenza.

La tutela viene così anticipata dalla fase di distribuzione alla fase genetica dei prodotti: senza porre preclusioni allo sviluppo della "finanza sintetica", si è preferito creare una rete di segmentazione del mercato che si sviluppa collegando i diversi gradi di complessità dei prodotti alle presumibili capacità di comprensione e valutazione del cliente finale. I prodotti vengono quindi ideati per un determinato segmento di mercato (c.d. *target*) al quale va poi effettivamente destinato nella fase distributiva.

L'esplicazione del nuovo principio si basa su due strumenti, rispettivamente di automonitoraggio vigilato (c.d. *product governance*) e di controllo (c.d. *product intervention*).

La *product governance* si basa sull'articolazione di nuovi obblighi organizzativi degli intermediari vigilati che, sia nella fase di creazione che di distribuzione (a seconda che siano "produttori", "distributori" o svolgano entrambe le attività) devono dotarsi di distinte procedure che colleghino il prodotto ad un *target* in ragione delle esigenze della clientela ricompresa nel segmento.

L'astratta individuazione del *target* compiuta dal produttore nella fase genetica del prodotto deve poi trasferirsi lungo la catena distributiva, portando ad una concreta individuazione dei *target* da parte dei distributori, che devono strutturare la propria offerta in maniera mirata: in caso di mancata rispondenza del prodotto al *target*, il prodotto non va inserito nell'offerta rivolta a quel *target*, prima ancora di non dover essere venduto al cliente che non vi rientri.

Strettamente funzionali alla tenuta dell'anello finale della catena di *product governance*, su cui grava il compito di definire in concreto la compatibilità fra prodotto e cliente, è il rafforzamento degli obblighi di conoscenza del prodotto da parte di chi deve operare la valutazione di compatibilità. Tanto più che è ammessa la possibilità di scostarsi dal *target* predeterminato a seguito di valutazione individuale di rispondenza del prodotto alle esigenze del cliente.

Ai filtri sulla filiera produttiva ricondotti alle regole organizzative, come tali già soggetti a vigilanza, si affiancano nuovi poteri affidati alle autorità di vigilanza, sia nazionali che – in via sussidiaria - europee, chiamate a monitorare nel continuo i mercati, potendo giungere a vietare temporaneamente o restringere la commercializzazione o la distribuzione di

³⁵ *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes*, JC-2013-77, reperibile al sito di ciascuna autorità e del loro Joint Committee.

prodotti che pongano a rischio la protezione degli investitori o la stabilità, l'integrità e l'ordinato funzionamento del mercato (*product intervention*).

La nuova impostazione delineata dalle ESAs ha trovato sbocco nella disciplina europea di ultima generazione, attraverso veicoli differenziati per segmento. La prima realizzazione ha riguardato il segmento mobiliare, con la MiFID II (e direttiva delegata n. 2017/593), e analogo veicolo è stato successivamente adoperato per il segmento assicurativo³⁶, mentre per il segmento bancario si è proceduto con l'emanazione di Orientamenti dell'EBA³⁷.

Pur nei diversi gradi di assestamento della disciplina che riguarda i tre segmenti, che non ne consente ancora una puntuale comparazione, deve ricordarsi che la IDD (art. 25) ha mutuato la corrispondente previsione della MiFID II (art. 16), nel quadro di una complessiva riconfigurazione della disciplina dell'impresa di assicurazione apportata dalla direttiva *Solvency II* (n. 2009/138).

Nella nuova impostazione, mirata a garantire un più efficiente presidio della stabilità dell'impresa, si fa ricorso alle metodiche già adottate in ambito bancario e mobiliare, commisurando il bisogno di dotazione patrimoniale non a parametri rigidi distintamente collegati *ex ante* ai rami vita e danni, ma a parametri flessibili differenziati in base alla tipologia di rischi, quali risultanti dall'autovalutazione prospettica compiuta ai sensi dell'art. 30-*bis* CAP. Alla gestione prospettica dei rischi è, quindi, intimamente connessa l'estensione del processo di *product governance*.

S'evidenzia così la valenza rotonda del nuovo strumento, volto al contempo a governare rischio d'impresa, integrità del mercato e corretto operare nei rapporti con i risparmiatori.

³⁶ Direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione assicurativa (generalmente anch'essa indicata con l'acronimo IDD dalla denominazione in inglese, *Insurance Distribution Directive*) e regolamento delegato n. 2017/2358. Alla normativa è stato dato adeguamento con il d. lgs. 21 maggio 2018, n. 68 e la relativa disciplina secondaria, rimessa sia all'IVASS che alla CONSOB, è stata adottata dall'IVASS con Regolamenti nn. 39, 40 e 41 del 2 agosto 2018, mentre al momento in cui si scrive è ancora aperta la consultazione sulle modifiche al regolamento emittenti della CONSOB (Documento di consultazione 28 giugno 2018).

³⁷ “Dispositivi di *governance* e di controllo sui prodotti bancari al dettaglio”, 22 marzo 2016. Gli Orientamenti (*guidelines*) sono atti formalmente non vincolanti, rivolti alle autorità nazionali, governati dalla regola del *comply or explain*, prevendo l'alternativa fra recepimento o indicazione dei motivi della sua impossibilità. Il recepimento è stato messo in cantiere dalla Banca d'Italia nel febbraio 2018 e, chiusa la consultazione, la relativa modifica alle disposizioni di trasparenza non è entrata in vigore al momento in cui si scrive.