

# La posizione del risparmiatore nel mercato finanziario: diritti, doveri, tutele

*Lucio Iannotta*

IPE Working Paper

N. 14

April 23, 2018

ISSN 2284-1229

# La posizione del risparmiatore nel mercato finanziario: diritti, doveri, tutele\*

*Lucio Iannotta, Prof. Ordinario Diritto Amministrativo, Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli" - Cattedra di Regolamentazione pubblica dei mercati finanziari, Consigliere Amministrazione IPE*

## **Abstract**

Il *paper* approfondisce alcune tematiche emerse durante il convegno "La posizione del risparmiatore nel mercato finanziario: diritti doveri tutele" tenutosi a Roma il 28 aprile 2016 presso la sede ABI. Focus del convegno era prevalentemente la materia dell'intermediazione finanziaria, di cui al d.lgs. n. 58 del 24.2.1998 e, nell'ambito di questa, i profili comportamentali degli operatori. In particolare, dunque, verrà discusso il ruolo del risparmiatore all'interno dei sistemi di regolazione del mercato finanziario e, non meno importante, i comportamenti tipici che caratterizzano la figura del risparmiatore in correlazione con gli obblighi degli intermediari, anche in riferimento all'informativa in merito alle possibilità di investimento nella c.d. finanza a impatto sociale. Il lavoro evidenzia: la centralità della tutela del risparmiatore nelle normative sovranazionali, europee e nazionali relative ai mercati finanziari e alla vigilanza sugli stessi; e il suo fondamento costituzionale (art. 47 Cost.It.) in stretto collegamento con le esigenze di stabilità e buon andamento dei mercati. Ferma l'importanza degli strumenti sia giudiziari sia complementari e/o alternativi alla giurisdizione (tra i quali l'Arbitro delle controversie finanziarie, di recente istituzione), la tutela piena ed effettiva dei risparmiatori appare conseguibile soprattutto attraverso il diretto e spontaneo adempimento da parte degli operatori di tutti gli obblighi professionali su di essi gravanti (diligenza, correttezza trasparenza, informazione), sotto l'egida delle Autorità di vigilanza, in una dimensione sussidiaria. Dato lo stretto legame esistente tra stabilità, fiducia e protezione, realizzare l'obiettivo, individuato dalle norme, di dare a ciascun investitore un prodotto adeguato, appropriato e proporzionato, adatto alle sue caratteristiche e ai suoi desideri, compreso quello di contribuire al bene comune attraverso investimenti a impatto sociale, significa soddisfare il legittimo interesse del privato investitore e il legittimo interesse del privato operatore finanziario (intermediario, gestore di mercato, emittente) e l'interesse generale alla stabilità e al buon andamento del mercato.

# 1. Introduzione

Il convegno sulla posizione del risparmiatore nel mercato finanziario, organizzato dal Cenacolo Tommaso Moro e dalla Business School dell'IPE - Istituto per ricerche e attività educative, con la collaborazione del Dipartimento di Economia della Seconda Università degli Studi di Napoli, si inserisce nel quadro degli incontri, promossi dal Cenacolo, sul rapporto tra etica e finanza.

L'oggetto del convegno, data la sua sicura "tecnicità", potrà risultare, prima facie, lontano rispetto a tematiche etiche. Ma, a ben guardare, non è così.

Se è vero, infatti, che i profili etici dell'argomento non sono esaminati, nel convegno, in maniera autonoma, è però altrettanto vero che gli stessi non possono non venire in rilievo, nelle pur tecniche relazioni, in quanto dalla realtà stessa dei mercati finanziari, ancor più dopo la grave crisi iniziata nel 2007 e proseguita negli anni successivi, emergono pressanti esigenze etiche che la regolamentazione, a vari livelli e in vario modo, ha recepito, giuridicizzandole e, al tempo stesso, tecnicizzandole, facendone cioè componente necessaria dell'agire professionale degli operatori finanziari.

Ed in effetti la giuridicizzazione di esigenze etiche trova il suo fondamento nella Costituzione italiana che, nel far propria (nei suoi principi fondamentali) l'intera tematica dei diritti umani e con essa i doveri inderogabili di solidarietà e i principi di eguaglianza, di libertà e di dignità e pieno sviluppo della persona umana<sup>1</sup>, ha per così dire costituzionalizzato l'etica (la giustizia come dovere di dare a ciascuno il suo; la misericordia come dovere di prendersi cura delle persone in condizioni di debolezza; ecc.) elevandola ad essenza (o, per dirla in altri termini, a stella polare o DNA) della immodificabile forma repubblicana e a chiave di lettura di tutte le norme, comprese quelle della stessa Costituzione<sup>2</sup>. Ed in particolare, per quel che qui rileva, dell'art. 47 comma 1 Cost., la cui tutela, per così dire, oggettiva del risparmio in tutte le sue

---

\* Relazione introduttiva (rivista e integrata con le note) al Convegno La posizione del risparmiatore nel mercato finanziario: diritti doveri tutele, Roma, 28 aprile 2016, Sala della Clemenza, Palazzo Altieri, sede ABI, nella quale si è guardato prevalentemente alla materia dell'intermediazione finanziaria, di cui al d.lgs. n. 58 del 24.2.1998 e, nell'ambito di questa, ai profili comportamentali degli operatori. La relazione della dott.ssa Magda Bianco - Banca d'Italia e del dott. Gianfranco Torriero - A.B.I. hanno invece privilegiato l'ottica, per così dire, bancaria (T.U. bancario creditizio - d.lgs. 1.9.1993 n. 385 e succ.mod. e integr.) e, per essa, i profili della stabilità e del buon funzionamento del sistema. Il dott. Paolo De Ioanna, Presidente dell'Organismo Indipendente di Valutazione presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, ha trattato della regolazione in una prospettiva generale, relativa a banca e finanza.

<sup>1</sup> L. FERRAJOLI, *Antigone e Creonte, entrambi sconfitti dalla crisi della legalità*, in Giust. civ. 2014, p. 27 e ss.

<sup>2</sup> A. FALZEA, *Etica e Diritto*, Reggio Calabria 6 marzo 2003, dattiloscritto

forme (da intendersi oggi riferita estensivamente a tutte le attività finanziarie che con il risparmio hanno a che fare)<sup>3</sup> si soggettivizza nelle persone dei risparmiatori, alla luce del rilievo centrale che nella Repubblica è attribuito alla persona umana, ad ogni singola persona, con i suoi diritti e i suoi doveri, specialmente quelli inviolabili e inderogabili (artt. 2 e 3 Cost.). Diritti e doveri al cui rispetto e alla cui tutela vanno anche correlati i poteri di regolamentazione e controllo delle attività finanziarie di cui all'art. 47 comma 1 Cost., in una lettura ormai necessariamente estesa - come si è detto - a tutte le attività che hanno come materia prima il risparmio, anche alla luce dell'art. 41 Cost., ai cui fini di utilità sociale, legittimanti l'ingerenza amministrativa nell'attività economica privata, va ricondotto l'interesse pubblico alla tutela del risparmio<sup>4</sup>.

## **2. Che posto occupano i risparmiatori nel sistema di regolazione dei mercati finanziari?"**

La risposta richiede un *breve inquadramento del sistema di regolazione e vigilanza*..

*Il sistema di regolazione dei mercati finanziari<sup>5</sup> è un sistema complesso* (che comprende standard setting, applicazione delle regole, monitoraggio, enforcement); *ibrido* (pubblico-privato; tecnico-politico); *multilivello* (globale; regionale-europeo e domestico-nazionale); *plurisoggettivo* (pluralità di regolatori e di autorità di vigilanza) *a rete non gerarchica; con pluralità di comparti* con intersezioni e coordinamento funzionale (mobiliare, bancario, assicurativo, contabile, revisionale).

Al centro del sistema di regolazione, a livello globale, è venuto nel tempo a collocarsi il *Financial Security Board (F.S.B.)* quale cinghia di trasmissione tra l'organismo di indirizzo politico, il *G20*, e gli altri standard setting ricordati da F.S.B, vale a dire *Comitato di Basilea* (istituito dai Governatori delle banche centrali del G10); *International Organization of Securities Commissions - IOSCO* (che raggruppa le autorità di vigilanza per il settore mobiliare); *International Association of Insurance Supervisors; IASIS* (che raggruppa le autorità di vigilanza per il settore assicurativo); nonché gli organismi privati: *International Accounting Standard Board - IASB* e *International Federation of Accounting - IFAC*. La *Banca Mondiale* e il *Fondo Monetario Internazionale - F.M.I.* monitorano l'attuazione delle regole.

---

<sup>3</sup> S. AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, Padova 2016, pp. 9 e ss.

<sup>4</sup> S. AMOROSINO, *op. cit.*, pp. 9-11.

<sup>5</sup> secondo la ricostruzione offerta da M. DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Ed. Giuffrè, Milano 2012

A livello europeo la funzione di regolazione è prioritariamente svolta dal *Parlamento europeo*, dal *Consiglio* e dalla *Commissione*.

Nell'ambito del sistema dei mercati finanziari, la regolazione, come già emerge dalla composizione degli organismi transnazionali, è strettamente connessa con la funzione di vigilanza, che è esercitata però a livello regionale - per noi europeo - e nazionale e non anche a livello globale.

*A seguito della crisi finanziaria del 2007 e del 2008* (che ha evidenziato gravi lacune nella vigilanza finanziaria e l'inadeguatezza dei modelli di vigilanza nazionale a stare al passo con la globalizzazione finanziaria e con l'integrazione e l'interconnessione dei mercati europei) e alla luce del *Rapporto de La Rosière* (redatto su incarico della Commissione Europea del novembre 2008 con lo scopo di meglio proteggere i cittadini e ripristinare la fiducia nel sistema finanziario) sono state istituite tre autorità europee di vigilanza collettivamente denominate *European Supervisory Authorities* (E.S.A.), vale a dire *ESMA* - Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, *EBA* - Autorità Bancaria Europea ed *EIOPA* Autorità Europea delle Assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (Regolamenti del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 rispettivamente nn. 1095, 1093, 1094/2010) che cooperano in seno al Comitato congiunto delle Autorità europee di vigilanza, unitamente alle autorità di vigilanza dei vari Stati membri e che compongono il nuovo *Sistema europeo di vigilanza finanziaria (S.E.V.I.F.)*<sup>6</sup> che, nel suo insieme, svolge la funzione di vigilanza microprudenziale. Del S.E.V.I.F. fa parte anche il *Comitato Europeo per il rischio sistemico C.E.R.S.* che svolge la vigilanza macroprudenziale (istituito con Regolamento EU n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010), al cui funzionamento concorre la Banca Centrale Europea (B.C.E.), in base al Regolamento UE n. 1096/2010 del Consiglio del 17 novembre 2010.

A livello europeo la funzione di vigilanza, attribuita al S.E.V.I.F., è strettamente connessa con la funzione di regolazione, nella quale intervengono il Parlamento europeo, il Consiglio, la *B.C.E.*, la *Commissione* e alla quale concorre lo stesso S.E.V.I.F..

Il raccordo funzionale del sistema di vigilanza europeo con le autorità di vigilanza nazionali italiane sui tre segmenti - bancario, mobiliare e assicurativo - del mercato finanziario è assicurato dalla partecipazione di Banca d'Italia, CONSOB e IVASS, alle tre autorità europee e cioè rispettivamente all'EBA, all'ESMA e all'EIOPA e, con esse, al SEVIF. Come rileva Sandro

---

<sup>6</sup> L. TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, novembre 2015, in [www.irpa.eu/area-bibliografica/scritti](http://www.irpa.eu/area-bibliografica/scritti)

Amorosino<sup>7</sup> solo per il settore bancario - il più esposto sul fronte della crisi per cause sia endogene (alcuni casi di gestione imprudente) sia esogene (il sovraccarico di crediti not performing e di titoli dei debiti sovrani nei patrimoni delle banche) - è stato avviato un complesso processo di Unione Bancaria Europea con attribuzione alla B.C.E. della supervisione sulle banche di rilevanza sistemica e al *Single Resolution Board* (S.R.B.) della risoluzione delle crisi bancarie. Più specificamente, si è pervenuti al Meccanismo Unico Europeo di Supervisione (S.S.M.) bancaria incentrato sulla B.C.E. che ha ampliato le sue attribuzioni dalla politica monetaria alla vigilanza bancaria (complementare alle funzioni di stabilizzazione finanziaria da essa già svolte) con poteri autorizzatori, prescrittivi, limitativi, ablatori personali; sanzionatori, revocatori nonché informativi ed ispettivi.

Il processo di unione bancaria europea, in sintesi, si fonda su tre "pilastri": il *Single Supervisory Mechanism - S.S.M.* (sistema complesso di poteri e funzioni, regolatori ed operativi); il *Single Resolutive Mechanism - S.R.M.* (prevenzione, cura precoce e soluzione delle crisi); e il Sistema unico di garanzia dei depositi bancari, ancora oggetto di contrasti e negoziati<sup>8</sup>.

Nell'ambito della funzione di vigilanza le autorità di vigilanza nazionali si contraddistinguono per la loro tri-appartenenza: al sistema domestico, a quello europeo e a quello globale.

Alla domanda che ci siamo posti in apertura, la risposta sembra essere: *I risparmiatori, guardando alle enunciazioni normative, occupano a tutti i livelli (globale, europeo, nazionale) un posto molto rilevante nel sistema di regolazione e vigilanza sui mercati finanziari*".

Si consideri, a titolo di esempio che:

- gli obiettivi dello IOSCO (International Organization for Securities Commission), di cui fa parte l'italiana CONSOB, vedono al primo posto la protezione degli investitori unitamente allo sviluppo di mercati equi, efficienti e trasparenti e alla riduzione del rischio sistemico;
- secondo il citato *Rapporto de La Rosière*, il principale scopo della regolazione in materia finanziaria è promuovere la stabilità finanziaria e tutelare gli interessi degli utenti dei servizi finanziari
- lo scopo principale del Sistema Europeo di Vigilanza finanziaria S.E.V.I.F. del quale, come si è detto, fanno parte le tre ESA (ESMA, EBA e EIOPA) e le autorità di vigilanza nazionali competenti, è (secondo quanto previsto nel citato Regolamento EU n. 1092 del 24 novembre 2010) *garantire che le norme applicabili al settore finanziario siano attuate in modo adeguato*

---

<sup>7</sup> S. AMOROSINO, *op. cit.*, p. 16; v. anche pp. 69 e ss.

<sup>8</sup> S. AMOROSINO, *op. cit.*, pp. 72 e ss.

*per preservare la stabilità finanziaria, creare fiducia nell'intero sistema finanziario e assicurare una sufficiente protezione dei consumatori di servizi finanziari;*

- per quanto concerne l'E.S.M.A. *l'aumento della protezione dei consumatori fa parte dei suoi principali scopi, anche se la relativa enunciazione viene collocata dopo altri*, quali: stabilità finanziaria, trasparenza efficienza e regolare funzionamento del mercato finanziario, adeguata regolazione del rischio di credito. Tra i compiti principali dell'ESMA è espressamente inserita la promozione della tutela degli investitori (art. 8, comma 1, lettera h, Reg. UE n. 1095/2010) con il riconoscimento all'ESMA di un ruolo guida nella promozione della trasparenza, della semplicità e dell'equità nel mercato per i prodotti o servizi finanziari destinati ai consumatori in tutto il mercato interno, anche tramite: a) la raccolta, l'analisi e l'informativa sulle tendenze dei consumatori; b) il riesame e il coordinamento dell'alfabetizzazione finanziaria e delle iniziative formative da parte delle autorità competenti (art. 9 - *Compiti relativi alla protezione dei consumatori e alle attività finanziarie* - del medesimo Regolamento UE n. 1095/2010). Previsioni e principi analoghi si rinvengono sia nel Regolamento UE n. 1093/2010 relativo all'Autorità Bancaria Europea (EBA) chiamata a promuovere la tutela e un elevato livello di protezione di depositanti e investitori (art. 8, comma 1, lettere *h* e *i*) e (con ruolo guida nella promozione di trasparenza, semplicità, equità ecc.) a curare la raccolta, l'analisi e l'informativa delle tendenze dei consumatori; e il riesame e il coordinamento dell'alfabetizzazione finanziaria e delle iniziative formative da parte delle autorità competenti (art. 9, comma 1, lettere *a* e *b*); sia nel Regolamento UE n. 1094/2010 relativo all'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni (EIOPA) chiamata ad assumere, come le altre due Autorità, *un ruolo guida nella promozione della trasparenza, ecc. ... nel mercato per i prodotti e servizi finanziari ...* tramite le stesse misure (art. 9, comma 1, lettere *a* e *b*, Reg. UE n. 1094/2010).

- la nuova direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. Direttiva MiFID2) pur dedicando ampio spazio alla regolamentazione della c.d. *elettronic finance* ed in particolare alla c.d. *negoziazione algoritmica* (e al c.d. *mirror trading*) sancisce, a carico delle imprese di investimento e a tutela degli investitori, tre principi fondamentali: *agire in modo onesto equo e professionale nella cura degli interessi del cliente; fornire al cliente informazioni corrette, chiare e non fuorvianti; offrire servizi che tengano conto della situazione individuale dell'investitore; garantire la dimensione individuale - personale anche nella elettronic finance* (profilo quest'ultimo di particolare complessità);

- in Italia, la tutela degli investitori rientra, in una posizione prioritaria, tra gli obiettivi della funzione di vigilanza, ripartita tra Banca d'Italia (alla quale spettano: il contenimento dei rischi, la stabilità patrimoniale, la sana e prudente gestione degli intermediari) e CONSOB (alla quale competono la salvaguardia della trasparenza e la correttezza dei comportamenti). In particolare, in base, all'art. 5 D.lgs. 24.2.1998 n. 58: T.U. in materia di intermediazione finanziaria, la tutela degli investitori viene subito dopo salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario e prima di stabilità e buon funzionamento del sistema, competitività dello stesso; osservanza delle disposizioni in materia finanziaria;

Le norme di principio sulla tutela dei risparmiatori quindi sono presenti a tutti i livelli della regolazione. Dalla loro lettura risulta che esse rappresentano la giuridicizzazione (anche) di esigenze etiche: la giustizia (*suum cuique tribuere*) *sub specie* di dare a ciascun investitore il prodotto a lui adeguato, appropriato, proporzionato; la verità *sub specie* di dovere degli operatori finanziari di adeguata e completa conoscenza dei fatti (della peculiare posizione di ogni risparmiatore) e di informazione completa, trasparente, chiara e comprensibile; il principio di responsabilità come dovere di salvaguardare la posizione dei risparmiatori, soprattutto dei più deboli e quindi anche come capacità di farsene carico (misericordia come *miseris cor dare*) e di "*pensare*" alle conseguenze delle scelte; l'onestà e l'equità, nell'agire degli operatori finanziari, espressamente sancite dalla Direttiva MIFID 2014.

Il problema vero riguarda la concretizzazione e l'attuazione delle previsioni normative e l'effettività e la tempestività della tutela: ed è questa la seconda domanda fondamentale posta dal titolo del Convegno.

### **3. Chi è il risparmiatore?**

Sotto questa etichetta sono racchiuse più figure, accomunate dalla finalità di gestire i propri risparmi, ma differenziate quanto all'assunzione di rischio e all'attesa di rendimento. Si va dal *risparmiatore* in senso stretto, più vicino alla figura del *depositante*, con bassissima disponibilità al rischio, che aspira a salvaguardare, nel tempo, il valore dei suoi risparmi; al *risparmiatore-investitore* che vuole ottenere un rendimento del proprio capitale e che, a tal fine, è disposto a sopportare un certo grado di rischio, non tale però da esporlo alla perdita del capitale; all'*investitore tout court*, con una fortissima propensione al rischio, che mira a

ricavare il profitto più alto possibile, esponendosi anche a perdite molto rilevanti (*investitore-speculatore*)<sup>9</sup>.

A questi tipi corrispondono nella realtà, sul piano della vita concreta, miriadi di persone in carne ed ossa, ciascuna con la sua storia, le sue esigenze, le sue aspirazioni, le sue aspettative, i suoi legami familiari, comunitari, sociali, la sua consistenza patrimoniale, la sua cultura, il suo spirito critico, la sua informazione, la sua conoscenza del mercato.

E il risparmiatore reale mira a effettuare un investimento adeguato alle proprie esigenze e, a tal fine, richiede all'operatore finanziario un'attenta analisi e una effettiva conoscenza della sua situazione personale, patrimoniale, reddituale e delle sue esigenze presenti e future; la individuazione della sua (oggettiva) capacità di esposizione al rischio; un'informazione completa e trasparente (espressa anche in riassunti non tecnici sulle caratteristiche del prodotto che vuole acquistare), con un linguaggio preciso, chiaro, rigoroso; un'assistenza personalizzata.

Ma richiede anche un'attenta considerazione delle proprie aspirazioni e desideri: investire in che cosa? per sostenere quali attività? ed in particolare - se vi è sensibilità alla soluzione dei problemi sociali - con quale impatto sociale?<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Il Regolamento intermediario CONSOB n. 16190/2007 prevede tre livelli di protezione applicati a tre categorie di clienti: professionali, controparti qualificate e clienti al dettaglio.

<sup>10</sup> Come si legge nel rapporto dell'Advisory Board Italiano della Social Impact Investment Task Force del G8 (oggi Global Social Impact Investment Steering Group) istituita per promuovere a livello globale l'impact investment, *Evocare l'innovation society non basta più: il collasso finanziario mondiale, la disoccupazione giovanile strutturale, l'esclusione dalla dignità sociale di miliardi di esseri umani, le emergenze ambientali sono solo alcuni sintomi della sua insufficienza* che rendono indispensabile un cambio di paradigma per orientare i processi economici verso impatti misurabili e socialmente positivi, sostenendo contemporaneamente processi di sviluppo, di innovazione e di inclusione sociale, accompagnati da un contenimento della spesa pubblica e, al tempo stesso, da una sua maggiore efficacia ed efficienza. Più specificamente, il *social impact investment* ha l'obiettivo di generare, attraverso investimenti in iniziative di imprenditorialità sociale finalizzate alla risoluzione di problemi sociali o ambientali, risultati positivi che altrimenti non avrebbero luogo, con il rafforzamento di una terza dimensione delle scelte di investimento, non più determinate solo da valutazioni di rischio e di rendimento ma anche dall'impatto sociale che producono, secondo il Rapporto italiano per il quale: *L'introduzione di questa terza dimensione (quella dell'impatto sociale) può generare un cambio di paradigma dagli effetti molto profondi sull'economia, sulla struttura del welfare e persino sulla finanza dando vita a una nuova stagione dell'innovazione e dell'imprenditorialità sociale e della finanza di impatto.*

#### **4. Tutela del risparmiatore e obblighi degli intermediari. L'informazione sulle possibilità di investimenti nella c.d. finanza a impatto sociale**

L'attuale sistema di tutela si è manifestato inadeguato, in Italia, nella recente crisi delle quattro Banche di cui ai commi 842 e ss art. 1 legge di stabilità 2016 (legge n. 208 del 28 dicembre 2015), vale a dire: Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio - Soc. Coop.; Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti s.p.a.; Banca delle Marche s.p.a.; Cassa di Risparmio di Ferrara s.p.a..

Per quel che interessa in questa sede, la legge 208/2015 ha condizionato all'accertamento della violazione, da parte delle Banche in questione, degli obblighi di informazione, diligenza, correttezza e trasparenza di cui all'art. 21 d.lgs. 58/1998 (T.U. intermediazione finanziaria) l'accesso, attraverso giudizi arbitrali, degli investitori, che detenevano strumenti finanziari subordinati emessi dalle banche in crisi, al fondo di solidarietà istituito dalla stessa legge<sup>11</sup>: con ciò sancendo la stretta correlazione tra obblighi degli operatori e diritti degli investitori.

La correlazione è stata successivamente generalizzata e istituzionalizzata attraverso la costituzione presso la CONSOB dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (A.C.F.) tra gli investitori che non siano né parti qualificate né clienti professionali e cioè investitori al dettaglio (o retail) e gli intermediari (SIM, Banche, ecc.) per violazione da parte di questi degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza, fino al limite massimo di € 500mila e previo reclamo allo stesso intermediario, ferma la possibilità di proporre l'azione giudiziaria per richieste di importo maggiore e per i danni che non siano conseguenza diretta e immediata dell'inadempimento o della violazione da parte dell'intermediario degli obblighi in esame e per i danni non patrimoniali [deliberazione CONSOB n. 19602 del 4 maggio 2016 che ha approvato il Regolamento di cui al D.lgs. 8.10.2007 n. 179 (*Istituzione di procedure di conciliazione e arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per risparmiatori e investitori*) introdotte dall'art. 1 bis D.lgs. 6.8.2015 n. 130 (*Attuazione direttiva 2013/II U.E. su A.D.R.*)].

Orbene, se la violazione di tali obblighi legittima la riparazione attraverso azioni, ciò significa che i medesimi obblighi, giuridicamente rilevanti, dovevano e potevano essere adempiuti

---

<sup>11</sup> La legge ha altresì costituito quattro s.p.a. per le quattro banche in crisi con funzioni di ente ponte di cui all'art. 42 d.lgs. 16 novembre 2015 n. 180, attuativo della direttiva c.d. BRRD, istitutiva di un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento. In tale prospettiva va ricordata anche l'istituzione del fondo Atlante destinato a sostenere gli aumenti di capitale di alcune banche italiane e acquistare crediti deteriorati.

spontaneamente, alla luce del principio logico-giuridico per il quale un diritto può essere soddisfatto o (prioritariamente) attraverso l'adempimento spontaneo dell'obbligo da parte dell'obbligato o (sussidiariamente) attraverso l'azione nelle sedi competenti<sup>12</sup>.

Ed in effetti, nei mercati finanziari, contraddistinti da una ineliminabile logica di rischio<sup>13</sup>, per poter conseguire una tutela piena ed effettiva dei diritti degli investitori, appare necessario che gli operatori adempiano tutti gli obblighi di comportamento propri della loro professione, agendo con adeguatezza, appropriatezza, proporzionalità e quindi con conoscenza delle situazioni, trasparenza, chiarezza e precauzione, soprattutto quando siano coinvolte posizioni deboli, portatrici di diritti inviolabili e di correlati doveri inderogabili; nella consapevolezza sia della necessità di prevenire i danni sia la difficoltà, una volta che si siano prodotti, di riparare e anche di risarcire, quantomeno integralmente.

In questa prospettiva, riveste importanza centrale la specificazione e la concretizzazione (attraverso norme di carattere generale, da applicare e rispettare in ogni singola decisione concreta) dei principi, degli obblighi e delle regole di comportamento di entrambe le parti del rapporto finanziario, specialmente degli operatori finanziari, al fine di assicurare l'osservanza immediata e diretta di tali norme e principi, da parte degli operatori medesimi, nel loro stesso interesse. Ma è altrettanto necessario che gli operatori singoli o associati si organizzino, a tal fine, in chiave di autocontrollo e autovigilanza, formando in tale ottica il personale, specialmente quello a diretto contatto con gli investitori (dotandolo anche della libertà-responsabilità necessaria per *prevedere* ed evitare le conseguenze pregiudizievoli, derivanti dall'applicazione pedissequa e acritica di *direttive* e *ordini* indifferenziati). In tal modo le forme di controllo esterno (e quindi l'intervento diretto dei pubblici poteri nei mercati

---

<sup>12</sup> Ferma la sussidiarietà (come evidenziato nel testo) di qualsiasi azione rispetto ai meccanismi di immediata e diretta tutela da parte degli stessi operatori (sotto l'egida degli organi di vigilanza), l'Arbitrato per le Controversie Finanziarie (A.C.F.) si presenta come l'azione più rapida e più vicina al momento della eventuale lesione degli interessi degli investitori. Il progetto *Carta degli investitori* CONSOB-Associazione dei Consumatori (gennaio 2014) evidenziava l'inadeguatezza della Camera di conciliazione e arbitrato presso la CONSOB, per le numerose mancate adesioni degli intermediari alle conciliazioni e per il basso numero di conciliazioni ad esito positivo, auspicando l'introduzione di un Arbitro finanziario sul tipo dell'Arbitro Bancario Finanziario operante presso la Banca d'Italia, previsto dall'art. 128 bis d.lgs. 1.9.1993 n. 385 T.U. in materia bancaria e creditizia ed esperibile nei confronti sia delle banche sia degli intermediari finanziari autorizzati iscritti all'albo, tenuto dalla Banca d'Italia, di cui all'art. 106 dello stesso T.U. in materia bancaria e creditizia. Ciò è avvenuto appunto con la deliberazione CONSOB n. 19602 del 4 maggio 2016 e con l'annesso Regolamento citati nel testo, che hanno dato vita ad un tipo di arbitrato contraddistinto da: adesione obbligatoria, accesso del tutto gratuito per l'investitore, natura decisoria del procedimento di risoluzione, termine di 90 giorni per la decisione.

<sup>13</sup> Rischio che si presenta in termini radicali nelle crisi finanziarie caratterizzate "*per alcuni elementi ricorrenti e per una dinamica tipica*" come ricorda Maurizia De Bellis, *op cit.*, p. XXXIII e ss dell'*Introduzione*, spec. nota 48: spostamento di capitali in un settore con significativa opportunità di guadagno, euforia con possibile perdita della percezione del rischio; cessazione degli investimenti per riduzione delle prospettive di guadagno; disagio finanziario, fuga dal settore, panico, caduta prezzi, illiquidità.

finanziari), vengono ad assumere una dimensione sussidiaria con la prioritaria funzione di vigilare perché tutti gli operatori ispirino la loro azione ai predetti principi e norme, intervenendo però con immediatezza quando ne siano segnalate violazioni, sia nell'interesse del reclamante sia nell'interesse generale, specialmente laddove la segnalazione riguardi fatti potenzialmente incidenti sulla fiducia e la stabilità dei mercati.

## 5. Conclusioni

In estrema sintesi, si dovrebbe potenziare un'alleanza operativa tra risparmiatori, con i loro diritti e doveri, e mondo della finanza, sana e prudente (comprensiva della finanza a impatto sociale), con i suoi poteri, obblighi e doveri, ispirata all'utile (non solo) economico di tutti, popolata di persone dotate di competenza e professionalità, che sappiano tener conto adeguatamente e compiutamente delle conseguenze, degli effetti, dei risultati, derivanti, agli altri e a sé stessi, dai loro comportamenti, atti, decisioni, ma anche dalle omissioni, in una rinnovata dimensione del principio di responsabilità, che impone a ciascuno di farsi carico delle esigenze e delle necessità degli altri soggetti del rapporto finanziario e perciò di vigilare attentamente anche sulla propria azione: vigilanza comportante, per gli operatori finanziari anche il *"dovere di conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati"*, come sancito dalla direttiva MIFID 2014 all'art. 24 n. 2.

Nel Progetto *Carta degli Investitori CONSOB - Associazione dei Consumatori* (gennaio 2014), si legge che *"La piena consapevolezza degli investitori di essere portatori di interessi legittimi ... rappresenta un fattore cruciale, nella strategia di intervento pubblico nel campo dei controlli amministrativi, volta a scoraggiare in modo significativo e duraturo la diffusione di pratiche finanziarie scorrette"*.

L'effettivo esercizio, da parte degli investitori, dei loro *interessi legittimi* presuppone un'adeguata istruzione-formazione finanziaria<sup>14</sup> e richiede anche la consapevolezza<sup>15</sup> della stretta connessione esistente tra la tutela dei loro diritti e l'adempimento, da parte degli operatori finanziari, dei doveri, su di essi gravanti, di informazione, diligenza, correttezza, trasparenza, secondo la formulazione dell'art. 21 T.U. n. 58/1998 sull'intermediazione finanziaria; e del dovere di agire in modo onesto, equo e professionale, secondo la

---

<sup>14</sup> v. i Regolamenti relativi alle tre Autorità di vigilanza europee

<sup>15</sup> Del tema della educazione finanziaria si è occupata, nel convegno, la relazione della dott.ssa Magda Bianco. In proposito si veda anche [www.consob.it/web/investor-education](http://www.consob.it/web/investor-education)

formulazione dell'art. 24 della direttiva MIFID 2014. E ciò è ancor più rilevante, sul piano dell'interesse generale, ove si consideri lo stretto legame esistente tra stabilità, fiducia e protezione<sup>16</sup>.

Per dirla in altri termini, "*dare a ciascuno il (suo) prodotto*", vale a dire un prodotto adeguato, appropriato e proporzionato (abito su misura), adatto alle caratteristiche dell'investitore<sup>17</sup>, alle sue aspirazioni e ai suoi desideri (compreso quello di contribuire al bene comune), significa realizzare il legittimo interesse del privato investitore, il legittimo interesse del privato operatore finanziario e l'interesse generale alla stabilità e al buon andamento del mercato, tenendo conto della necessità (per tutelare effettivamente i diritti e per osservare effettivamente i doveri) di verificare, con particolare accuratezza, il grado di rischio di ogni singolo prodotto finanziario e di valutare attentamente le conseguenze di ogni decisione, il loro impatto sulla realtà<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> legame evidenziato, nel convegno, dalla relazione del dott. Gianfranco Torriero. Sul rapporto tutela degli investitori - sviluppo del mercato v. anche S. Amoroso (a cura di) *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2014, p. 180

<sup>17</sup> ai sui obiettivi di investimento, intesi come orizzonte temporale, propensione al rischio, aspettative di rendimento, ecc. come si legge nella *Guida all'investimento finanziario* della CONSOB. Nella prospettiva della scelta da parte dell'investitore della iniziativa nella quale investire si segnala il fenomeno del *people to people credit* (v. *SMARTIKA*, Istituto di pagamento vigilato e autorizzato dalla Banca d'Italia). Su un piano diverso ma nella medesima prospettiva dello *scegliere dove investire* si colloca il fenomeno del *crowdfunding* o finanziamento collettivo. Si tratta di un processo collaborativo di un vasto gruppo di persone che creano una rete e uniscono le proprie risorse per sostenere gli sforzi di persone e di organizzazioni e permettere a innovatori, imprenditori e titolari di aziende di finanziare le loro iniziative. Le piattaforme di *crowdfunding* sono siti web che facilitano l'incontro tra domanda di finanziamenti da parte dei promotori di profitti e l'offerta collettiva di danaro. Il *crowdfunding* fa parte della *sharing economy* (economia della condivisione). Peraltro, il *crowdfunding* può essere sviluppato anche su iniziative di Banche (v. Accordo 15 novembre 2016 Confindustria - Intesa SanPaolo, spec. nella parte relativa a *Nuova imprenditorialità, giovani, imprenditoria femminile*) o col sostegno di Fondazioni bancarie (v. la piattaforma *Meridonare* della Fondazione Banco Napoli).

<sup>18</sup> Per valutazione di impatto sociale si intende la valutazione qualitativa e quantitativa, nel breve, medio e lungo periodo, degli effetti delle attività svolte sulle persone e sulle comunità di riferimento rispetto all'obiettivo individuato; e dei risultati, in termini di qualità e di efficacia delle prestazioni; con connessa necessità di prefigurazione di obiettivi e risultati e di vigilanza, monitoraggio e controllo della loro attuazione e di individuazione dei relativi parametri.