

MERCATI FINANZIARI

-> LINEE DI TENDENZA <-

NOVEMBRE 2017



LaScala



STUDIO LEGALE

www.lascalaw.com - www.iusletter.com

Milano | Roma | Torino | Bologna | Firenze | Venezia | Vicenza | Padova | Ancona

SOMMARIO

CAPITOLO PRIMO LA MIFID II	4
CAPITOLO SECONDO L'UNIVERSO FINTECH	17
CAPITOLO TERZO GIURISPRUDENZA	21



MERCATI FINANZIARI

CAPITOLO PRIMO LA MIFID II

1. QUADRO NORMATIVO, OBIETTIVI E PROFILI DI RIFORMA

Con la recente approvazione da parte del Governo del D.lgs. n. 129/2017 del 3 agosto si è ormai giunti alle battute finali del processo di recepimento della direttiva 2014/65/UE (cd. MiFID II), che insieme al Regolamento (UE) n.600/2014 (c.d. MiFIR), modifica e innova la direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari, alla quale ci si riferisce comunemente con l'acronimo MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*).

Il nuovo quadro normativo si pone come correttivo alla precedente disciplina comunitaria condividendone lo scopo e le scelte di fondo e segnerà un momento di svolta per tutti gli attori del mercato degli strumenti finanziari che dovranno attivarsi per assicurare che il loro operato avvenga nel rispetto delle nuove disposizioni.

Negli auspici, le nuove regole miglioreranno il funzionamento del mercato dei

capitali a beneficio dell'economia reale, assurgendo a leve essenziali di un processo di revisione che si è reso indispensabile per allontanare lo spauracchio, ancora aleggiante, della crisi finanziaria del 2008.

Rendere i mercati più sicuri, aperti e responsabili: questo l'imperativo inderogabile, un passaggio obbligato per recuperare fiducia e credibilità.

L'obiettivo perseguito, infatti, è la creazione di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa guidato da regole trasparenti che garantiscano una più idonea protezione per gli investitori. L'esigenza di tutela, dettata dalla necessità di colmare il *deficit* informativo spesso presente sul mercato, si presenta, d'altronde, come *leitmotiv* dell'intero articolato e si converte necessariamente in maggiore trasparenza delle negoziazioni attraverso una più intensa responsabilizzazione degli intermediari e una crescente consapevolezza degli investimenti.

Come già nella direttiva del 2004, sono

previste, pertanto, diverse disposizioni che, ispirandosi al dovere di agire nel miglior interesse del cliente, assicurano una corretta informazione, si occupano dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedono un'adeguata profilatura del risparmiatore.

Nell'ottica, poi, di rafforzare la fiducia nel sistema finanziario, si includono nell'ambito di applicazione della MiFID II settori in precedenza non regolamentati e si delinea un sistema più completo di vigilanza, rafforzando i poteri delle Autorità. Il tutto con lo scopo di arginare i rischi derivanti da un mercato sempre più diversificato e complesso, caratterizzato dall'aumento delle tipologie di strumenti finanziari e dal diffondersi di sistemi di *trading* ad alta frequenza, attraverso i quali ha luogo una parte consistente delle transazioni sui mercati telematici.

La revisione, in particolare, è intervenuta sui seguenti fronti:

1. Ambito di applicazione della Direttiva: risulta ampliato con la normazione di una nuova sede di negoziazione e di ulteriori strumenti finanziari prima non regolamentati.
2. Tutela degli investitori: si scandisce temporalmente in tre momenti. Oltre ad essere stati rafforzati i profili informativi del rapporto tra cliente e intermediario all'atto della contrattazione, mediante maggiore trasparenza sui prodotti, sui costi e sui rischi connessi all'investimento, si cerca di recuperare un profilo di tutela sia anteriormente che successivamente al rapporto. Risultano di notevole portata, infatti, sia le novità riguardanti i produttori e distributori di prodotti finanziari, che dovranno attenersi a nuovi *driver* nell'ideazione e produzione degli strumenti (c.d. *Product Governance*), sia

i nuovi poteri riconosciuti alle Autorità di Vigilanza, che potranno a certe condizioni porre un veto alla commercializzazione di prodotti ritenuti pericolosi e dannosi per la clientela e per la stabilità del mercato (c.d. *Product Intervention*).

3. Disciplina dei mercati: viene esteso l'ambito di applicazione del regime di trasparenza pre e post-*trading* mediante l'introduzione di obbligatorie regole di trasparenza con riguardo a nuove sedi di negoziazione e a strumenti finanziari diversi da quelli azionari. La direttiva MiFID II disciplina poi per la prima volta armonicamente le imprese che effettuano negoziazioni mediante l'utilizzo di algoritmi.

4. Rapporti con i paesi terzi: viene prevista l'introduzione di un regime armonizzato per l'accesso ai mercati dell'Unione Europea da parte di soggetti insediati in paesi terzi.

La nuova disciplina, viste le difficoltà pratiche riscontrate in sede di recepimento, entrerà in vigore dal 2 gennaio 2018.

L'obiettivo perseguito, infatti, è la creazione di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa guidato da regole trasparenti che garantiscano una più idonea protezione per gli investitori.

2. AMBITO DI APPLICAZIONE

L'ambito di applicazione della Direttiva risulta ampliato con l'introduzione di una nuova sede di negoziazione: *Organised Trading Facility* o OTF.

Si tratta di un nuovo tipo di piattaforma, diverso da un mercato regolamentato

(es. borsa) e da un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), che consentirà l'incontro di richieste multiple di acquisto o vendita di strumenti finanziari da parte di più soggetti, relative a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati. Si differenzia dai due precedenti mercati in quanto si presenta come una piattaforma di negoziazione semplice, discrezionale e non soggetta alla disciplina dei due mercati suddetti. L'obiettivo è contrastare il proliferare nei mercati azionari dei *dark pool* (borsa elettronica, che può essere alternativa rispetto a quella regolamentata, dove è possibile effettuare operazioni in modo anonimo senza rendere pubblici i prezzi, nonché i quantitativi delle azioni scambiate) e ricondurre alla disciplina UE i sistemi in precedenza esclusi dalla disciplina MiFID. Gli OTF saranno unicamente dedicati alla negoziazione di strumenti *non-equity*. Tale novità è stata trasfusa in sede di recepimento, dal D.lgs. n. 129/2017, nel novellato art. 1 comma 5-*octies* del Testo Unico della Finanza.

MiFID II introduce poi una nuova categoria di strumenti finanziari: i contratti derivati aventi ad oggetto quote di emissione di gas ad effetto serra.

I sistemi di scambio di quote di emissione rappresentano uno strumento di politica ambientale previsto già dalla Direttiva 2003/87/CE, al fine di consentire ai Paesi dell'UE di adempiere agli impegni assunti con la ratifica del Protocollo di Kyoto del 1997.

L'autorità regolamentare competente di ciascuno Stato Membro assegna un certo numero di quote di emissione di CO₂ alle imprese autorizzate a partecipare ai sistemi di scambio e che necessitano di

emettere gas a effetto serra nell'ambito del proprio ciclo produttivo, sulla base di un piano nazionale di assegnazione.

A seguito dell'assegnazione, i gestori di impianti che si sono visti attribuire quote di emissione in eccesso rispetto al proprio fabbisogno, vendono le quote che possono essere acquistate da imprese le cui emissioni non sono coperte dal relativo piano di assegnazione.

Lo scopo della riforma è rafforzare la trasparenza ed aumentare la sicurezza degli scambi negli *emissions trading systems* (riconcendoli nelle aree di competenza delle banche e degli intermediari finanziari), in quanto l'assenza di una specifica regolamentazione e la mancanza di una cornice normativa del fenomeno di negoziazione di quote di emissione hanno favorito il diffondersi di pratiche fraudolente nel mercato secondario.

Il legislatore italiano, nella Sezione C dell'Allegato I al D.lgs. n.129/2017, annovera, pertanto, le quote di emissione tra gli strumenti finanziari.

Viene estesa, per di più, l'applicazione delle regole di condotta anche all'offerta e alla consulenza avente ad oggetto depositi strutturati.

Si tratta di una *species* dei depositi bancari affermatasi nella prassi come una forma di prodotto di investimento. Prima di MiFID II non sono mai stati oggetto di nessun atto legislativo a livello di Unione, per tale ragione il legislatore ha ritenuto opportuno applicarvi parte della nuova disciplina con la finalità di rendere uniforme il trattamento normativo riservato ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati.

Nello specifico è stato previsto che la prestazione del servizio di esecuzione o ricezione e trasmissione di ordini in mo-

dalità di *execution only* - ossia con esenzione per l'intermediario di raccogliere le informazioni sulla conoscenza ed esperienza del cliente e di operare la preventiva valutazione di appropriatezza in relazione ad ordini ad iniziativa del cliente - è consentita soltanto per i depositi strutturati "non complessi", ossia diversi da quelli "che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio del rendimento o il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza".

Il legislatore individua, dunque, una particolare sottocategoria di depositi strutturati c.d. complessi ai quali non trova applicazione la disciplina dell'*execution only*, ciò in piena conformità con la *ratio* generale dell'istituto che, a maggior tutela della clientela, vuole sottrarre dal regime di mera esecuzione degli ordini prodotti caratterizzati da elevata complessità.

In sede di recepimento il legislatore, con il D.lgs. n.127/2009, ha modificato l'art. 25-*bis* del TUF, estendendo all'attività di vendita od intermediazione dei depositi strutturati l'applicabilità delle norme di condotta, della disciplina dei contratti e delle disposizioni in materia di consulenza.

Vengono, infine, eliminati da MiFID II alcune esenzioni dai regimi di autorizzazione applicabili agli intermediari che negoziano materie prime e ai *market makers*.

Vengono riformulate, in particolare, le esenzioni relative alla prestazione di servizi di negoziazione *intra* gruppo, per tener conto del frequente ricorso a *joint-ventures* che non rientrano nell'ambito del concetto di gruppo.

Analogamente, sono state riviste le

esenzioni relative alle *Commodity Firms* (imprese di materie prime) e ai soggetti che negoziano esclusivamente in conto proprio; per questi ultimi la modifica è volta ad assicurare che coloro che hanno volumi di negoziazione in strumenti finanziari sproporzionati rispetto alla loro attività principale non beneficino di alcuna esenzione dai requisiti di autorizzazione. Inoltre, l'esenzione applicabile ai soggetti che negoziano in conto proprio non troverà più applicazione ai *market makers* (intermediari finanziari che pubblicano i prezzi di acquisto e di vendita di titoli quotati in borsa ed in loro possesso, permettendo a tutti gli altri investitori di comprare o vendere a quei prezzi), ai soggetti che fanno ricorso a tecniche di negoziazione ad alta frequenza che comportano l'utilizzo di algoritmi, nonché ai soggetti che eseguono gli ordini della clientela.

3. TUTELA DEGLI INVESTITORI

Tra gli obiettivi di primaria importanza di MiFID II vi è sicuramente l'esigenza di tutela degli investitori. Il legislatore europeo, infatti, si prefigge di fare un ulteriore passo in avanti rispetto al passato dettando una disciplina che scandisca la tutela dell'investitore in diversi momenti:

1. dapprima, si interviene sul come i prodotti finanziari debbano essere costruiti (c.d. *Product Governance*);
2. durante, il rapporto tra impresa e cliente;
3. dopo, vengono previsti nuovi poteri per le Autorità di vigilanza nazionali (c.d. *Product Intervention*).

Product governance e regole di condotta

La protezione dell'investitore, nelle mire del legislatore europeo, oltre a caratterizzare la disciplina della consulenza al cliente, assume rilevanza anche nel momento genetico del rapporto, quando cioè i prodotti finanziari vengono progettati e, successivamente, quando vengono distribuiti.

Alle cd. Società-prodotto (*Manufacturer*), che creano, sviluppano, emettono o disegnano nuovi prodotti finanziari, viene imposto l'obbligo di concepire gli stessi per fasce di clientela, facendo sì che i prodotti siano coerenti con i *target* di riferimento.

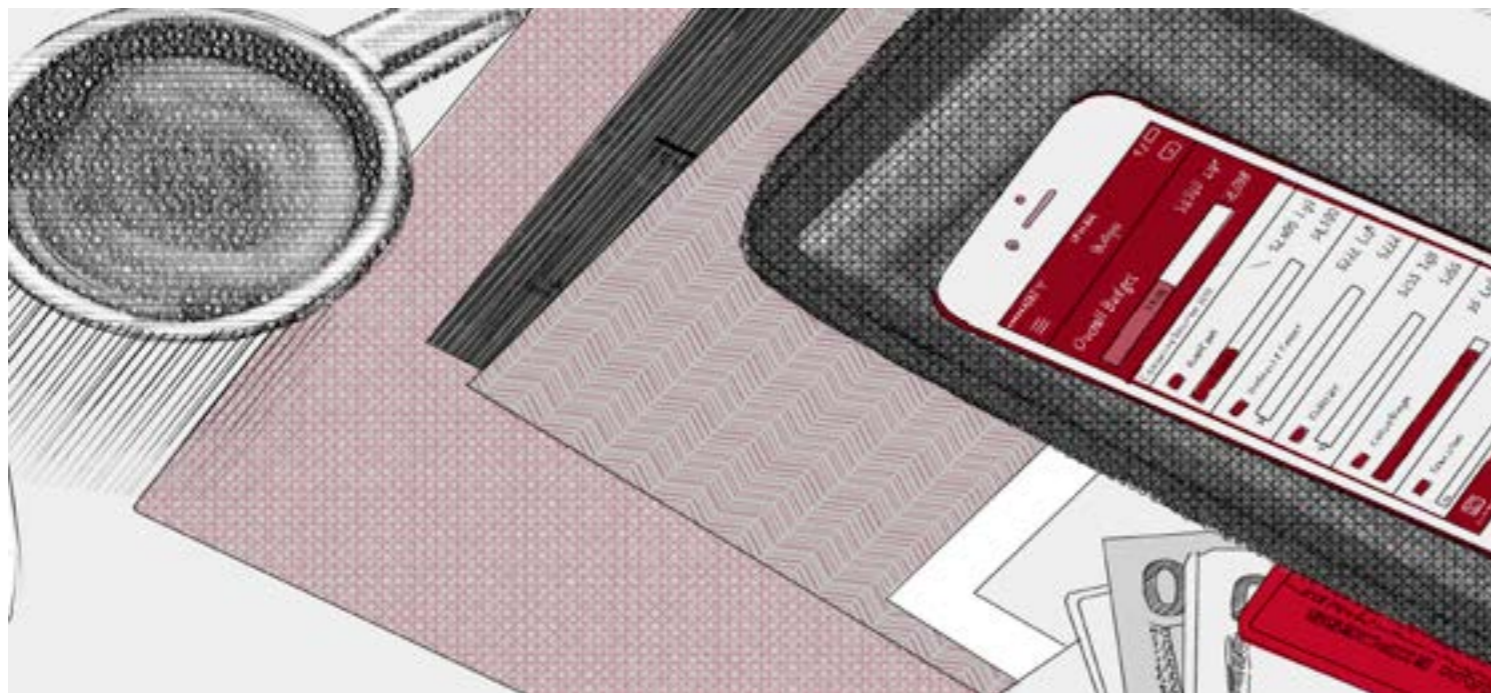
La *Product Governance* si articola in una serie di regole di condotta che riguardano non solo la fase di realizzazione degli strumenti finanziari per la vendita alla clientela (*Manufacturing*) ma anche la fase di distribuzione (*Distribution*) degli stessi.

Dal momento che l'attività di distribuzione non necessariamente è posta in

essere dall'impresa di investimento che ha concepito il prodotto, il legislatore UE si preoccupa di stabilire regole specifiche per il distributore che non sia anche produttore del bene prevedendo che:

- (i) conosca gli strumenti finanziari offerti o raccomandati;
- (ii) valuti la compatibilità di tali strumenti con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali;
- (iii) faccia in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.

La MiFID II introduce, pertanto, una serie di nuovi obblighi applicati ai rapporti tra produttori e distributori di strumenti finanziari. I produttori sono infatti chiamati ad adottare un vero e proprio processo di approvazione per ogni strumento finanziario prima della sua commercializzazione. Dal canto loro, i distributori sono tenuti a contribuire



all'implementazione di strategie distributive appropriate rispetto alle caratteristiche del mercato di riferimento e alle esigenze della clientela. Tutto ciò dovrebbe evitare che prodotti a complessità molto elevata finiscano nelle mani di cliente inesperti (clientela *retail*).

Il legislatore italiano in fase di recepimento, con il D.lgs. n. 129/2017, si è adeguato a tali disposizioni aggiungendo i commi 2-*bis* e 2-*ter* all'art. 21 del TUF, che sostanzialmente riproducono le norme comunitarie.

In conclusione si può affermare che la regolamentazione dei processi di approvazione e distribuzione dei prodotti finanziari si affianca alla disciplina, anche quella rafforzata, degli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario, senza sostituire in alcun modo le valutazioni di appropriatezza ed adeguatezza, in una logica sempre maggiore di tutela degli investitori.

Rapporto tra impresa e cliente

Con MiFID II le imprese di investimento saranno tenute ad attenersi a regole più rigide per garantire che i clienti possano fare affidamento sull'adeguatezza dei prodotti, rispetto alle loro esigenze e caratteristiche, e sull'adeguata protezione dei beni nei quali investono.

Per quanto concerne gli obblighi di verifica relativi all'adeguatezza degli investimenti, sono introdotti anzitutto requisiti più onerosi per effettuare tale valutazione. Si dovranno considerare, infatti, due nuovi *driver* rappresentati dalla tolleranza al rischio e dalla capacità di sostenere perdite da parte del cliente, dovranno essere svolte comparazioni di prodotti equivalenti e dovrà essere indicato al

cliente se e in che modo è assicurata una valutazione di adeguatezza periodica, con relative comunicazioni.

Sarà necessario indagare sull'adeguatezza dell'operazione, prevedendo la comparazione con prodotti equivalenti e valutandone i costi e la complessità, anche nel caso in cui il cliente venga coinvolto in operazioni che possano configurare uno schema di disinvestimento, a beneficio di un conseguente investimento in altri prodotti (*switch*).

Con MiFID II le imprese di investimento saranno tenute ad attenersi a regole più rigide per garantire che i clienti possano fare affidamento sull'adeguatezza dei prodotti, rispetto alle loro esigenze e caratteristiche, e sull'adeguata protezione dei beni nei quali investono.

Tutto ciò imporrà agli intermediari la revisione dei questionari di profilatura dei clienti, l'introduzione

di nuovi presidi operativi e di controllo ai fini della comparazione dei prodotti equivalenti, la revisione della modulistica e dei *report* forniti al cliente. In tema di consulenza finanziaria, poi, la disciplina di MiFID II conferma l'importanza della consulenza come servizio di investimento alla clientela *retail*, anche in virtù della sempre maggiore complessità dei mercati e degli strumenti finanziari. È previsto che quando le imprese di investimento effettueranno consulenza agli investimenti, prima che la transazione sia conclusa, dovranno condividere con il cliente le motivazioni che hanno portato a ritenere che l'operazione di investimento consigliata sia realmente rispondente

alle sue aspettative, dovranno comunicare il costo del servizio, se forniscono la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari da esse raccomandati e dovranno chiarire la base della consulenza che forniscono.

Il principale cambiamento, infatti, è costituito dall'introduzione della consulenza "indipendente", con alcune specifiche previsioni che dovranno essere osservate dalle imprese di investimento.

In primo luogo prima della prestazione l'impresa di investimento deve comunicare al cliente se la consulenza è fornita su base indipendente o meno.

Quando l'impresa informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita su base indipendente, essa:

a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti, tali da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente

soddisfatti e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o rapporti legali o economici tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;

b) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti.

Nel caso in cui l'impresa di investimento riceva degli incentivi, dovrà immediatamente trasferirli al cliente, con il divieto che tali somme vadano a compensazione della parcella di consulenza che il cliente dovrà pagare.

Altro punto focale della rinnovata disciplina comunitaria è costituito dalla restrizione dell'ambito di applicazione del regime di *execution only*, attraverso una ulteriore delimitazione della categoria degli strumenti finanziari qualificabili come "non complessi". In particolare, vengono esclusi dal menzionato regime le obbligazioni e gli altri titoli di debito non quotati su un mercato regolamentato (o su un mercato equivalente di un Paese non UE) o su un sistema multilaterale di negoziazione, nonché gli strumenti che incorporano un derivato o una struttura tale da rendere difficile per il cliente la comprensione del rischio connesso all'operazione. Inoltre, i servizi di



esecuzione ovvero di ricezione di ordini non potranno essere prestati in modalità *execution only* qualora gli intermediari prestino in abbinamento agli stessi anche il servizio accessorio di concessione di finanziamenti.

MiFID II ha poi ampliato gli obblighi di comunicazione alla clientela su costi e oneri connessi ai servizi di investimento o accessori, che devono includere anche il costo della consulenza (se rilevante), il costo dello strumento finanziario raccomandato o venduto al cliente e le modalità con cui il cliente può remunerare il servizio di investimento ricevuto. Le informazioni circa tutte le voci di costo devono essere presentate in forma aggregata per consentire al cliente di conoscere il costo complessivo ed il suo impatto sul rendimento atteso dall'investimento.

Altro punto focale della rinnovata disciplina comunitaria è costituito dalla restrizione dell'ambito di applicazione del regime di *execution only*, attraverso una ulteriore delimitazione della categoria degli strumenti finanziari qualificabili come "non complessi".

anche delle disposizioni normative affinché gli intermediari garantiscano che il personale che presta "consulenza" o "fornisce informazioni" alla clientela abbia la capacità di comprendere le caratteristiche dei prodotti, per adempiere agli obblighi di agire in modo onesto, equo, professionale e per tutelare gli interessi

dei clienti. Si richiede, pertanto, che il personale preposto possieda un adeguato livello di conoscenze e competenze dei prodotti offerti e che tale livello sia valutato nel continuo.

Dal punto di vista del diritto interno il legislatore italiano ha recepito parte della disciplina contenuta negli artt. 24 e 25 della direttiva con il D.lgs. n. 129/2017 (adeguando le norme relative ai "conflitti di interesse" e alla "consulenza indipendente"), lasciando però il compito di specificare ulteriormente le norme poste a tutela dell'investitore alle fonti normative di rango secondario.

La Consob, infatti, il 6 luglio 2017, ha posto in consultazione il documento per la modifica del Regolamento Intermediari, n.16190/2007.

Si segnala sul punto la modifica relativa ai contratti al fine di estenderne il suo ambito applicativo. L'obbligo di ricorrere al contratto scritto viene sancito, infatti, anche nei rapporti con i clienti professionali e anche nel caso in cui venga prestato il servizio di consulenza, ove sia effettuata una valutazione periodica dell'adeguatezza, con una copia che dovrà essere consegnata al cliente.

È stata oggetto di revisione, infine, la disciplina riguardante le segnalazioni delle violazioni (c.d. *whistleblowing*) allo scopo di adottare regole unitarie e organiche nell'ambito del sistema finanziario. Le vecchie disposizioni sono dunque rimesse in due norme di carattere generale, concernenti rispettivamente il *whistleblowing* interno e il *whistleblowing* esterno.

In particolare, l'articolo 4-undecies del TUF impone l'adozione, da parte dei soggetti indicati dalla stessa norma, di procedure specifiche per la segnalazione al proprio interno, da parte del persona-

Il legislatore europeo, nell'ambito di MiFID II, ha considerato necessario prevedere

le, di atti o fatti che possano costituire violazioni delle norme disciplinanti l'attività svolta, nonché del regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato.

Le procedure devono garantire la riservatezza dei dati personali del segnalante e del presunto responsabile della violazione, nonché la tutela adeguata del soggetto segnalante contro condotte ritorsive, discriminatorie o comunque sleali conseguenti la segnalazione.

L'articolo 4-*duodecies* consente invece di inviare segnalazioni esterne, ovvero alle Autorità di vigilanza in ordine a violazioni delle norme del TUF e delle norme UE direttamente applicabili. In particolare, le segnalazioni seguono i medesimi principi del *whistleblowing* interno; le Autorità si avvalgono delle informazioni contenute nelle segnalazioni, ove rilevanti, esclusivamente nell'esercizio delle funzioni di vigilanza.

Product intervention e vigilanza

Il legislatore comunitario ha previsto novità rilevanti anche per quanto riguarda i poteri di intervento affidati alle Autorità di vigilanza, cercando di recuperare un profilo di tutela dell'investitore nella fase successiva alla contrattazione.

In particolare il regolamento MiFIR disciplina i poteri di intervento dell'ESMA (Autorità europea per gli strumenti finanziari ed i mercati), dell'EBA (Autorità Bancaria Europea) e delle Autorità di vigilanza nazionali, in ordine alla possibilità di vietare o limitare la distribuzione di taluni prodotti: strumenti finanziari e depositi strutturati.

Tali autorità potranno valutare circa il merito dei prodotti offerti e potranno

vietare, su base temporanea, la loro commercializzazione e lo svolgimento di qualunque altra attività o pratica finanziaria, qualora ritengano che possano essere compromesse la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e gli interessi degli investitori. Insita nell'esercizio di tali poteri da parte delle Autorità sarà una valutazione di pericolosità di tali prodotti per i risparmiatori.

In sede di recepimento il legislatore italiano - tenuto conto della natura di regolamento direttamente applicabile negli Stati membri - si è limitato alla sola individuazione delle Autorità nazionali competenti all'adozione delle menzionate misure, ovvero la Banca d'Italia e la Consob.

In particolare, sono stati affidati alla Consob i poteri relativi alla protezione degli investitori, all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati; la Banca d'Italia sarà competente per quanto riguarda la stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario. Le Autorità sono tenute a cooperare anche sulla base di un apposito protocollo d'intesa.

Si attribuisce, nello specifico, alla Consob la facoltà di attivare i poteri di *product intervention* aventi ad oggetto strumenti finanziari e depositi strutturati, laddove vengano in rilievo obiettivi di protezione degli investitori e integrità dei mercati; la Banca d'Italia potrà adottare divieti o limitazioni riguardanti i menzionati prodotti per tutelare la stabilità del sistema finanziario nazionale o parte di esso.

Inoltre, sempre sul fronte delle Autorità, il legislatore, con il D.lgs. n.129/2017, ha provveduto a riorganizzare l'intera materia della vigilanza.

Per quanto attiene ai poteri regolamen-

tari viene affidata alla Banca d'Italia la disciplina di alcuni obblighi dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio con riferimento all'organizzazione interna ed al governo societario (requisiti di organizzazione, sistemi di remunerazione e di incentivazione, *audit* interno, responsabilità dell'alta dirigenza e esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o di attività). Dall'altro lato si affida alla Consob la disciplina della prestazione dei servizi e delle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio con riferimento agli aspetti pratici e operativi (procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento e di gestione collettiva del risparmio, trattamento dei reclami, gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti). Vengono poi riorganizzati i poteri di indagine delle Autorità, tra cui rientrano quelli di vigilanza informativa, i poteri ispettivi e di intervento.

L'obiettivo perseguito dal legislatore è semplificare le procedure e lo scambio di informazioni tra le Autorità, per ridurre il più possibile gli oneri a carico dei soggetti vigilati.

4. DISCIPLINA DEI MERCATI

Per quanto attiene al settore dei mercati finanziari, la direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR mirano a rimediare alle carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati evidenziate dalla crisi finanziaria. Il fine è, anche qui, quello di incrementare la trasparenza e la tutela degli investitori che si trovano

ad operare in un mercato caratterizzato dalla diffusione di sistemi di *trading* ad alta frequenza e dalla negoziazione nei mercati non regolamentati.

In via generale, la normativa europea ha ridefinito l'assetto delle sedi di negoziazione e comportato un sostanziale allineamento dei requisiti dei sistemi multilaterali di negoziazione a quelli oggi previsti per i mercati regolamentati. Ha, altresì, delineato una nuova tipologia di piattaforma di negoziazione, il c.d. sistema organizzato di negoziazione (*Organised Trading Facility* o OTF), di cui si è già detto, per favorire il *level playing field* fra le sedi e preservare il funzionamento efficiente e ordinato dei mercati finanziari. Viene fornita, inoltre, una nuova definizione di internalizzatore sistematico, che, ai sensi dell'art.4, paragrafo 1, n.20 MiFID II, viene identificato come "*un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato*



regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione”.

Il legislatore italiano recepisce tale definizione con il nuovo art. 1, comma 5-ter, del TUF, che qualifica l'internalizzatore quale soggetto, mentre la direttiva MiFID I lo collocava tra le sedi di negoziazione. La regolamentazione MiFID II/MiFIR mira a qualificare un più ampio novero di intermediari quali “internalizzatori sistematici”, con riferimento a una gamma più ampia di strumenti finanziari.

L'obiettivo di fondo è ridurre gli scambi di strumenti OTC, favorendo lo svolgimento delle negoziazioni all'interno di sistemi di negoziazione regolamentati (mercati regolamentati, sistemi multilaterali o OTF) ed estendendo gli stessi regimi di trasparenza pre e post-trading anche ai c.d. internalizzatori sistematici e ad un maggior numero di strumenti finanziari, secondo una distinzione tra strumenti rappresentativi di capitale (es. azioni o certificati deposito) e non rap-

presentativi di capitale (es. obbligazioni o strumenti finanziari strutturati).

Per garantire che un maggior numero di negoziazioni abbia luogo presso sedi di negoziazione regolamentate in cui si applicano i requisiti di trasparenza, il regolamento MiFIR introduce l'obbligo di negoziare azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati o negoziate sugli MTF od OTF ovvero da internalizzatori sistematici esclusivamente presso tali sedi, a meno che tali transazioni:

- siano non sistematiche, *ad hoc*, irregolari e saltuarie;
- siano effettuate tra controparti qualificate e/o professionali e non contribuiscano al processo di formazione del prezzo.

Rispetto alla disciplina previgente, pertanto, la complessiva attuazione delle nuove regole europee determinerà una consistente estensione dell'ambito di applicazione del regime di trasparenza pre e post-trading mediante l'introduzione di obbligatorie regole di trasparenza con riguardo a nuove sedi di negoziazione e a strumenti finanziari diversi da quelli azionari. Con la MiFID II, il legislatore comunitario ha, infatti, esteso i requisiti di trasparenza fissati dalla MiFID I per i mercati regolamentati azionari a tutti i mercati e a tutti gli strumenti finanziari non-equity. Rilevanti, per di più, risultano essere gli obblighi *transaction reporting* degli scambi. Il nuovo quadro normativo dell'Unione comporterà anche su questo versante ulteriori e significative innovazioni, tra le quali figurano l'obbligo di pubblicare le informazioni mediante canali di pubblicazione approvati dall'autorità competente e la realizzazione di un sistema integrato di raccolta delle infor-

mazioni, con la finalità di incrementare la trasparenza e la qualità informativa a disposizione del mercato, nonché di potenziare il flusso informativo all'autorità di vigilanza relativamente alle operazioni per il tramite di specifici canali di trasmissione.

Il dubbio, tuttavia, è che il trasporto del modello di trasparenza potrebbe rivelarsi non efficiente nella prospettiva della liquidità, visto il diverso impatto dei doveri di trasparenza nei vari mercati. L'informazione gioca, d'altronde, un ruolo fondamentale nella regolamentazione dei mercati dei derivati, poiché incide sulla formazione del prezzo e sulla liquidità. La pubblicazione dei prezzi di negoziazione, ciò nonostante, assume un ruolo fondamentale nell'assicurare che i prezzi riflettano effettivamente la domanda e l'offerta e che le sedi di negoziazione siano liquide ed efficienti. La direttiva MiFID II disciplina, infine, per la prima volta armonicamente a livello europeo, le imprese che effettuano negoziazioni mediante l'utilizzo di algoritmi. Tale tipo di negoziazione comprende ogni modalità di negoziazione in cui un algoritmo calcolato tramite *computer* imposta automaticamente parametri individuali di ordini senza nessun intervento dell'essere umano. Le imprese che svolgono tale attività saranno obbligate ad adottare sistemi e controlli del rischio idonei a garantire che i sistemi di negoziazione siano flessibili, efficienti e siano sottoposti a limiti e soglie idonei a prevenire l'erronea immissione di ordini o altre disfunzioni che potrebbero pregiudicare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato. Esse dovranno poi garantire che i loro sistemi non vengano utilizzati per commettere abusi di

mercato.

Per quanto concerne il recepimento interno della predetta disciplina comunitaria parte delle disposizioni in materia sono state adeguate con il D.lgs. n. 129/2017. Per quanto non oggetto di recepimento a livello normativo primario, e per ulteriori specificazioni attuative delle norme, sarà la Consob nell'esercizio del suo potere regolamentare a provvedere. Quest'ultima, infatti, il

31 luglio 2017, ha posto in consultazione il documento per le modifiche al Regolamento Mercati n. 16191/2007.

5. RAPPORTI CON I PAESI TERZI

Ultimo fronte di revisione è quello che riguarda la politica nei confronti dei paesi terzi. L'obiettivo di MiFID II è quello di aumentare l'ampiezza del mercato unico finanziario, consentendo all'Unione Europea di assurgere quale interlocutore privilegiato e principale a livello internazionale per tutte le questioni attinenti alla regolamentazione finanziaria. Viene introdotto infatti un regime armonizzato per l'accesso ai mercati dell'Unione da parte di soggetti insediati in paesi terzi, che si fonderà su una valutazione di equivalenza svolta dalla Commissione Europea. La nuova disciplina si applicherà soltanto alla prestazione di

L'obiettivo di MiFID II è quello di aumentare l'ampiezza del mercato unico finanziario, consentendo all'Unione Europea di assurgere quale interlocutore privilegiato e principale a livello internazionale per tutte le questioni attinenti alla regolamentazione finanziaria.

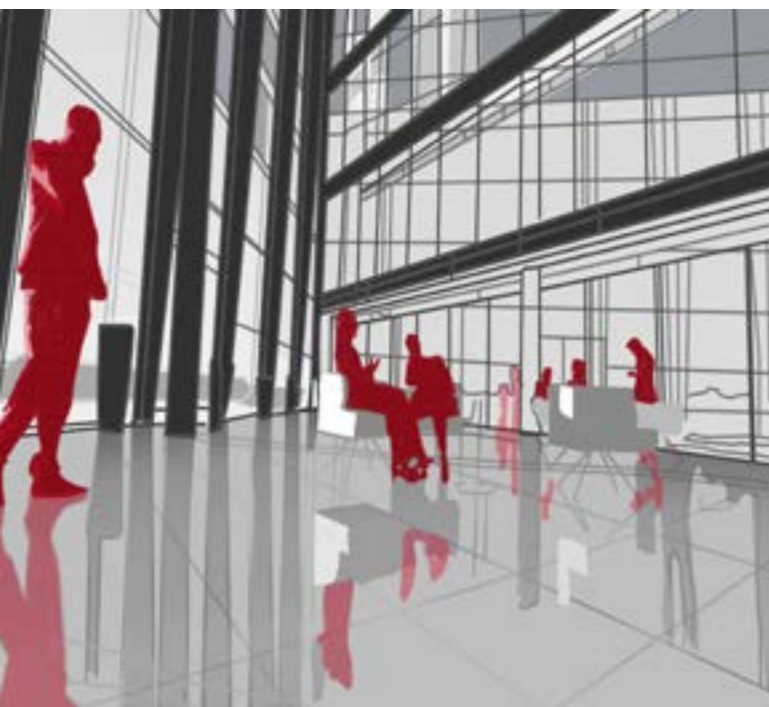


servizi e attività di investimento su base transfrontaliera nei confronti di investitori professionali e di controparti qualificate. È previsto un periodo transitorio di tre anni, durante il quale si continueranno ad applicare le disposizioni degli ordinamenti nazionali sull'accesso al mercato interno da parte di intermediari di paesi terzi.

Il D.lgs. n. 129 del 2017 di recepimento agli obblighi comunitari ha previsto che le banche di Paesi terzi possano prestare servizi e attività di investimento, con o senza servizi accessori, a clienti al dettaglio o professionali su richiesta, esclusivamente mediante insediamento di succursali nel territorio della Repubblica. La nuova normativa riserva in via residuale a Bankitalia, sentita la Consob e a determinate condizioni, facoltà di concedere l'autorizzazione per lo svolgimento dei servizi di investimento in Italia, con o senza servizi accessori, in regime di libera prestazione di servizi, quindi anche senza l'obbligo di succursale ma solo nei

confronti di controparti qualificate o di clienti professionali. A Bankitalia, sentita la Consob, è riservata poi la possibilità di indicare servizi e attività che le banche di Paesi terzi non possono prestare nel territorio italiano senza presenza di succursali.

Grande attenzione del legislatore è rivolta in questo settore al rispetto della normativa antiriciclaggio e alla trasparenza da parte dell'operatore bancario di un Paese terzo. È previsto uno specifico obbligo da parte della banca estera di dimostrare l'equivalenza della normativa antiriciclaggio del Paese di origine con quella vigente a livello europeo e in Italia.



CAPITOLO SECONDO L'UNIVERSO FINTECH

Il paradigma tra banca e cliente nel prossimo futuro probabilmente sarà destinato a mutare, non solo tenuto conto dell'entrata in vigore di MiFID II, ma anche in virtù dei cambiamenti dovuti alla *Financial Technology*.

Col neologismo *FinTech* si è passati nel giro di pochi anni da indicare le nuove tecnologie che venivano impiegate al servizio delle operazioni di banche e finanziarie, a intendere un vero e proprio sinonimo di innovazione nel contesto dell'intera industria finanziaria. D'altra parte la tecnologia interagisce ormai da tempo con il mondo della produzione industriale e dei servizi, non si vede perché l'industria finanziaria sarebbe dovuta rimanere immune da questa "rivoluzione", considerando anche le nuove abitudini dei consumatori che stanno determinando cambiamenti significativi sul come i servizi vengono offerti e fruiti dalla clientela. In altri termini il *FinTech* rappresenta una sfida epocale ai modelli tradizionali di intermediazione e gestio-

ne del risparmio, ma anche ai vecchi modelli di vigilanza e regolazione. Il connubio tra finanza e tecnologia, insomma, sembra essere destinato ad avere successo e società e *start-up* di giovanissima età, che offrono servizi bancari in versione digitale, robotizzata e comunque innovativa, cercano prepotentemente di farsi spazio tra i giganti del mondo bancario. L'innovazione è lo strumento che permette ai nuovi attori di inserirsi in un mercato le cui barriere di accesso sono altissime; il punto di forza sta nell'offrire servizi più rapidi e più convenienti senza che ciò comporti dei costi impossibili da sostenere per le nuove imprese. Per farsi un'idea di quanto il fenomeno sia in espansione basterà riflettere sul fatto che la tecnofinanza registra una crescita annua nel mondo del 300% e del 400% in Europa. L'utilizzo di sistemi elettronici e la trasformazione digitale della domanda di beni e servizi hanno coinvolto tutti i settori dell'economia: l'innovazione digitale in ambito finanziario è parte di una più ampia trasformazione.

Sistemi di pagamento alternativi, *crowdfunding*, *peer to peer lending*, *blockchain*, *cryptocurrencies* e *roboadvise*: queste le parole chiave e i sentieri più battuti dai pionieri del *FinTech*.

Uno dei settori più caldi è di sicuro quello dei sistemi di pagamento. Soggetti terzi saranno autorizzati a fornire servizi di pagamento elettronici, sfruttando i processi digitali e inserendosi nel rapporto tradizionale tra banca e cliente, che potrà beneficiare, attraverso una piattaforma di *e-commerce* e un *software* per il pagamento, di maggior celerità e costi minori. In altre parole le transazioni verranno gestite da un diverso soggetto rispetto alla banca che svolgerà la sola funzione di liquidazione e pagamento. Così rischia di cambiare il vero *dominus* del rapporto e il terzo ne potrà beneficiare anche per offrire ulteriori servizi: un primo passo per strappare il cliente all'istituto di credito? Che dire poi dei sistemi alternativi di finanziamento. Si va dalla possibilità per la clientela di reperire privati o aziende che mettano a disposizione il proprio denaro fino a poter rintracciare piattaforme che raccolgano risorse da poter distribuire alle famiglie o alle imprese. Il fenomeno in Italia sembra essere ancora contenuto rispetto a realtà come quella statunitense o cinese ma è comunque da osservare, soprattutto nell'ottica delle micro o piccole imprese che chiedono una risposta rapida alle proprie richieste di finanziamento, risposta che non è sempre assicurata dal sistema tradizionale.

Si giunge poi al settore della consulenza nella gestione dei risparmi. Anche qui si prospetta una potenziale sfida al mondo tradizionale alla luce del fatto che gli istituti di credito applicano commissioni

da risparmio gestito per sostenere il loro margine di intermediazione. Costi che il mondo *FinTech*

punta ad abbattere attraverso la consulenza robotizzata. Certo l'interazione umana in questo settore, soprattutto in Italia, potrebbe rappresentare un ostacolo ma ci sarà sicuramente spazio per sistemi ibridi, dove si affiancheranno l'apporto umano e la tecnologia, permettendo in ogni caso un abbattimento dei costi per il cliente. E per finire c'è il mondo delle criptovalute, quasi un universo parallelo, dove *start-up* presentano in rete dei *business-plan* e chiedono fondi in criptovalute, offrendo "gettoni digitali" che di fatto consentono di contribuire alla realizzazione dello stesso *business-plan*. Qui dovrebbero giocare un ruolo centrale le autorità, nel qualificare giuridicamente i finanziamenti in monete digitali con gli obblighi che ne dovrebbero derivare anche in termini informativi. In ogni caso tutto ciò permette di comprendere che nel prossimo futuro per trasferire valori non sempre ci sarà bisogno di intermediari istituzionali.

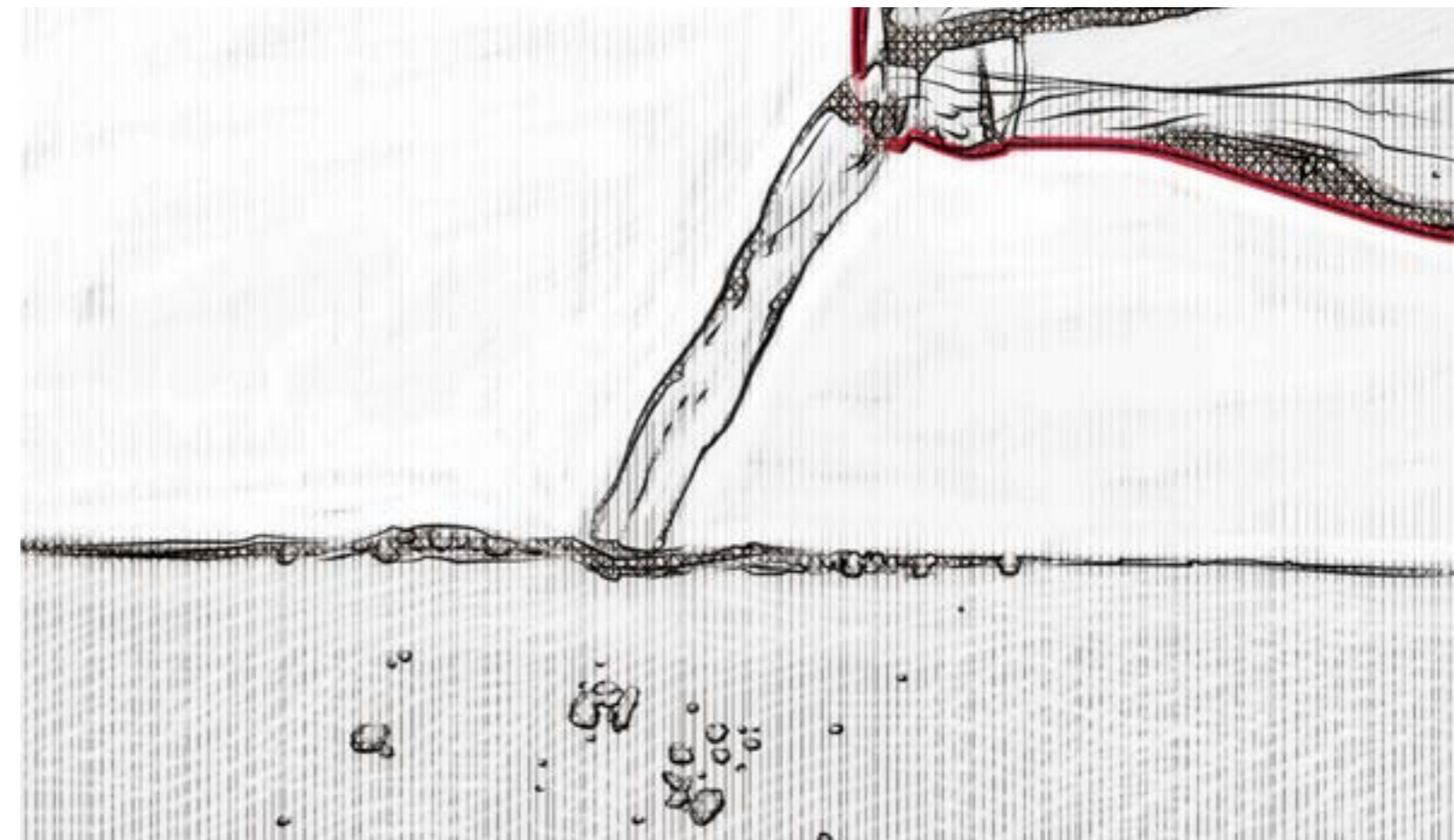
E in Italia? Ci si prepara al cambiamento? Pochi sono i grandi colossi bancari che dall'interno investono nel settore e molte

da risparmio gestito per sostenere il loro margine di intermediazione. Costi che il mondo *FinTech* punta ad abbattere attraverso la consulenza robotizzata. Certo l'interazione umana in questo settore, soprattutto in Italia, potrebbe rappresentare un ostacolo ma ci sarà sicuramente spazio per sistemi ibridi, dove si affiancheranno l'apporto umano e la tecnologia, permettendo in ogni caso un abbattimento dei costi per il cliente. E per finire c'è il mondo delle criptovalute, quasi un universo parallelo, dove *start-up* presentano in rete dei *business-plan* e chiedono fondi in criptovalute, offrendo "gettoni digitali" che di fatto consentono di contribuire alla realizzazione dello stesso *business-plan*. Qui dovrebbero giocare un ruolo centrale le autorità, nel qualificare giuridicamente i finanziamenti in monete digitali con gli obblighi che ne dovrebbero derivare anche in termini informativi. In ogni caso tutto ciò permette di comprendere che nel prossimo futuro per trasferire valori non sempre ci sarà bisogno di intermediari istituzionali.

Il fenomeno in Italia sembra essere ancora contenuto rispetto a realtà come quella statunitense o cinese ma è comunque da osservare, soprattutto nell'ottica delle micro o piccole imprese che chiedono una risposta rapida alle proprie richieste di finanziamento, risposta che non è sempre assicurata dal sistema tradizionale.

le *start-up* italiane che fuggono all'estero. Le ragioni di tale esodo sono state evidenziate in un'audizione alla Camera dei Deputati da Paolo Galvani, presidente di Moneyfarm, gestore del risparmio che offre consulenza automatizzata agli investitori e che ha deciso di spostare il proprio quartier generale in quel di Londra. I principali ostacoli in Italia sarebbero rappresentati dalla difficoltà di reperire capitali di rischio per avviare le iniziative, dalla mancanza di giovani preparati dal punto di vista tecnico e dalla lontananza delle istituzioni pubbliche rispetto a modelli di *business* alternativi. La partita in altri termini si gioca, qui come in molti altri settori, sul piano della semplificazione: servirebbero meno burocrazia e regole del lavoro più semplici per creare

un ecosistema favorevole. Peccato che la Bce (e Bankitalia) non sembri intenzionata a fare sconti a nessuno, anzi nel pubblicare le linee guida per l'esame delle richieste di licenza bancaria avanzate da alcune aziende *FinTech* esclude la possibilità di una *sand-box* che assicuri uno spazio protetto a regolamentazione limitata per queste iniziative. Viceversa ipotizza una dotazione di capitale superiore alla media e una riserva aggiuntiva, sufficiente a coprire le potenziali perdite dei primi tre anni. Ciò potrebbe essere disincentivante e rischia di spingere le neonate imprese a stare fuori dal mercato bancario vero e proprio, concentrandosi in modo ancora più massiccio su servizi secondari. Detto ciò, dunque, il problema maggiore sembra essere in



ogni caso rappresentato dalla necessità di reperire capitali importanti per avviarsi e poter crescere.

Un segnale positivo, tuttavia, potrebbe essere rappresentato dall'inaugurazione del *Fintech District* a Milano, avvenuta a fine settembre: un nuovo spazio di *co-working* e aggregazione per le *start-up*, nato per iniziativa di Sella Lab, la piattaforma di innovazione del Gruppo Banca Sella, e di Copernico, piattaforma di spazi di lavoro. Alla proposta hanno aderito 32 aziende, con l'obiettivo di trovare proprio in Italia le condizioni ideali di crescita. Una congiuntura positiva potrebbe essere rappresentata anche dalle incertezze che deriveranno dalla Brexit, a seguito della quale Londra potrebbe non essere più il luogo ideale dove emigrare. Che sia questo, allora, il modo per attrarre capitali e investitori e superare la così bassa soglia di investimenti in *start-up* registratasi nel 2016 (50 milioni di euro)? L'obiettivo, esplicitato anche dal Ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan, è lo sviluppo del *FinTech* in Italia, per favorire la crescita e la modernizzazione del settore finanziario del Paese, a vantaggio di imprese e cittadini. Si tratta di un'opportunità da cogliere per la creazione di valore e nuova occupazione. Certo, è ben presto detto che tutto ciò debba passare attraverso una regolamentazione normativa di un certo tipo assicurata anche da una stretta sinergia tra autorità nazionali ed estere, con l'applicazione di regole comuni e omogenee.

Si attendono novità, su questo fronte, da Banca d'Italia, che a breve avvierà il "canale *FinTech*", uno spazio dedicato a queste tematiche. La stessa Consob sta verificando che la normativa italiana sia conforme con quella prevalente a livello

europeo o se ci siano piuttosto riforme da avviare. Per di più anche la Commissione Finanze della Camera ha avviato un'indagine conoscitiva al fine di valutare l'impatto del settore sul sistema bancario e finanziario, attenzionare gli interventi normativi necessari per tutelare i risparmiatori, ridurre i rischi sistemici, ma soprattutto per incentivare l'ingresso di nuovi capitali dall'estero e creare le condizioni per lo sviluppo del settore. Insomma, le luci sul *FinTech* in Italia sembrano essersi accese ma fare previsioni in merito sarebbe del tutto avventato. Agli istituti di credito la valutazione circa l'opportunità o meno di investirvi; sarà poi compito delle autorità gestire il fenomeno, garantendo la stabilità del sistema finanziario e la sicurezza del risparmio.

Un segnale positivo, tuttavia, potrebbe essere rappresentato dall'inaugurazione del Fintech District a Milano, avvenuta a fine settembre: un nuovo spazio di co-working e aggregazione per le start-up, nato per iniziativa di Sella Lab, la piattaforma di innovazione del Gruppo Banca Sella, e di Copernico, piattaforma di spazi di lavoro.



CAPITOLO TERZO GIURISPRUDENZA

1. FORMA DEI CONTRATTI

Si rende opportuno riprendere quanto già indicato nello *IusTrend* di febbraio 2017, dedicato al diritto della banca e degli intermediari, in tema di "requisiti di forma" dei contratti bancari (art. 117 TUB) e finanziari (art. 23 TUF) per ribadire come l'orientamento espresso dalla Suprema Corte, nei noti precedenti di legittimità (Cass. Civ., Sez. I, 24-3-2016, n. 5919; Cass. Civ., Sez. I, 11-4-2016 n. 7068, Cass. Civ., Sez. I, 27-4-2016, n. 8395 e 8396, nonché Cass. Civ., Sez. I, 19-5-2016 n. 10331 e Cass. Civ., Sez. I, 3-1-2017 n. 36) non risulti conforme ai principi ispiratori della nullità di protezione e, di recente, proprio la Suprema Corte ha sollecitato la rimessione della questione avanti alle Sezioni Unite, con *ordinanza del 27 aprile 2017, n. 10447*. Merita d'esser qui riportato il contenuto dell'ordinanza, giacché in essa viene affrontato con una visione acuta la questione che, di recente, ha rinfuocato il dibattito giurisprudenziale. La Corte di

legittimità ha precisato, con riferimento ai nuovi fenomeni contrattuali derivanti dallo sviluppo dei mercati, che il legislatore ricorre sempre più di frequente al formalismo negoziale, detto anche "neo formalismo", posto a tutela dell'investitore, ritenuto il contraente ritenuto più debole, nell'ambito di contratti asimmetrici.

La nullità che ne consegue ha finalità di protezione del cliente, nel cui interesse essa viene conformata come invalidità relativa (cfr art 117 D.lgs. n. 385 del 1993; art. 36 D.lgs. 206 del 2005).

Pertanto, la previsione formale dell'articolo 23 del D.lgs. n. 58 del 1998 è diretta esclusivamente a tutelare l'investitore: si tratta di una "forma di protezione" diretta ad evidenziare, a favore della parte debole del rapporto, l'importanza del contratto che sta per concludere e tutte le clausole ivi previste. La *ratio* di tale prescrizione è quella di assicurare una corretta informazione del cliente, affinché questi sia informato e pienamente

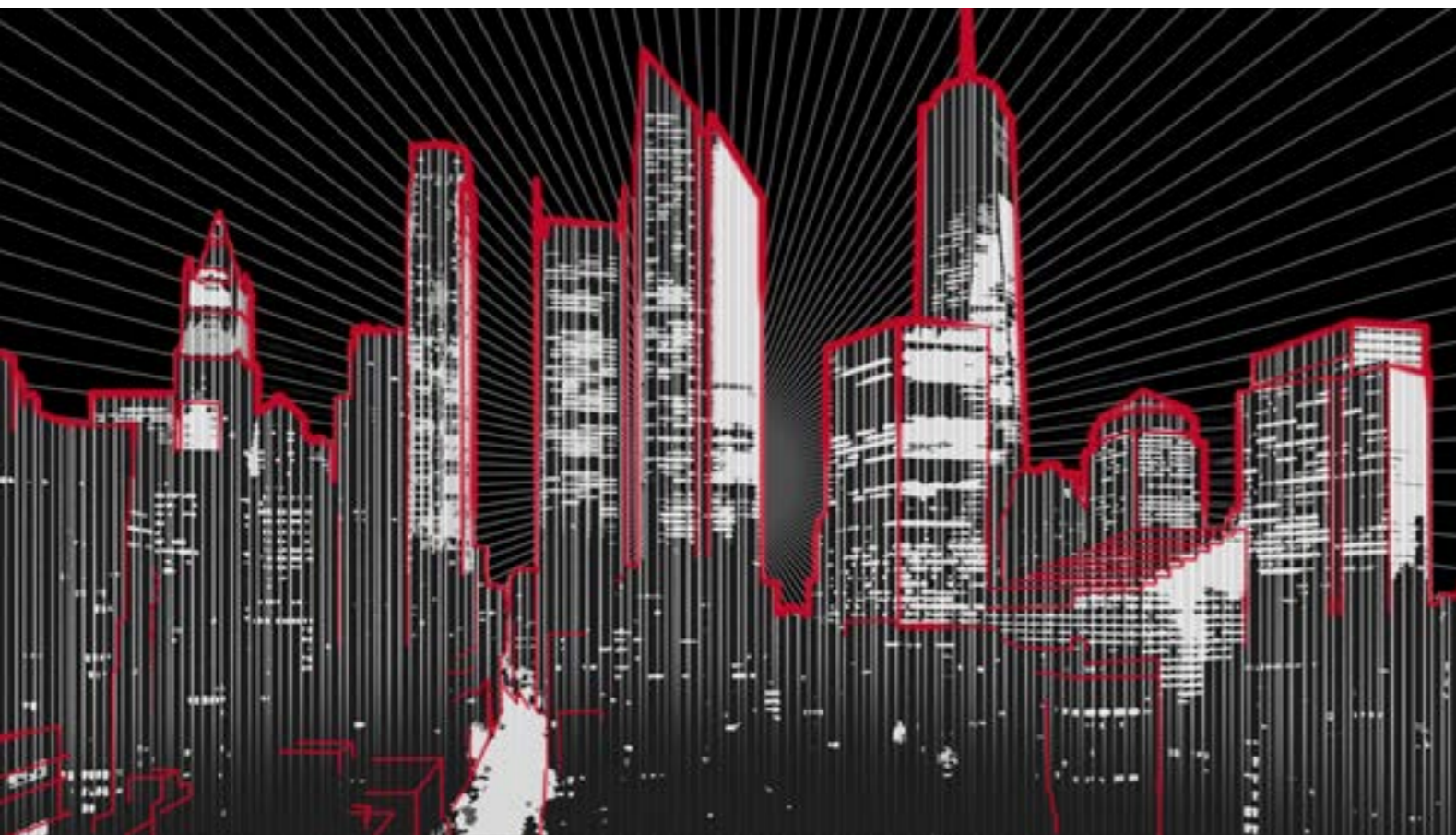
consapevole del contratto che si accinge a firmare.

Il requisito della forma scritta ex art. 23 TUF sarebbe rispettato con la sottoscrizione del cliente del modulo contrattuale contenente il contratto e la disciplina dello stesso. In tal modo, la cd. forma-informativa sarebbe rispettata perché sarebbe garantito l'interesse alla conoscenza, alla trasparenza e lo scopo informativo dell'investitore. Dunque, la sottoscrizione della Banca è superflua, giacché - oltre a non poter la Banca sostenere la nullità contrattuale - la manifestazione della volontà dell'intermediario finanziario può essere manifestata con altre forme idonee a rivelare, anche in via presuntiva, l'esistenza del suo consenso, come ad esempio la predisposizione del testo contrattuale, la raccolta della sottoscri-

zione del cliente, la consegna del contratto o l'esecuzione del medesimo ex art. 1327 cod. civ, mediante l'invio della documentazione informativa periodica.

Pertanto, la firma dell'intermediario finanziario non è rilevante per il perfezionamento e l'efficacia del negozio ed una tale conclusione deriva anche dalla necessità di evitare una lettura dell'art. 23 TUF non efficiente per il mercato finanziario, nonché per scongiurare un utilizzo opportunistico del requisito formale (come accade nel caso di specie).

Non resta che attendere la decisione del Primo Presidente della Suprema Corte per l'eventuale assegnazione alle Sezioni Unite (ex art. 374, comma 3, cod. proc. civ.), costituendo questione di particolare importanza se, a norma del D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 23 il requisito della forma



scritta del contratto di investimento esiga, accanto a quella dell'investitore, anche la sottoscrizione *ad substantiam* dell'intermediario.

2. ONERE DELLA PROVA

Nel recente panorama giurisprudenziale ha assunto un rilievo importante l'interpretazione data all'art. 23 TUF, con riguardo alla ripartizione dell'onere della prova.

In particolare, dinnanzi ad una standardizzazione delle contestazioni mosse nei confronti degli intermediari finanziari da parte di investitori nella prestazione dei servizi di investimento, la Corte di Legittimità ha ribadito che l'onere di allegazione del dedotto inadempimento informativo dell'intermediario finanziario necessita di una specifica indicazione, non potendosi far riferimento al mero richiamo di violazioni di norme di diritto. A fronte di una deduzione assolutamente generica, l'inversione dell'onere probatorio (ex art. 23, comma VI, TUF) non ha dunque ragione di operare, risultando assorbente il dato del mancato assolvimento, da parte del cliente, al proprio onere di allegazione (Cass. Civ., Sez. I, 15-9-2017, n. 21462).

Già in precedenza, la Corte di legittimità ricordava come *"la deduzione dell'inadempimento deve necessariamente tradursi nella pur sintetica ma circostanziata individuazione delle informazioni che la banca avrebbe omesso di fornire, dovendo il giudice, nello scrutinare siffatto inadempimento, attenersi ai fatti che l'attore ha posto a fondamento della domanda"* (Cass. Civ., Sez. I, 19-8-2016, n. 17194). L'onere allegativo specifico del preteso inadempimento, poi, aveva un rilievo esiziale sia per la

valutazione del nesso di causalità tra inadempimento e danno, sia perché essa è necessaria al fine di consentire alla banca di provare il proprio adempimento, prova che va rapportata al ventaglio di informazioni che l'investitore ha lamentato di non aver ricevuto (Cass. Civ., Sez. I, 19-8-2016, n. 17194; Cass. Civ., Sez. I, 17-8-2016, n. 17138 e, più di recente, Cass. Civ., Sez. I, 3-2-2017, n. 2949).

C'è da aspettarsi, dunque, in futuro, una maggiore consapevolezza da parte di chi agisce in giudizio - per ottenere la condanna risarcitoria riguardo la prestazione dei servizi di investimento resi dall'intermediario finanziario - della necessità di specificare in termini maggiori l'inadempimento contrattuale, altrimenti l'azione promossa rischia di vedersi rigettata.

Nel recente panorama giurisprudenziale ha assunto un rilievo importante l'interpretazione data all'art. 23 TUF, con riguardo alla ripartizione dell'onere della prova.

3. ADEGUATEZZA ED APPROPRIATEZZA

Una prima pronuncia di legittimità affronta il tema della diversa portata informativa dell'intermediario finanziario, in merito alla valutazione di appropriatezza/adequazione degli investimenti in strumenti finanziari.

Affrontando l'azione risarcitoria proposta da un investitore i titoli obbligazionari emessi dalla Lehman Brothers, la Corte ricorda che *"il reg. Consob n. 11522/1998*

prevedeva, per l'intermediario, un obbligo di acquisizione di informazioni che non era graduato in ragione dell'operazione posta in essere. Il regolamento n. 11690 del 2007 distingue, invece, l'obbligo informativo a seconda del servizio prestato: per la prestazione dei servizi di consulenza e di gestione individuale di portafogli si richiede che l'intermediario acquisisca precise indicazioni dal cliente quanto alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento (art. 39): sulla base di tale quadro informativo l'intermediario stesso è poi tenuto a formulare il giudizio di adeguatezza dell'operazione, apprezzandone la congruenza rispetto al profilo del cliente (art. 40). Nella prestazione degli altri servizi - salvi i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione di ordini in ipotesi particolari (art. 43): ipotesi che non emerge ricorrono nel caso in esame - l'intermediario è tenuto a formulare un più sommario giudizio di appropriatezza, che è basato sul livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta (art. 42, comma 1). Lo stesso regolamento prevede, poi, all'art. 42, comma 4 che qualora l'intermediario ritenga che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente, o potenziale cliente, egli lo avverta di tale situazione. Non è invece contemplato che l'intermediario debba astenersi dall'effettuazione dell'operazione, una volta che abbia segnalato al cliente che essa è inappropriata" (Cass. Civ., Sez. I, 22-02-2017, n. 4602).

La premessa riguardo alla ricostruzione del contesto normativo viene poi sintetizzata nel rilievo per cui l'adempimento

informativo dell'intermediario finanziario emergeva dalla segnalazione di "non appropriatezza" dell'investimento, debitamente sottoscritta da parte dell'investitore.

Secondo una parte della Giurisprudenza di legittimità, infatti, la sottoscrizione della relativa indicazione è idonea a far presumere assolto l'obbligo di avvertimento previsto in capo all'intermediario (Cass. Civ., Sez. I, 6-6-2016, n. 11578 ed anche Cass. Civ., Sez. I, 22-02-2017, n. 4602), anche qualora con contenuto "generico" (ed infatti, "nessun rilievo riveste la mancanza di indicazione per iscritto, nella conferma d'ordine impartita dalla [...], delle motivazioni dell'inadeguatezza dell'investimento, motivazioni invece fornite verbalmente secondo quanto ritenuto dal giudice di merito, dal momento che l'art. 29 poc'anzi trascritto richiede la forma scritta per l'ordine da parte del cliente, ma non con riguardo alla motivazione dell'inadeguatezza, la quale, avuto riguardo al principio generale della libertà di forme, ben può essere fornita verbalmente: ed anzi non potrà di regola discendere se non da un individualizzato colloquio verbale, indispensabile alla realizzazione di un'effettiva spiegazione e di una reale comprensione dei termini e delle ragioni dell'inadeguatezza rilevata dall'intermediario. La disposizione dunque non reca alcuna previsione formale, salvo per quanto concerne la conferma dell'ordine da parte dell'investitore (non per l'indicazione delle ragioni di inadeguatezza), la quale deve essere data per iscritto ovvero risultare da registrazione magnetica o analogo supporto", così Cass. Civ., Sez. I, 15-11-2016, n. 23268).

Vi è tuttavia un contratto oggettivo in seno alla Suprema Corte, tenuto conto del fatto che di tale interpretazione del-

le norme, che evidentemente incidono sulla portata degli oneri informativi e dei diritti probatori delle parti, si è riscontrato da sempre un orientamento ben più restrigente, secondo cui "non è quindi sufficiente che il cliente dia conferma scritta dell'ordine: è necessario che il predetto sia stato prima convenientemente informato riguardo ai motivi dell'inidoneità dell'operazione, in modo che la sua scelta possa dirsi realmente consapevole" (Cass. Civ., Sez. I, 7-7-2017, n. 16861).

Anche sul punto potrebbe in futuro essere necessaria una rimessione della questione alle Sezioni Unite, dovendosi rendere una interpretazione nomofilattica della questione.

4. OFFERTA FUORI SEDE

Secondo il più recente orientamento dalla Suprema Corte, si applica il diritto di recesso, previsto in favore del risparmiatore dal D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 30, comma 7, nell'ipotesi di contratti stipulati fuori sede, sia nel caso di vendita di strumenti finanziari per i quali l'intermediario ha assunto un obbligo di collocamento nei confronti dell'emittente, sia nel caso di mera negoziazione di titoli, (cfr Cass. Civ., Sez. Unite, 3-6-2013, n. 13905).

Come noto, vi è stata successivamente la presa di posizione del legislatore che ha - successivamente alla sentenza resa dalla Corte nomofilattica - dato ingresso alla modifica dell'art. 30 TUF, mediante l'introduzione dell'art. 56 quater del D.L.



fico e granitico l'orientamento che vede "la causa tipica dello swap costituita dallo scambio di flussi finanziari in base alla variazione dei tassi, mentre lo scambio reciproco dei rischi commerciali (che è soltanto la conseguenza della variazione predetta) è elemento esterno al negozio e ne connota la natura tendenzialmente aleatoria ed economicamente incerta per le parti contraenti. La mancanza di alea bilaterale, pertanto, non potrebbe neanche astrattamente determinare la nullità negoziale per difetto di causa" (Tribunale di Verona, 4-7-2017, n. 1660).

Problematiche ancora oggi si scorgono riguardo alla valutazione di meritevolezza (art. 1322 cod. civ.) del contratto derivato di copertura e speculativo.

Recentemente, la Suprema Corte ha confermato che ai fini della verifica della validità del contratto è "necessario verificare caso per caso se il concreto assetto dei rapporti negoziali predisposto dalle parti sia lecito e persegua o meno interessi meritevoli di tutela (e ciò a prescindere dalla teorica qualificazione della tipologia contrattuale dello swap come commutativa o aleatoria, ovvero come scommessa legalmente autorizzata, qualificazione che evidentemente in quest'ottica non rileva affatto)" (Cass. Civ., Sez. III, 28-7-2017, n. 18781), rimarcando che anche il contratto derivato speculativo ha una sua meritevolezza. La pronuncia testè citata della Corte di Legittimità correttamente afferma come "i relativi contratti atipici sono infatti validi anche se diretti a fini speculativi, trattandosi di contratti aleatori per i quali è del resto espressamente esclusa, per specifica disposizione di legge, l'applicabilità dell'art. 1933 c.c. (art. 23, comma 5, del richiamato T.U.F.)", sottolineando altresì come debba essere "infine escluso che un eventuale

difetto di informazione da parte dell'intermediario all'investitore sugli esatti termini del rischio assunto con i contratti stipulati possa determinare la nullità del contratto stesso, non incidendo tale difetto sulla sua causa negoziale, ma potendo ciò al limite



determinare solo conseguenze sul piano risarcitorio, laddove effettivamente sussista la violazione di obblighi di condotta dell'intermediario".

L'informativa sui rischi assunti dalle parti, quindi, non incide sulla natura aleatoria del contratto e sulla legittimità dello stesso.

Quanto alla natura di operazione speculativa o di copertura, secondo quanto previsto dalla Comunicazione n. DI/99013791 del 1999 e DEM/1026875 del 11.4.2001 (nella quale si afferma la natura di copertura del contratto derivato qualora vi sia una "elevata correlazione

tra le caratteristiche tecnico-finanziarie"), occorre rimarcare l'idea che l'elevata correlazione non impone o presuppone affatto l'esistenza di una "perfetta sovrapposizione".

Ciò significa che eventuali marginali differenze esistenti tra indebitamento e struttura del derivato non possono incidere sulla natura del contratto stesso. La copertura, peraltro, non viene meno rispetto ad una possibile "copertura generica", rispetto ad un indebitamento della società ("macrohedging"): anche al fine di evitare una parcellazione degli strumenti finanziari, è logico operare cumulativamente una copertura generale rispetto all'indebitamento presente e futuro dell'impresa, senza con ciò incidere sulla natura (giuridica) dell'operazione. Da considerarsi come rilevante ed importante è la consulenza ancillare dovuta in relazione alla negoziazione di contratti derivati, così come previsto dalla Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009. La valutazione di adeguatezza (art. 40 Regolamento Consob n. 16190/2007) conseguente alla prestazione del servizio di consulenza con oggetto "prodotti illiquidi" va condotta attraverso un'attenta profilatura dei clienti e rigorosa mappatura dei prodotti.

Nel caso di contratti derivati *over the counter*, espressamente distribuiti con finalità di copertura, l'intermediario deve valutare l'adeguatezza dell'operazione con riguardo alle reali necessità di *hedging* dei clienti e suggerire prodotti idonei, tenuto anche conto del costo delle opportunità alternative. Dopo la conclusione del contratto l'intermediario deve monitorare l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura al fine di segnalare al cliente l'eventuale disallineamento

della struttura ideata rispetto alle finalità dell'impostazione originaria dell'operazione.

Infine, riguardo alla rilevanza del *mark to market* si osserva che la posizione assunta dalla Suprema Corte pone in rilievo il fatto che questo non rappresenta un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata (così Cass. Pen. Sez. II, 21-12-2011, n. 47421; conformi Cass. Civ., Sez. II, 11-5-2016, n. 9644 e Cass. Civ., Sez. II, 8-7-2016, n. 14059).

Recentemente, taluna Giurisprudenza (in particolare del Tribunale di Milano) ha sottolineato come tale valore dovesse considerarsi come oggetto del contratto e, quindi, la mancata esplicitazione del criterio di calcolo desse luogo alla nullità del contratto stesso.

La tesi del Tribunale di Milano sembra difficilmente conciliabile con il dato positivo: l'art. 37 del Regolamento Consob n. 16190/2007 non prevede affatto il dovere di esplicitare, nel testo contrattuale, la formula per calcolare il *mark to market*: il *mark-to-market* non è l'oggetto del contratto ma l'espressione del suo valore in un determinato momento.

6. TASSO FLOOR

Recentemente, in virtù dell'andamento al ribasso dei tassi di interesse, si è originato un filone di contestazione relativo alla validità della "clausola di tasso minimo" (cd. *floor*) presente (prevalentemente) nei contratti di mutuo a tasso variabile (od anche nei contratti di *leasing*), per mezzo della quale il mutuante beneficia della immunizzazione del rischio di riduzione (eccessiva) del mutuo, garan-

tendosi un livello al di sotto del quale il tasso di interesse non può scendere. Sull'invalidità della predetta previsione, sia sotto il profilo della vessatorietà della clausola, sia sotto il profilo della nullità per esistenza di contratto derivato implicito, vi è un contrasto giurisprudenziale, con prevalenza dell'opinione riguardante la validità del contratto e della pattuizione.

Premettendo la necessità di un corretto operato (in termini di "trasparenza") in sede contrattuale, Banca d'Italia (nella comunicazione avente ad oggetto "Parametri di indicizzazione dei finanziamenti con valori negativi: trasparenza delle condizioni contrattuali e correttezza nei rapporti con la clientela" del 7 aprile 2016) ha imposto che "gli intermediari dovranno astenersi dall'applicare di fatto clausole di c.d. "tasso minimo" ("floor clause") non pubblicizzate e non incluse nella pertinente documentazione di trasparenza e nella modulistica contrattuale": implicitamente, quindi, abbiamo una conferma in merito alla validità della predetta clausola.

Le tesi che portano ad escludere l'esistenza di un contratto derivato implicito

Attraverso la conclusione del contratto di mutuo, anche in presenza di una clausola floor, le parti vogliono e disciplinano il trasferimento di una somma di denaro e non intendono propriamente trasferire un rischio.

nel caso di stipulazione di una clausola come quella in esame sono

molteplici e, come vedremo, appoggiate dalla migliore Giurisprudenza.

Innanzitutto, ricordiamo che l'articolo

23, comma 4, T.U.F. esclude l'applicabilità delle disposizioni in tema di trasparenza ai servizi e alle attività di investimento, al collocamento di prodotti finanziari e alle operazioni e servizi che siano componenti di prodotti finanziari, sottoposti alla disciplina della trasparenza prevista dal medesimo T.U.F., salvo che si tratti di operazioni di credito ai consumatori disciplinate ai sensi del titolo VI, capo II, del T.U.B.

Al pari ricordiamo che nella Comunicazione Consob n. DIN/82717 del 7 novembre 2000 si dava atto che "il contratto di mutuo non rientra nell'ambito delle categorie degli strumenti finanziari e dei servizi di investimento, [...]. Parimenti, il mutuo non può neppure farsi rientrare tra i prodotti finanziari di cui all'art. 1, comma 1°, lett. u), del d.lgs. n. 58/1998, [...]. Nell'ambito di tale ultima categoria, infatti, possono ricomprendersi [...] i soli prodotti finanziari di "raccolta" e non anche quelli di "erogazione", tra i quali ultimi, secondo l'opinione comune, deve farsi rientrare il mutuo. Infatti, il mutuo finalizzato all'acquisto di immobili ad uso abitativo non costituisce, per il mutuatario, né una forma di investimento, in quanto il danaro ricevuto non è impegnato direttamente in vista di un reddito o di un "ritorno" economico, né rappresenta un investimento di natura finanziaria, dal momento che non è rivolto, direttamente o indirettamente, al finanziamento dell'impresa erogatrice, per la quale, anzi, tale attività rappresenta un "impegno di spesa".

In linea teorica si dovrebbe ipotizzare l'esistenza di due distinti contratti (mutuo e derivato), al fine evidente di conciliare la dicotomia normativamente applicabile, peraltro l'una allontanante l'altra.

Ed allora, pare non revocabile in dubbio

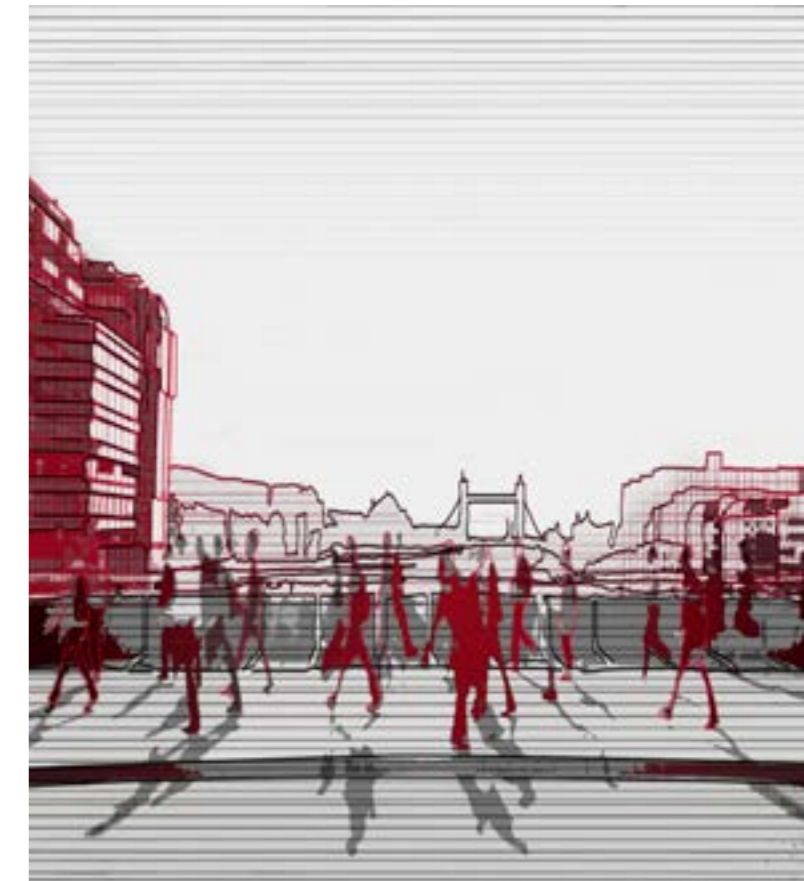
che attraverso la conclusione di un contratto di mutuo (operazione creditizia) le parti congiuntamente vogliono e disciplinano il trasferimento di una somma di denaro al fine di assicurarne il godimento da parte del cliente prestatore. Nel caso del contratto di mutuo, anche in presenza di una clausola floor, non sembra possibile ritenere alterata la riconducibilità prevalente, se non esclusiva, allo schema caratteristico delle operazioni creditizie e, quindi, alla causa di mutuo o finanziamento.

Attraverso la conclusione del contratto di mutuo, anche in presenza di una clausola floor, le parti vogliono e disciplinano il trasferimento di una somma di denaro e non intendono propriamente trasferire un rischio, ciò al di là delle metodologie attraverso cui è determinato il tasso (prezzo per il cliente) o la misura delle soglie floor, cap o collar che possono pur attingere a formule e modelli di natura "finanziaria".

Il trasferimento di un rischio, tratto caratteristico di un contratto derivato, non pare potersi individuare nello schema del contratto di mutuo con clausola floor in quanto le parti vogliono e disciplinano il trasferimento non di un rischio ma di un bene diverso, ossia di una somma di denaro.

L'Arbitro Bancario e Finanziario, infatti, in plurime occasioni ha sottolineato la piena validità della clausola in esame (cfr Collegio di Napoli, 1-2-2012, n. 305 e 16-9-2015) articolando le motivazioni sopra esposte. Del pari la Giurisprudenza del Tribunale di Milano (4-5-2017, n. 4904), Tribunale di Monza (24-5-2017, n. 1587) e Tribunale di Mantova (30-01-2017, n. 95) hanno confermato la validità della "clausola di tasso minimo", mentre il

Tribunale di Udine (12-5-2017, n. 650 e 14-6-2017, n. 850) si è orientato verso la declaratoria di nullità della clausola ritenendo esistente un derivato *embedded*.



Supplemento a **Iusletter** del 02/11/2017



Testata registrata il 24.09.2001, presso il Tribunale di Milano, al n. 525/01.
Proprietà dell'Associazione Professionale LA SCALA & ASSOCIATI STUDIO LEGALE.

Direttore Responsabile
Giuseppe La Scala

Direttore Editoriale
Luciana Cipolla

Redattori
**Simona Daminelli (Capo), Francesco Concio (Vice), Tiziana Allievi,
Sabrina Galmarini**

Segreteria di Redazione
Francesca Rusca, Ewelina Melnarowicz, Ilaria Turrini

Hanno collaborato a questo supplemento
Paolo Francesco Bruno, Federico Di Lorenzo

Contatti: redazione@iusletter.com



Numero chiuso il 30 ottobre 2017

LaScala
STUDIO LEGALE

www.lascalaw.com - www.iusletter.com

Milano | Roma | Torino | Bologna | Firenze | Venezia | Vicenza | Padova | Ancona