



Struttura di formazione decentrata della Corte di cassazione

***La credibilità e l'equità:
componenti indefettibili
del sistema bancario
nazionale ed europeo***



**LA TUTELA DEL RISPARMIO:
STORIA FACILE DI UN PROBLEMA
DIFFICILE. FRA PROGRAMMI, ASSIOMI,
ERRORI E ORIZZONTI**

Intervento di

Emilio Girino

Avvocato del foro di Milano

CORTE DI CASSAZIONE

ROMA, 12 DICEMBRE 2017

(testo provvisorio)

La tutela del risparmio: storia facile di un problema difficile. Fra programmi, assiomi, errori e orizzonti

*...niuno ci ha dato ancora un sistema compiuto e ragionato di legislazione,
niuno ha ancora ridotta questa materia ad una scienza,
unendo i mezzi alle regole, e la teoria alla pratica...*

(Gaetano Filangieri, *La scienza della legislazione*, 1780, Libro I)

SOMMARIO – 1. L'ipertrofia normativa a confronto con il programma costituzionale: un'attuazione costantemente imperfetta. Un grafico giuridico di misurazione - 2. Il λόγος della tutela fra rigore apparente, frequenti fraintesi, storture omissive e pericolose derive - 3. L'ipertrofia normativa e la chimera del risparmiatore erudito: la complicata "mitologia della semplicità" - 4. La svolta Mifid: dalla quantità alla qualità, la genesi del risparmiatore medio di riferimento, la probabilità di comprensione quale obbligo (in)esigibile - 5. Correzioni successive: il passaggio della giurisprudenza dal rimedio formale alla lettura sostanziale del prodotto finanziario, la progressiva presa di coscienza dell'inevitabilità della condivisione informativa fra intermediario e cliente - 6. Il nuovo impianto normativo fra governo del prodotto e pseudo - restaurazione degli scenari probabilistici: Mifid2 e Priip - 7. Il difficoltoso bilancio di chiusura e una delle possibili vie di miglioramento: verso un impiego esteso della consulenza indipendente.

1. L'ipertrofia normativa a confronto con il programma costituzionale: un'attuazione costantemente imperfetta. Un grafico giuridico di misurazione

Sospinto da una comprensibile curiosità, il profano chiamato a confrontare la taglia della legge n. 216 del 1974, primo atto di regolamentazione organica del mercato finanziario, con il pachidermico coacervo di norme unioniste e nazionali, di primo e secondo, quando non terzo e "quarto" livello, che oggi governa il sistema creditizio e l'intermediazione finanziaria, non potrebbe che abbozzare tre conclusioni sull'efficienza di un tale processo di normazione: fallimento, progresso, difficoltà. La seconda sarebbe certamente errata ancorché d'acchito possa suonare ovvia e giusta; la prima rivelerebbe un (buon) senso di (troppo facile) intuito; la terza schiuderebbe invece quel pesante interrogativo cui da decenni ormai le regolamentazioni mondiali non sanno dare risposte convincenti.

Nel susseguirsi delle crisi, dei tracolli, delle *débaclé* finanziarie che hanno segnato la

storia dell'economia e dell'impiego della moneta, si è puntualmente assistito al ripetersi, qui come ovunque nel mondo, della tediosa e infeconda litania: “ci vuole una legge”. E puntualmente le nuove leggi sono arrivate, dopo e anche prima delle crisi, sono arrivate sempre più numerose e smisurate, spesso in ordine sparso e scomposto, con pigli ad ogni ripresa più minacciosi, nunzi di un rigore che avrebbe relegato gli scempi recenti fra i reperti dell'archeologia giuridica e finanziaria.

Nondimeno, ad ogni inasprimento della forma precettiva corrisponde poi, nella pratica, un fallimento applicativo e una recrudescenza dell'impatto finanziario provocato dagli improduttivi esiti di quel precetto. Sino ad esortare la giurisprudenza a farsi supplente di una legislazione costantemente imperfetta e a farlo attraverso l'utilizzazione o la riutilizzazione di apparati di lettura “tradizionali”: l'impiego dei quali, nel momento stesso in cui implicitamente decreta l'inefficienza della copiosa normativa speciale, partorisce, talora, forzature genitrici di continue incertezze e revisioni in seno alla stessa giurisprudenza che, *faute de mieux*, se n'è avvalsa. Caso emblematico, ma non certo unico, il tormentato dibattito sulla forma del contratto bancario o finanziario⁽¹⁾ e sull'imprescindibilità o no di un documento recante entrambe le sottoscrizioni (della banca e del cliente), su cui le Sezioni Unite sono state chiamate ad esprimersi.

La constatazione del guasto e la ricerca del rimedio spesso soffrono di una rimarchevole carenza di premesse. Lo stesso concetto di tutela del risparmio sembra infatti essere oggetto di un costante frainteso, a sua volta generato da una visione sempre più ristretta e restringente del fenomeno (altrimenti nota – si dirà in seguito – come asimmetria informativa).

S'immagini, per dar corpo al discorso, di costruire un piano cartesiano: sulla linea delle *ascisse* porremo il precetto costituzionale di cui agli artt. 47 e 117 Cost.; su quella delle *ordinate* l'insieme di leggi e applicazioni susseguitesì nel tempo. In ciascuna *origine*, cioè in ciascun punto d'incontro dell'ascissa costituzionale e dell'ordinata delle singole normative, riscontreremo inevitabilmente un difetto: difetto che non genera, come mai ha generato, un problema di violazione della carta fondamentale bensì un'incompleta attuazione del precetto programmatico che da essa promana⁽²⁾.

¹ Cfr., su questo come su altri punti nevralgici dell'applicazione giurisprudenziale in tema di risparmio, l'interessante ricognizione di M. Acierno, *I diritti dell'investitore nella giurisprudenza di legittimità*, in *Riv. Dir. Banc.*, 11/2017.

² Secondo le note sentenze Corte Cost. nn. 129/1976 e 143/1982, l'art. 47 Cost. esprime “un principio politico a cui dovrà uniformarsi la futura normativa”, come rammenta F. Zatti, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?* in *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, vol. II, Napoli, 2010, 1469 ss.

Quando scrissero l'art. 47, i legislatori costituenti venivano da ricordi infausti e cullavano il sogno di un futuro stabile e ordinato. Le sciagurate rimembranze rimandavano, fra gli altri, allo scandalo della Banca Romana, al fallimento della Banca Italiana di Sconto (dove i creditori patirono un *bail-in ante litteram* di circa il 40%) denunciato nelle furenti catilinarie di Piero Sraffa, alla crisi americana del '29 e, naturalmente, alla profonda incidenza dei conflitti mondiali sui sistemi creditizi e al mostro inflattivo cui essi avevano dato ingresso. Il futuro sereno disegnato dall'art. 47 privilegia, al comma primo, “*la tutela del risparmio in tutte le sue forme*” e nel contempo vuole la disciplina, il coordinamento e il controllo dell'esercizio del credito. Nel secondo comma, l'orizzonte s'illumina sul “*risparmio popolare*” nelle sue tre declinazioni fondamentali: proprietà della prima casa, credito agrario, investimento diretto e indiretto nei grandi sistemi produttivi del Paese.

Chiaramente i padri costituenti non pensavano al risparmiatore che investisse in obbligazioni subordinate, giocasse in borsa o si rendesse controparte di contratti derivati⁽³⁾. L'endiadi del primo comma dell'art. 47 (tutela del risparmio + controllo del credito), unita alla predefinizione di ciò che avrebbe dovuto essere il raggio massimo d'azione dell'investimento del piccolo risparmiatore (casa, terra e, diremmo oggi, *blue chips*), stimola una prima, essenziale riflessione: il precetto costituzionale non vede la tutela del *risparmio* se non come congiunta alla tutela del *credito*⁽⁴⁾. E se tanto si deve a quella visione condizionata dai precedenti, ciò non toglie che quel precetto mantenga intatto il suo valore, riassunto in questa semplice ma innegabile verità: la prima forma di risparmio è il deposito bancario, per cui qualsivoglia legislazione di tutela del risparmiatore non può prescindere dall'esigenza di assicurare, nel contempo, la tutela del

³ Tant'è che sarà la L. Cost. 18 ottobre 2001 n. 3 a introdurre, per via indiretta, nell'art. 117 co. 1° lett. e) i “mercati finanziari” fra le materie di esclusiva competenza legislativa dello Stato, escludendo ogni potestà regionale in materia. Probabilmente non si volle – a ragione – ritoccare direttamente l'art. 47, in quella che doveva essere una norma di ampio respiro, pronta a recepire il cambiamento futuro (tutela del risparmio *in tutte le sue forme*) ma restando sempre e comunque una norma espressiva di un precetto basilare (cfr. *infra* nel testo). Sul tema v. altresì lo scritto di F. Zatti, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio*, cit.

⁴ “Nel quadro disegnato dai Costituenti la sua tutela sia perseguita soltanto come mezzo al fine, obiettivo autentico essendo piuttosto, attraverso il governo e il controllo del binomio risparmio-credito, la difesa del valore e della stabilità della moneta, e il governo e l'indirizzo del sistema economico nel suo complesso” (F. Guizzi, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, 2-3-4/2005, 172). Analogamente: “nelle intenzioni dell'Assemblea Costituente obiettivo primario dell'art. 47 era quello di garantire la stabilità macroeconomica attraverso il coordinamento ed il controllo del credito da cui fare discendere la stabilità microeconomica: in altre parole, le finalità perseguite attraverso la struttura pubblicistica di controllo del sistema del credito erano mirate a garantire l'equilibrio tra raccolta e credito, dal quale doveva conseguentemente derivare la garanzia del risparmio privato” (M. De Benedetti, *La tutela del risparmio in Italia, tra crisi sistemiche e aiuti di Stato: il bail in tra diritto europeo e Costituzione italiana*, in *Federalismi.it*, 27.9.2017, 12 ss. ove ultt. riff.).

depositante.

2. Il λόγος della tutela fra rigore apparente, frequenti fraintesi, storture omissive e pericolose derive

Questa prima riflessione scopre il nervo forse più sensibile dell'intero impianto normativo, sempre più incline a proteggere il risparmiatore in quanto investitore e sempre meno attento alla sua stessa protezione come depositante. Ciò ha prodotto, e va viepiù producendo, una “stortura omissiva”, una deriva ideologica della legislazione e, conseguentemente, della sua applicazione.

L'incondizionata tutela del risparmiatore-investitore traduce così il λόγος della protezione in un assioma, di crescente successo, che tende a volere – s'ignora con quanta schiettezza o finzione – l'investitore “buono” e la banca “cattiva”, il primo per definizione “debole” e la seconda “forte” e, *par conséquent*, il primo “innocente” e la seconda “colpevole”. Questo sentire, serpeggiante vuoi fra le norme vuoi fra le interpretazioni (specie, ma non solo, dottrinarie), trascura di considerare che l'exasperazione di quell'assioma (e la proteiforme applicazione delle norme sull'usura lo prova, ad esempio, al di là di ogni ragionevole dubbio⁵) può condurre ad effetti patrimoniali devastanti per l'intermediario e, dunque, in ultima istanza, per lo stesso depositante. Tuttavia la legge, mentre da un lato si fa premura di rendere sempre più serrata la tutela del cliente investitore, dall'altro non esita a riversare su quello stesso cliente (o, peggio, su altri clienti depositanti) le conseguenze di una crisi dell'intermediario dovuta ad una sistematica soccombenza in giudizio: esito paradossalmente beffardo che, se non viola, neppure attua il programma normativo imposto dalla Costituzione – qui avvinta nella spirale di una normativa sovranazionale che, per altrui e assai poco commendevoli convenienze politiche, non si è fatta remora nell'introdurre, da quattro anni a questa parte, l'altra regola del *burden sharing*: incurante degli effetti sistemici che una mal intesa tutela (di parte) del risparmio potrebbe produrre ai danni del risparmio stesso (o ad un'assai più vasta parte di esso). La protezione del risparmio nella sua interezza non può trasformarsi in un protezionismo selettivo.

Nella ricerca delle incongruenze che il nostro immaginario grafico può rivelare, c'imbattiamo in un'altra origine altrettanto premonitrice della sconfitta normativa. Essa emerge dall'art. 6 co 1° lett. a) della Legge Sim (l. 1/1991), dove si impone agli intermediari di “*comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente*”, e si ritrova nell'art. 21 co. 1° lett. a) del TUF (d. lgs. 58/1998) il cui portato,

⁵ Sia qui permesso rinviare al mio recente *Quot capita, tot fenora. Per una rilettura critica, non ipercritica, dell'usurato presidio usurario e per l'avvio di un razionale percorso di riforma*, in *Riv. Dir. Banc.* 11/2017.

rimasto indenne alle plurime modifiche intervenute sulla legge in questione (ivi inclusa la più recente riforma concepita per l'attuazione della direttiva MiFID-2), analogamente impone agli operatori di *“comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”*.

In sé altamente nobile, l'enunciato normativo introduce, tuttavia, un gene distopico nella dinamica negoziale fra cliente e intermediario, poiché domanda al secondo di curare e di servire al meglio l'interesse del primo. L'enfasi normativa non è mera ridondanza linguistica, è un autentico precetto che comanda all'intermediario qualcosa di ben più esteso dell'ordinario dovere di onestà e solidarietà contrattuale già ricavabile dal disposto dagli artt. 1337 e 1375 cod. civ. Impone cioè ad una parte del contratto di curare e servire l'interesse dell'altra. E neppure le brillanti ricostruzioni del rapporto fra intermediario e cliente alla stregua di un mandato *in rem propriam* riescono ad incidere sulla squilibrante portata di una norma che impone, nei fatti, un rovesciamento dell'assetto di interesse economico sotteso a qualunque negoziazione, per quindi reificarsi in una pretesa comportamentale obiettivamente inesigibile.

E' o diventa credibile ed equo un sistema che stravolge quella regola minimale del negoziare che nel negozio trova propriamente il compromesso di due interessi, parzialmente convergenti nel fine astratto (comprare e vendere) ma indubitabilmente contrapposti in quello concreto (comprare al meglio per se stessi e vendere per se stessi al meglio)? No, non lo è e non lo diventa, perché non è né credibile né equo che un contraente ecceda il dovere di onestà negoziale sino al punto di farsi tutore dell'interesse della controparte in antitesi al proprio. Sarebbe come domandare al ricco possidente immobiliare di spontaneamente accordare, al meno abbiente acquirente, un prezzo inferiore a quello già negoziato e ciò nel, socialmente sublime ma concretamente impraticabile, intento di ridistribuire per legge la ricchezza del singolo privato. Neppure la Pubblica Amministrazione, quando negozia, ossequia un simile principio ed anzi spesso si rende autrice di tariffari per essa al ribasso ma penalizzanti per l'aspirante appaltatore.

Non è dunque un caso che l'obbligo di servire l'interesse del cliente sia una delle disposizioni più grandiosamente imperiose e più concretamente disattese. Si tratta di un obbligo che, anche in questo caso, non infrange ma neppure attua il programma costituzionale perché amplifica il concetto di tutela in una proiezione contrattualmente innaturale, dunque realisticamente inattuabile⁽⁶⁾.

⁶ Esulano, naturalmente, da questo come da ogni altro rilievo, le condotte che, transcendendo qualsiasi prescrizione di buona fede, si tramutino in un'azione dolosa ai danni del cliente, poiché in tal caso si versa in uno

3. L'ipertrofia normativa e la chimera del risparmiatore erudito: la complicata "mitologia della semplicità"

La lettura del grafico normativo che si sta tentando di tracciare ci conduce, ora, alla terza origine che meglio dovrebbe attuare il programma costituzionale di protezione del risparmio: l'informazione.

Sul piano teorico, l'informazione rappresenta il più perfetto strumento di bilanciata attuazione di quell'endiadi portata dal 1° comma dell'art. 47 Cost. La trasparenza sul prodotto esprime infatti l'armonioso punto di riequilibrio fra una corretta tutela del risparmiatore e una simmetrica protezione del sistema creditizio.

Senonché l'informazione trasparente si è rivelata, nei decenni, un inarrivabile miraggio: tant'è che il maggior risultato sin qui prodotto è stata la definizione della sua antitesi, la creazione cioè della nozione di asimmetria informativa. Eccellente locuzione sintetica di un dato peraltro scontato, nel risparmio così come in ogni settore del commercio: la differenza cognitiva fra chi fabbrica e chi acquista un prodotto.

Contro l'asimmetria informativa, il primo tentativo di reazione, dalla legge 216/1974 sino al TUF nella versione anteriore alla prima riforma MiFID, si è mosso lungo una direttrice di portata quantitativa: fornire al risparmiatore quante più informazioni possibili. Ricorderemo perfettamente come, all'avverarsi dei primi scandali finanziari che accesero il dibattito sull'efficacia della nuova legge e sul ruolo della neonata Consob, si diffuse il non meno assiomatico convincimento per cui non era compito della Commissione vagliare le informazioni ricevute bensì fare in modo che al pubblico ne pervenisse il maggior numero possibile. Il principio in sé non sarebbe erraneo: in una situazione di asimmetria informativa, colmare di dati quello che dei due è il piatto più leggero della bilancia dovrebbe, in teoria, riequilibrarli. L'esito di questo tentativo è stato, a dir poco, rovinoso, per la buona ragione che esso si è affidato ad un metodo congenitamente fallimentare, ha inseguito una patente utopia ed ha impropriamente esaltato un'antica regola del commercio.

L'errore di metodo è consistito nell'aumentare a dismisura la quantità di informazioni, la quale è cresciuta secondo una parabola ipertrofica ancor più ampia di quella della montante massa di norme che la disciplinavano, quest'ultime incuranti del difetto congenito all'approccio puramente quantitativo, per il quale l'eccesso di informazione non crea informazione: i troppi dati non generano conoscenza.

stato di deliberata frode. Del resto, in qualunque indagine quantitativa o econometrica, le code estreme dei rilevamenti debbono necessariamente rescindersi.

L'utopia invece risiedeva nella – in senso tecnico e in senso lato – presunzione di comprensione da parte del risparmiatore di quella sommergente quantità di dati. Utopia veramente ingenua se solo si considera, da un lato, la carenza di erudizione finanziaria del risparmiatore e, dall'altro, l'inesigibilità di una tale erudizione (spesso correlata alla riluttanza del risparmio popolare a financo tentare l'approccio alla materia – per inciso quello stesso risparmio che, quando investe altrove, per esempio in automobili, smartphone o abitazioni, dimostra invece un maggior interesse ad istruirsi su questioni che s'illude di capire, compreso com'è nel venerare le spesso artefatte “opinioni” della “Rete”).

L'antica regola commerciale impropriamente esaltata era quella del *caveat emptor*: nella sostanza, incrementare l'informazione sottintendeva l'impossibilità per l'acquirente di invocare il difetto e dunque di ascrivere alla negligenza dell'intermediario, invece che alla propria imprudenza, la scelta di acquisto. Esaltazione impropria sia per quanto poc'anzi notato in punto di erudizione dell'acquirente sia per il fatto che la regola dell'autodeterminazione non può trovare un così vasto spazio in un ambito costituzionalmente garantito.

A correttivo di queste (significative) imperfezioni il sistema previgente poneva un addizionale presidio informativo. Attuando il TUF del 1998, i regolamenti Consob iniziarono a declinare quel dovere di protezione del cliente attraverso alcune previsioni, principalmente riassunte negli articoli da 26 a 29 dell'allora vigente reg. 11522/1998 in tema di regole generali di comportamento, conflitti di interessi, informazioni tra intermediari e investitori e operazioni non adeguate.

L'esperienza giudiziaria dimostrerà ben presto come queste non fossero che tutele illusorie, il cui rispetto era tanto agevolmente assicurabile quanto sostanzialmente eludibile, attraverso la spunta di caselle su moduli prestampati in cui il cliente asseriva di conoscere il prodotto, di non ritenersi leso dal dichiarato conflitto, di voler egualmente investire in ciò che contestualmente riconosceva essergli stato indicato come inadeguato. L'apice di questo formalismo si toccò nella famigerata dichiarazione di operatore qualificato, dove la giurisprudenza si divise nel tempo secondo due opposte linee di lettura (la prima imperniata sul formalismo della sottoscrizione, dunque sulla condivisione della *ratio* del *caveat emptor*, la seconda sulla svalutazione della dichiarazione poiché non rilasciabile dall'incompetente, per ciò solo privo della capacità di autovalutarsi) poi riconciliate dalla Cassazione attraverso una ragionevole e logica mediazione (la sottoscrizione conserva il suo valore e il suo peso responsabilizzante a meno che sia il cliente a dimostrare che l'intermediario disponga *aliunde* di elementi tali

da rendergli evidente l'inattendibilità della dichiarazione).

Ed è a partire da qui, da questo innegabile deficit di efficienza normativa, che la giurisprudenza è chiamata ad assumere quel ruolo supplente cui s'accennava in esordio. E' da qui che incomincia, per forza di cose, a farsi strada la mossa di derubricazione delle norme regolamentari attraverso il richiamo alla predominante valenza di quelle primarie, in specie di quell'art. 21 e del suo generale (e pur – si è dianzi notato – contrattualmente innaturale) precetto di servizio dell'interesse del cliente. Ma è sempre da qui che il passaggio rischia di trasformarsi in un calappio per l'intermediario, anche quello che pur non abbia violato norma alcuna, perché il supporto offerto all'investitore dall'inversione dell'onere probatorio (art. 23 TUF) non trova più contrappeso in norme comportamentali che, declassata la loro forza di specificazione regolamentare, vengono ricondotte ad un latissimo principio generale, la cui osservanza può sempre essere rimessa in discussione. Era l'unica via per scongiurare la dappocaggine d'un sistema imperfetto, ma pur sempre una via traversa che, come tutte le scorciatoie, sconta la regola del sentiero secondario: uscirne illesi in tre casi, finirne incolpevoli vittime in cento.

4. La svolta Mifid: dalla quantità alla qualità, la genesi del risparmiatore medio di riferimento, la probabilità di comprensione quale obbligo (in)esigibile

Lo scarrocciante vascello viene ricondotto in porto dalla riforma MiFID per una, negli intenti seria, manutenzione. Passiamo così ad un nuovo assetto dell'informazione dove, alla coloritura retorica della comunicazione precisa, chiara e non fuorviante, s'aggiungono però due interessanti quanto trascurati tasselli.

Il primo risiede nel combinato disposto degli artt. 27 e 28 del Reg. Consob Intermediari (n. 16190/2007). La prima norma esige che le informazioni siano fornite *“in una forma comprensibile”*, in modo tale che i clienti *“possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico”* di strumento finanziario offerto, al fine dell'assunzione di consapevoli scelte. L'art. 28 definisce invece come ragionevolmente comprensibili le informazioni aventi un contenuto e presentate in modo tale da poter essere comprese, *“con ogni probabilità”*, dall'*“investitore medio”* del gruppo cui esse sono destinate (art. 28, co. 2, lett. c. Reg. Int. cit. ⁽⁷⁾). Con questo apparato si introduce

⁷ Formula oggi sostanzialmente replicata nell'art. 44 co. 2° lett. d) del Reg. Deleg. UE 565/2017 là dove si enuncia la regola per cui *“le informazioni sono sufficienti e presentate in modo da risultare con ogni probabilità comprensibili per il componente medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute”*. La norma, al momento della redazione di questo scritto, è richiamata dal comma 2-bis del cit. art. 27 reg. Intermediari nella bozza posta in consultazione da Consob e di prossima definitiva approvazione. Il richiamo alla disposizione regolamentare UE

nell'ordinamento una nozione di obbligazione informativa di tipo finalistico, che tramuta quello stesso precetto in un *obbligo di risultato*. Il regolatore non individua attraverso quali accorgimenti, dichiarazioni, rivelazioni, decrittazioni l'intermediario sia chiamato ad assolvere quell'obbligo, mentre è chiaro nel prescrivere che l'assolvimento non può ridursi ad una mera operazione di natura formale o teorica ma deve raggiungere uno specifico obiettivo: assicurare che l'informazione sia ragionevolmente comprensibile, con ogni probabilità, dall'investitore medio del gruppo di destinazione (s'afferma qui il principio del divieto di "vendita a pioggia", peraltro sin qui poco osservato e rafforzato nel nuovo contesto di Mifid2: *infra* § 6).

Il secondo tassello è la scissione delle nozioni di adeguatezza e appropriatezza, applicabili rispettivamente, da un lato, ai servizi di consulenza e gestione (cioè servizi con ruolo tendenzialmente "attivo" dell'intermediario) e, dall'altro, ai restanti servizi (essenzialmente negoziazione e raccolta ordini, che vedrebbero l'intermediario "passivo" rispetto alla richiesta del cliente). Scissione che comporta, nel caso dell'adeguatezza, una valutazione autonoma dell'intermediario circa la coerenza dell'operazione, consigliata o inclusa nel portafoglio, alle conoscenze tecniche del cliente, al livello di rischio massimo sopportabile e agli obiettivi di investimento, arrestandosi invece, nel caso dell'appropriatezza, alla valutazione del solo primo fattore (esperienza e conoscenza del cliente) ⁽⁸⁾. Scissione che presuppone un obbligo di profilazione approfondita del cliente la cui eventuale carenza implica, là dove sia applicabile il principio di adeguatezza, il dovere di astensione da parte dell'intermediario e, nel secondo, il dovere di informare il cliente dell'impossibilità di svolgere la valutazione nel suo interesse.

L'interazione dei due precetti sposta, così, l'asse disciplinare dal burocraticamente astratto ed inefficiente impianto pregresso verso un modello di duplice e concreta responsabilizzazione dell'intermediario. Al quale s'impone, per un verso, il dovere di preselezionare la clientela cui indirizzare l'offerta, informare e rendere con ogni *probabilità* comprensibile quell'informazione e, per altro verso, farsi imparziale valutatore della "viabilità" di una data scelta di investimento.

giustifica l'eliminazione dell'art. 28 nella sua versione attuale giacché il principio è replicato nella nuova fonte regolamentare unionista.

⁸ Quantunque, poi, risultando la componente consulenziale pressoché quasi sempre implicita nella resa del servizio (sono rari e, quando non lo siano, sono comunque "non pericolosi" i casi in cui il cliente richieda in totale autonomia l'acquisto o la vendita di un titolo senza l'assistenza dell'intermediario), nei fatti la valutazione di adeguatezza deve (o dovrebbe) sempre compiersi nella dinamica di scelta dell'investimento.

L'apprezzabile costruito incontra, dappprincipio, due limiti: l'obbligo di una informazione comprensibile cozza contro il naturale e inevitabile tecnicismo della materia, mentre la valutazione di adeguatezza non mette in conto l'umano vizio dell'*auri sacra fames*, egualmente condiviso – occorre riconoscerlo se davvero si vuole sbiancare il sepolcro dell'ipocrisia – da banche e clienti, entrambi spesso inclini, più o meno consapevolmente, a stringere *pacta sceleris* di varia natura. Dove la “scelleratezza” assume le forme più disparate: dalla profilazione errata del cliente alla sua forzatura (non di rado voluta dal cliente stesso, e dalla banca scientemente assecondata, per consentire al primo di accedere all'investimento più lucroso e alla seconda di profittare del maggior costo di quello stesso lucro), dal privilegio dell'aggressività commerciale rispetto alla conoscenza tecnica da parte dei soggetti incaricati della vendita, all'elaborazione di questionari informativi basati sull'autovalutazione (quivi sfruttando la naturale *vanitas* del singolo, scarsamente propenso a riconoscere i suoi deficit culturali e cognitivi ⁽⁹⁾), dal relativismo cui s'informa la stima di adeguatezza al meccanicismo delle categorizzazioni (grazie alle quali il prodotto non si vende a *quel* cliente, ma a quel *gruppo* di clienti cui il cliente viene automaticamente ascritto) fino a trascurare l'elementare principio di riduzione del rischio attraverso la diversificazione degli investimenti e procedere invece alla loro concentrazione nel folle tentativo di saziare le reciproche cupidigie. Esiti fallimentari di cui l'Esma ha più volte dovuto prender contezza richiamando gli intermediari al rispetto del loro ruolo (torno a ripetere: innaturale) di consulenti e controparti della clientela ⁽¹⁰⁾.

Sul versante del tecnicismo, fallito ogni tentativo di educazione finanziaria dell'investitore e ormai tramontato il mito dell'eccesso informativo, comincia piuttosto a farsi progressivamente spazio l'idea (la coscienza) che nessuna forma di semplificazione possa riuscire tanto comprensibile quanto quella incentrata su una sintesi quantitativa, numerica e probabilistica degli esiti di un investimento. Si colloca qui, verso la fine dello scorso decennio, la nascita degli scenari probabilistici che tuttavia, dopo un primo iniziale successo che ne aveva decretato il formale ingresso nella disciplina degli OIC e delle polizze unit-linked, tendono gradualmente a scomparire o quasi vuoi dalle norme vuoi dalla concreta applicazione delle pratiche suggerite dalla Commissione (in

⁹ Inconveniente, questo, contrastabile attraverso accorgimenti tecnici come, ad esempio, quiz a risposta bloccata il cui mancato superamento diviene indizio dell'inaffidabilità delle dichiarazioni di esperienza e conoscenza rese dal cliente.

¹⁰ V., fra le molte, ESMA – “*Mifid Supervisory Briefing – Suitability*” del 19 dicembre 2012, “*MiFID practices for firms selling complex products*” del 7 febbraio 2014 e “*Potential risk associated with investing in contingent convertible*” del 31 luglio 2014.

particolare con la raccomandazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 sui cc.dd. prodotti illiquidi)⁽¹¹⁾.

5. Correzioni successive: il passaggio della giurisprudenza dal rimedio formale alla lettura sostanziale del prodotto finanziario, la progressiva presa di coscienza dell'inevitabilità della condivisione informativa fra intermediario e cliente

Il persistente livello di insufficienza protettiva conduce quindi a due aggiustamenti.

La giurisprudenza, fors'anche stanca di supplire per via diagonale alle inefficienze del sistema di tutela sostanziale, s'avvia ad un progressivo abbandono di quelle soluzioni in limine (carenza di forma, inattendibile attestazione di operatore qualificato, assenza, erroneità o contraddittorietà di profilazioni, carenza formale di ordini pur fortissimamente voluti dal cliente, negozio indiretto, trasformazione – talora affrettata – della complessità del prodotto in indeterminatezza del pattuito e simili), di cui s'era avvalsa quale primo strumento reattivo, per scendere nel “merito tecnico-giuridico” del contratto finanziario. Sintomo inequivoco di questa svolta è la piega che assumono i giudizi sugli strumenti derivati: inizia con ciò il tramonto della teoria della causa concreta (altamente discutibile e discussa in seno alla stessa giurisprudenza) e si assiste al passaggio dalla visione *causale* a quella *oggettuale*, decisamente più consona al gene finanziario del prodotto, che conduce a ritenere nullo per indeterminabilità dell'oggetto (di quella parte dell'oggetto costituito dal *mark-to-market*) il derivato di cui non sia predeterminato il metodo di calcolo del valore prospettico⁽¹²⁾. Le fa quasi coeva eco la disciplina EMIR (artt. 11 comma 2° Reg. UE 648/2012 e 16 e 17 del Reg. UE 149/2013) che, sia pur per il diverso fine di prevenire crisi sistemiche del mercato, include fra i cc.dd. mitigatori di rischio per i derivati OTC non soggetti a compensazione, l'esplicitazione del modello di calcolo⁽¹³⁾.

¹¹ Spesso in nome di un inesistente o frainteso divieto sovrimposto dalla legislazione unionista. Si qui permesso rinviare al mio *Gli scenari probabilistici fra contrasti e non-contrastivi normativi*, in *Giurimetrica*, 2/2016, 3.

¹² Capostipite dell'orientamento è la notissima App. Milano 18 settembre 2013, in *dirittobancario.it*, che tuttavia, in concreto, ha annoverato poi epigoni estremi, che hanno esasperato l'impiego del rimedio anche nei casi in cui la metodologia di calcolo del *fair value* potesse ritenersi pressoché scontata in ragione della semplicità dello strumento (come accade nell'*interest rate swap* c.d. *plain vanilla*).

¹³ In particolare, l'art. 11 cit. impone alle controparti finanziarie e alle controparti non finanziarie, che abbiano posizioni aperte oltre determinate soglie dimensionali, la quotidiana utilizzazione della valutazione a prezzi correnti di mercato per determinare il valore dei derivati in essere, specificando che là dove le condizioni di

In parallelo a questo sforzo giurisprudenziale e a questo susseguente cenno di presa di coscienza normativa, l'Organo di sorveglianza, sette anni dopo il varo di Mifid1, con la comunicazione n. 97996 del 24 dicembre 2014, si fa scrupolo di raccomandare agli intermediari di astenersi dal vendere prodotti complessi al pubblico retail e, se proprio lo vogliono, di farlo con alcuni accorgimenti fra i quali la scelta di una *policy* motivata, uno specifico *disclaimer* e la costruzione di uno speciale meccanismo di trasparenza.

Inizia qui una parabola discendente, una sorta di resa a fronte della reiterata difficoltà di pervenire ad un autentico ed efficace presidio di trasparenza, l'avvio verso quella soluzione da più parti ritenuta neppure troppo indecorosa: la sostanziale proibizione dell'investimento complesso al risparmiatore semplice. Ancora una volta, un'attuazione incompleta, e per certi versi rinunciataria, del principio costituzionale di tutela del risparmio "in tutte le sue forme". Una tutela che non è tutela bensì divieto e che si alimenta ad un'equazione assiomatica e falsamente intuitiva – prodotto complesso = prodotto rischioso – sconfessabile e sconfessata dalle evidenze pratiche le quali hanno tristemente dimostrato come anche un titolo semplice, quale un'obbligazione, possa rivelarsi gravido di rischio. Tuttavia, al di là del tono in apparenza *tranchant* della raccomandazione, la stessa finisce con il condividere il principio poc'anzi espresso. Fra i vari presidi posti alla, pur sconsigliata, vendita dei prodotti complessi si richiede che la stessa sia accompagnata dalla "*evidenziazione separata di ogni costo, anche implicito (mark-up), del prodotto e del suo fair value*", precisando che "*le metodologie applicate per la determinazione delle richiamate informazioni saranno coerenti con i criteri ed i modelli impiegati dagli intermediari a "fini interni" per la valutazione dei prodotti finanziari nel portafoglio di proprietà, per la redazione del bilancio o per finalità di gestione del rischio, nonché per le analisi eventualmente compiute in fase di costruzione della gamma dei prodotti da emettere od offrire alla clientela*".

Sia pur con immenso travaglio, con l'impiego di affermazioni più o meno esplicite e all'insegna di ricorrenti contraddizioni e ripensamenti, la tutela del risparmio raggiunge una maturazione che dovrebbe condurla alla svolta decisiva: la presa d'atto cioè che

mercato impediscano la valutazione (n.b.: a *prezzi correnti*), si debba ricorrere ad un modello prudentiale e affidabile, mentre l'art. 16 Reg. 149 reputa impossibile la valutazione, sempre a prezzi correnti, quando il mercato è inattivo (e tale è, per il comma terzo dello stesso articolo, il mercato OTC in cui "*le quotazioni non sono disponibili facilmente e sistematicamente e le quotazioni disponibili non sono riconducibili a operazioni effettuate realmente e regolarmente sul mercato alle normali condizioni ivi vigenti*") o nel caso in cui la gamma delle stime ragionevoli del fair value è ampia e le probabilità delle diverse stime non possono essere valutate ragionevolmente. Il ricorrere di tali circostanze impone ai destinatari l'uso del sopradetto modello di stima prudentiale e affidabile, il quale, a norma dell'art. 17 Reg. 149, è considerato tale solo se contempra tutti i fattori di calcolo utili, sia conforme a metodologie di stima accettate, sia calibrato e testato, convalidato da un servizio terzo rispetto a quello commerciale nonché formalizzato dall'organo apicale o da un suo delegato e aggiornato almeno annualmente.

l'unico modo per rendere l'investitore capace di assumere consapevoli scelte di investimento transita necessariamente attraverso la rivelazione, in forma chiara e semplificata, di quelle stesse valutazioni, di quegli stessi calcoli e di quegli stessi scenari che l'intermediario impiega nella costruzione del prodotto finanziario.

E' questa condivisione, piena e trasparente, la sola atta a garantire un effettivo riequilibrio dei bagagli conoscitivi, la sola idonea a cancellare quell'asimmetria informativa che inquina *ab origine* il rapporto fra intermediario e investitore e a preservare la sacrosanta ricerca di protezione da una deriva protezionistica o, peggio, ideologica. La sola, infine, che attui quell'ulteriore comandamento contenuto nell'art. 21 TUF e che spesso, troppo spesso, viene sacrificato, o impiegato solo come tinta di sfondo non disgiunta da una certa retorica: l'integrità dei mercati. Tale obiettivo – senza potersi spingere all'estremo, normativamente smentito, di riqualificare l'attività bancaria quale servizio pubblico e non già quale esercizio di impresa – costituisce, a ben vedere, un preciso cardine per la piena attuazione del programma costituzionale, perché sposta il baricentro della tutela dall'interesse individuale a quello collettivo, imponendo agli operatori di vedere al di là della contingenza e di proteggere, nel *comune* interesse, la sicurezza del mercato. Un mercato integro è un mercato dove non esistono attori che dispongono di informazioni differenziate (lo stesso principio, d'altronde, che informa il divieto di *insider trading*), un mercato integro è un mercato che genera stabilità, affidabilità, fiducia. Se suona, come suona, innaturale chiedere all'intermediario di rendersi “tutore del cliente”, riesce invece del tutto coerente pretendere che l'intermediario faccia proprio l'obbligo di agire in modo responsabile dove la responsabilità si traduce nella piena condivisione dell'informazione di cui dispone.

Ed è propriamente in questa direzione che si proietterebbe la nuova regolamentazione debuttante nel gennaio 2018: la riformata disciplina Mifid e le neonate regole tecniche dei cc.dd. Priip, che ci portano all'ultima origine del nostro ideale grafico comparativo fra Costituzione e norme settoriali.

6. Il nuovo impianto normativo fra governo del prodotto e pseudo-restaurazione degli scenari probabilistici: Mifid2 e PRIIP

L'impianto Mifid, pur non sfuggendo a meritati biasimi per la farraginosità e la bulimia del suo mastodontico e sovrabbondante disposto, introduce tuttavia una significativa variante nel processo di commercializzazione del prodotto finanziario: quella che in gergo viene ormai chiamata *product governance*.

Il nuovo Reg. Intermediari ⁽¹⁴⁾ impone un complesso processo di pre-valutazione del prodotto tanto agli intermediari che lo fabbricheranno quanto, ove diversi, a quelli che lo distribuiranno. In sintesi veramente estrema, il produttore dovrà, per ciascun prodotto, identificare il potenziale mercato di riferimento e la tipologia di cliente compatibile col prodotto stesso, scongiurare conflitti di interesse originanti da modelli di *business* redditizi per l'intermediario ma svantaggiosi per il cliente, valutare prima del lancio del prodotto se questo possa attentare all'integrità dei mercati, riesaminare periodicamente i prodotti alla luce del loro impatto concreto (in particolare in presenza del superamento di predefinite soglie di rischio), condividere gli esiti di tali valutazioni con gli intermediari distributori. Questi ultimi dovranno, a loro volta, sottoporre a vaglio critico le informazioni ricevute, interloquire con i produttori in caso di riscontrate anomalie o imprecisioni e, se del caso, sopperire alle eventuali carenze dei primi.

Un impianto indubbiamente complesso, apprezzabile per l'importanza che aggiunge alla meditata prognosi degli effetti del prodotto (quindi teso a dissuadere pratiche di "precipitazione commerciale"), per l'esplicita reiterazione del divieto di "vendita a pioggia", per il rafforzato richiamo al principio di salvaguardia dell'integrità dei mercati e, non da ultimo, per il "controllo incrociato" imposto alla catena commerciale che mira ad evitare il palleggio di responsabilità (il ricordo qui va all'epoca in cui i distributori protestavano la loro estraneità ad eventuali errori o lacune dei prospetti d'offerta).

Tuttavia, a questo stadio, la tutela del risparmio rimane confinata ad un livello ancora interno, pur sempre affidato allo scrupolo del singolo intermediario e la cui violazione comporterà conseguenze soltanto postume, leggasi – nuovamente – giudiziarie (salvo poi stabilire quale sia la ricaduta di quella violazione, se limitata ad un ambito sanzionatorio ovvero se incidente sulla validità stessa del negozio di investimento: tema ancora tutto da esplorare). Qui, nuovamente, si impongono obblighi preparatori, qui, ancora, il cliente resta passivo oggetto di tutela preventiva e, come tale, impossibilitato a sindacarla. Ogni prognosi sarebbe precoce, ma forse non è azzardato supporre che la trasparenza informativa non sarà raggiunta attraverso il semplice riordino della fase di industrializzazione del prodotto.

Diverso potrebbe essere l'effetto spiegato dalla disciplina Priip ⁽¹⁵⁾. Il condizionale

¹⁴ Artt. 59-bis, 59-ter, 59-ter.1, 59-ter.2, 59-ter.3, 59-ter.4, 59-ter.5, 59-ter.6, 59-ter.7, 59-quater, 59-quater.1, 59-quater.2, 59-quater.3, 59-quater.4, 59-quater.5, 59-quater.6 della versione nella bozza sin qui resa disponibile.

¹⁵ Regolamento del Parlamento Europeo n. 1286/2014 del 26 novembre 2014, *alias* regolamento PRIIP (acronimo di *Packaged Retail Investment and Insurance-Based*) e regolamento delegato della Commissione UE n.

qui è forse improprio perché il giudizio è, già sulla carta, tendente al negativo.

L'impianto regolamentare unionista si propone di conferire una definitiva trasparenza a prodotti complessi (quali OIC, derivati, polizze unit-linked, depositi strutturati, obbligazioni convertibili), il cui rendimento è correlato alle fluttuazioni di valore di un'entità sottostante che l'investitore non detiene, dunque prodotti di cui sia più arduo cogliere il vero grado di rischio. La novità risiede in una formula già sperimentata per gli OIC ma affinata (o deteriorata) attraverso una diversa concezione.

La vendita del prodotto dovrà accompagnarsi, oltre che alla documentazione già prescritta (prospetti, note di sintesi, note informative), al rilascio di uno specifico cartiglio (composto di tre pagine al massimo), denominato KID (*Key Information Document*), dove dovranno trovar posto, in modo chiaro e semplificato, le informazioni essenziali del prodotto, il suo grado di rischiosità, i suoi costi e soprattutto il suo possibile rendimento. A quest'ultimo riguardo, il KID dovrà riassumere in una tabellina, lungo tre archi temporali di detenzione del prodotto e secondo quattro diversi scenari (favorevole, sfavorevole, moderato e di stress), il possibile risultato dell'investimento.

D'acchito si penserebbe alla definitiva resurrezione e alla solida restaurazione degli scenari probabilistici, ma sarebbe pura illusione. La tabella disegna quattro scenari su tre archi temporali producendo così dodici cifre assolute senza esplicitare il livello di probabilità di accadimento di ciascuno di essi. Inoltre le misurazioni avvengono attraverso formule matematiche radicate su dati storici, cioè sui rendimenti passati ⁽¹⁶⁾, non già sui (pur multiformi) metodi di stima probabilistica che invece connotano la fase di industrializzazione del prodotto (e che, detto per inciso, non appaiono, se non fuggevolmente e insufficientemente, richiamati nelle regole di *product governance* dianzi menzionate). Si crea così un rischio di sensibile scollamento fra quella che è la stima del rendimento calcolata dall'intermediario e la stima, irrazionale e irrealistica, che quello stesso intermediario è oggi obbligato a trasferire al cliente. Nel migliore dei casi, il cliente rifuggirà dall'investimento (ma è questo l'obiettivo di una reale tutela del risparmio, dissuadere l'acquisto attraverso il "terrorismo informativo"? ⁽¹⁷⁾), nel peggiore il cliente

653/2017 dell'8 marzo 2017, quest'ultimo correntemente noto con RTS (acronimo di *Regulatory Technical Standards*).

¹⁶ Verso i quali altrove l'ordinamento manifesta invece una radicale sfiducia là dove (v. da ultimo art. 44 reg. 565/2017) impone agli intermediari che ne facciano uso promozionale (cioè *volontario*) di allertare il cliente che il rendimento passato non è un utile indicatore sì stima di quello futuro, mentre gli RTS li impiegano come strumento di misurazione di quest'ultimo e li convertono in un *obbligo* informativo.

¹⁷ Si consideri che lo scenario di stress restituisce, per definizione, un valore assoluto fortemente negativo, rappresentando l'esito dell'investimento in condizioni di mercato estreme: tuttavia, senza la contestuale evidenza

comprerà lo stesso e, se guadagnerà, si guarderà bene dal censurare un meccanico imperfetto, se perderà, non esiterà ad invocare un'informazione incompleta e fuorviante, mentre l'intermediario legittimamente protesterà di aver scrupolosamente applicato le salvifiche norme PRIIP. Una contrapposizione eguale e contraria, in logica un aporema, in gergo scacchistico uno "scacco perpetuo"⁽¹⁸⁾, ma poiché il diritto della finanza non è un gioco (cheché qualcuno ancora ne abbia a dire) e men che mai un gioco in cui sia ammessa la parità, spetterà nuovamente al giudice decretare la vittoria. E, nel caso specifico, la sentenza sarà ben più che ardua da concepire, prima ancora che da scrivere.

7. Il difficoltoso bilancio di chiusura e una delle possibili vie di miglioramento: verso un impiego esteso della consulenza indipendente

Il bilancio, che possiamo trarre dal grafico giuridico che ci ha sin qui accompagnato, non può certo dirsi in attivo. Neppure però sarebbe equa una declaratoria di fallimento. Il profano che, in esordio, abbiamo chiamato a testimone del confronto fra l'esigua misura delle prime norme e l'elefantiasi di quelle attuali, avrebbe azzeccato la risposta esatta scegliendo la parola "difficoltà".

La storia facile di questo problema difficile dimostra, nonostante ogni contraria apparente evidenza, che la tutela del risparmio non si attua né con la messe di norme, né con la profusione di informazioni, né con dati semplificati ma fuorvianti (forse si potrebbe ottenere, sia pur non ad ottimali livelli, con informazioni di condivisione dei modelli di stima, ma alla politica legislativa tutto ciò sembra non piacere fino in fondo). Neppure quella tutela può consegnarsi all'autodeterminazione *contra se* dell'intermediario

del livello di probabilità connesso all'accadimento di quello scenario, senza sapere cioè se quell'eventualità possa concretarsi, ad esempio, in un caso su dieci piuttosto che in uno su mille, l'investitore non potrà che allontanarsi dall'investimento. Per un'interessante simulazione della carica fuorviante dello scenario di performance introdotto dal Reg. PRIIP e dagli RTS, v. R. Castellarin e P. Valentini, *Prospetto light (e senza segreti)*, in *MF-Milano Finanza*, 25.11.2017, p. 19: la tabella di simulazione indica, nell'incrocio dei 4 scenari con le 3 ipotesi temporali di detenzione, 12 valori assoluti, di cui 10 negativi (con escursioni percentuali, rispetto all'investimento iniziale, dall'1,21% sino al 61,49%) e 2 positivi (con guadagni fra il 5,70% e lo 0,58%). Senza la precisazione del livello di probabilità insito in ciascun scenario, l'investitore, con un calcolo necessariamente rozzo e certamente divergente da quello operato dall'intermediario in sede di fabbricazione del prodotto, giungerà alla parimenti errata conclusione per cui, su 12 casi, potrà perdere molto o moltissimo in 10 e guadagnare poco o pochissimo in 2. Escludendo patologie finanziariamente suicide, l'investitore rifiuterà il prodotto, che magari potrebbe rivelarsi interessante solo se rappresentato secondo gli stessi scenari probabilistici impiegati dall'intermediario in luogo della prospettazione, meccanicistica e tecnicamente erronea perché basata su serie storiche invece che su modelli di finanza quantitativa, imposta dalla disciplina PRIIP.

¹⁸ "Per coloro che sul finir della partita hanno giuoco inferiore per minor numero di forze, c'è uno scappavia che si può usar non di rado ottenendo una patta, e dicesi scacco perpetuo, perché trattasi di ripetere sempre le medesime offese al Re dell'avversario, senza che questi abbia il modo d'impedirle o di ripararle" (L. Milani, *Il giuoco degli scacchi*, Milano, 1935, XIII, 56).

né contare sulla chimerica erudizione del cliente o sul contenimento della naturale *aviditas* di entrambi.

Nondimeno, l'odierno apparato normativo possiede alcune potenziali soluzioni: una di queste è la consulenza indipendente, cui la nuova disciplina dedica un ampio spazio ben superiore a quello della prima riforma Mifid ⁽¹⁹⁾, sintomo evidente del bisogno di superare quelle contraddizioni intrinseche al collocamento di prodotti finanziari, fra le quali la normativa tenta di trovar compromessi senza riuscirvi ormai da più di quarant'anni.

La consulenza indipendente non soffre del limite tipico (e comprensibile) di ogni venditore in proprio: non è costretta a vendere i suoi prodotti semplicemente perché non ne produce. Non deve consigliare ciò che essa non fabbrica ma semplicemente osserva. Apre la visuale dell'investitore su tutto ciò che offre il mercato, riesce ad apprezzarlo spassionatamente perché non è dal piazzamento di questo o quell'articolo che essa trae profitto, bensì dal risultato complessivo che essa può procurare all'investitore. Soprattutto essa dispone degli strumenti tecnici e delle competenze professionali indispensabili per supplire a quella che fu, è e sempre sarà la cronica (e altrettanto comprensibile) difficoltà dell'investitore di penetrare i segreti della finanza e delle sue esoteriche formule. La consulenza indipendente sa discernere e svelare la qualità delle informazioni disponibili sul mercato, sa anche svolgere un ruolo di "sorveglianza" del reale livello di competitività fra intermediari. Essa ha un solo "difetto": costa. Ma si tratta di un costo incomparabilmente inferiore al danno che l'ingorda corsa in proprio del cliente verso il profitto facile e il concorrente, tifoso incitamento del singolo intermediario possono provocare.

Né si creda che la consulenza indipendente sia un servizio in concreto accessibile solo ai grandi patrimoni, posto che il modello remunerativo oggi prevalente si ispira ad un costo fisso relativamente basso e ad una remunerazione basata sulla performance degli investimenti che il cliente abbia ritenuto di porre in essere a seguito del consiglio ricevuto. L'impiego della consulenza non va neppure estremizzato, perché il piccolo o piccolissimo risparmiatore che voglia investire in Btp, obbligazioni ordinarie di banche solide o fondi monetari più che prudenti potrà farlo senza bisogno di consiglieri. Tuttavia, quando si tratti di scelte più azzardate, l'ausilio dell'esperto indipendente può riuscire risolutivo.

A questo scopo, non servono più leggi. Serve invece un deciso cambio di passo,

¹⁹ Artt. da 59-quinquies a 59-novies della bozza del Reg. Intermediari nella versione disponibile.

una radicale evoluzione culturale che induca la clientela a capire – con ogni più debito rispetto di *wedding planner*, dietologi e *personal trainer* – che non solo può esser utile rivolgersi ad uno specialista per organizzare uno spettacolare matrimonio, per correggere l'alimentazione o migliorare il tono muscolare, ma che è invece indispensabile avvalersi di uno “specialista senza padroni” nel momento in cui si decida d'investire i risparmi di una vita in ciò che non si riesce a comprendere. Cambio di passo ed evoluzione che dovrebbero convincere anche gli intermediari dell'opportunità di stimolare il ricorso a questo strumento di valutazione professionale e imparziale: la consulenza indipendente alleggerisce i costi dell'intermediario, migliora la sua competitività (il crescente ricorso ai mediatori creditizi nella ricerca del miglior mutuo casa lo sta dimostrando), semplifica i suoi oneri informativi, innalza il suo profilo reputazionale, minimizza il rischio di contenzioso.

Tutto volevano i costituenti quando scrissero l'art. 47 della carta fondamentale. Tutto tranne che affidare la protezione del risparmio soltanto al giudizio postumo. Tutto tranne che consegnare ai posteri, anzi – e come sempre – solo ai Giudici, una sentenza sempre più ardua.