



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

Dottorato in Studi Giuridici

Comparati ed Europei

Corso di Dottorato in Studi Giuridici Comparati ed Europei

XXXIII ciclo

Tesi di Dottorato

Product governance e rimedi
nel diritto dei mercati finanziari

Relatore

Prof. Filippo Sartori

Dottorando

Francesco Petrosino

anno accademico 2019/2020



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

Dottorato in Studi Giuridici

Comparati ed Europei

candidato: Francesco Petrosino

Product governance e rimedi
nel diritto dei mercati finanziari

Relatore: Prof. Filippo Sartori

Anno Accademico 2019/2020

Diritto privato, privato comparato e commerciale

XXXIII ciclo

Un sentito ringraziamento va al mio maestro, Professor Filippo Sartori, che mi ha guidato in questo percorso e mi ha insegnato il rispetto e la passione verso la ricerca scientifica.

Al dottor Ugo Malvagna, per le numerose occasioni di confronto e le preziose indicazioni fornitemi lungo tutto il corso del presente lavoro.

Al Professor Danny Busch e al gruppo di ricerca del Financial Law Institute della Radboud University di Nijmegen, che mi hanno accolto con affetto e con cui ho condiviso parte dei miei studi dottorali.

Al Max Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht di Amburgo, riferimento imprescindibile per la comunità internazionale di studiosi di cui ho avuto il piacere e l'onore di fare parte.

*Alla mia famiglia,
a Filomena.*

INDICE

	Pag.
ABSTRACT	1
PREMESSE.....	3

CAPITOLO PRIMO

PRODUCT GOVERNANCE:

UNA DEFINIZIONE TRA CONTRATTO, IMPRESA E MERCATO

1. Campo d'indagine: oggetto, contenuti, obiettivi	13
2. Definire la <i>product governance</i> : un approccio preventivo alla tutela dell'investitore.....	14
2.1. (<i>segue</i>) <i>Product governance</i> , tra regola di condotta e regola di organizzazione. Una premessa definitoria.....	19
3. Le fonti del governo del prodotto, tra diritto derivato e <i>soft law</i> europei	22
3.1. Anticipazioni della <i>product governance</i> nei singoli stati membri	25
4. Le origini del fenomeno: l'esperienza dell'ordinamento inglese.....	31
4.1. La <i>Treating Customer Fairly Initiative</i> . Una prima emersione del governo del prodotto	33
4.1.2. (<i>segue</i>) <i>Product governance</i> : definizione e contenuti	36
5. Governo del prodotto e tecniche di regolazione, nell'alveo del "diritto privato regolatorio". Una premessa.....	39
5.1. <i>Product governance</i> e <i>conduct regulation</i>	46
5.2. <i>Product governance</i> , da " <i>self-regulation</i> " a " <i>meta-regulation</i> "	47
5.2.1. (<i>segue</i>) Governo del prodotto e <i>meta-regulation</i> : un riscontro concreto	51

CAPITOLO SECONDO

IL FUNZIONAMENTO DELLA *PRODUCT GOVERNANCE* TRA DIRITTO DERIVATO EUROPEO E FONTI DI *SOFT LAW*

1. <i>Manufacturer, distributor</i> , organo di gestione: definizione e funzioni, tra attività e contratto d'impresa.....	55
2. Processo di approvazione dello strumento finanziario e individuazione del <i>target market</i> positivo: struttura d'impresa, centralità del prodotto e protezione dell'investitore.....	59
2.1. <i>Target market</i> negativo e <i>grey area</i>	63
2.1.1. <i>Manufacturer</i> e <i>target market</i> potenziale.....	64
2.1.2. <i>Distributor</i> e <i>target market</i> attuale.....	68
3. L'estensione degli obblighi di <i>product governance: self-placement</i> e <i>manufacturers</i> non soggetti alla disciplina MiFID II.....	71
4. Riesame del prodotto ed eventuale ridefinizione del mercato di riferimento	74
5. Il rapporto tra <i>product governance</i> e regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento.....	76

CAPITOLO TERZO

LA *PRODUCT GOVERNANCE* NELLA TEORIA DEI CONTRATTI D'IMPRESA

1. Una premessa sul rapporto tra attività finanziaria e contratto.....	85
1.1. (<i>segue</i>) L'approccio metodologico nella conduzione della ricerca: la teoria dei contratti d'impresa.....	91
2. Il rapporto tra <i>product governance</i> e art. 21 T.u.f. tra regola di organizzazione e regola di condotta	97

2.1. La relazione con il governo societario	98
2.2. (segue) La relazione con il sistema dei controlli interni	106
2.3. <i>Product governance</i> quale regola contrattuale	111
3. Un esempio di metaregolazione dalla portata unificatrice: gli effetti conformativi sul contratto e sul rapporto della <i>product governance</i>	113
4. La centralità dell'investitore in rapporto alla qualità del servizio nel governo del prodotto e il suo impatto sul mercato dei capitali	119
5. Le funzioni di <i>manufacturer</i> e <i>distributor</i> : le premesse per un discorso sulle soluzioni rimediali.....	127

CAPITOLO QUARTO

GOVERNO DEL PRODOTTO E *PRIVATE ENFORCEMENT*.

LE RISPOSTE RIMEDIALI

ALLA VIOLAZIONE DI UNA REGOLA D'IMPRESA

1. Il plesso dei rimedi nel diritto dei mercati finanziari: un primo inquadramento di ordine generale in un sistema di regolazione misto	133
1.1. (segue) <i>Product intervention</i> quale (unica) espressione di <i>enforcement</i> di natura pubblicistica.....	138
1.2. (segue) Premessa funzionalistica sulle categorie del rimedio eleggibile: le ragioni di una scelta nel contesto europeo dei rimedi non armonizzati	142
1.3. (segue) Premessa sulla soluzione rimediale e particolarità della regola di condotta	150

SEZIONE I

2. Coincidenza tra <i>manufacturer</i> e <i>distributor</i> : brevi note sul ruolo della <i>product governance</i> nel panorama obblighi di comportamento, tra regole di validità e di responsabilità.....	153
--	-----

2.1. Presupposti giuridici e di fatto sulla violazione della <i>product governance</i> : un'anticipazione sulla scelta rimediale demolitoria	156
3. Introduzione al giudizio di meritevolezza in rapporto ad un obbligo di condotta (d'impresa). Un'analisi tra causa concreta e disciplina settoriale	159
3.1. Divergenza fra “programmato” e “distribuito”, mancanza della causa concreta e nullità del prodotto finanziario.....	172
3.2. (<i>segue</i>) Il rapporto tra governo del prodotto e adeguatezza nell'ipotesi di coincidenza tra produttore e distributore.....	177
4. Rimedio invalidante, disciplina settoriale e vicinanza della prova	181
4.1. (<i>segue</i>) La nullità da violazione di regole accessorie a quelle di comportamento in rapporto all'art. 23 co. 6 T.u.f.....	184
4.2. Contratto inadeguato e contratto immeritevole: concorrenza tra rimedi e profili problematici della soluzione risarcitoria nelle controversie di natura finanziaria	188

SEZIONE II

5. Dissociazione tra produttore e distributore: premessa di fatto e articolazioni rimediali. Precisazioni.....	193
5.1. Responsabilità contrattuale del produttore e teoria degli obblighi di protezione	196
5.2. (<i>segue</i>) Concorrenza del risarcimento del danno contrattuale rivolto al distributore con la nullità rivolta al produttore.....	201

SEZIONE III

6. Una premessa sulle tutele processuali: rimedi e tecniche rimediali (collettive). Stato attuale e prospettive potenziali	203
7. Gli snodi interpretativi problematici dell'azione risarcitoria collettiva derivanti dal confronto con il governo del prodotto: omogeneità dei diritti individuali.....	208

7.1. (<i>segue</i>) La versione restitutoria dell'azione di classe e il rapporto con la domanda di accertamento incidentale della nullità del contratto	212
8. Il rapporto tra la nuova inibitoria di classe e l'attività d'impresa finanziaria	215
Conclusioni, criticità ancora aperte e spunti di riforma	221
BIBLIOGRAFIA.....	227
SITOGRAFIA	275

ABSTRACT

Il lavoro approfondisce lo studio della *product governance*, regola introdotta nel diritto dei mercati finanziari per mezzo della Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II) e della normativa delegata di origine europea.

La ricerca prende spunto da un dato problematico, che si concentra sull'evidente disarmonia che investe il governo del prodotto e che lo riguarda con riferimento ad un assetto asimmetrico relativo al proprio grado di *enforcement*, attualmente sbilanciato verso un'esclusiva risposta di stampo pubblicistico.

L'obiettivo è di condurre un approfondimento volto allo sviluppo di un congruo presidio rimediabile di natura privatistica, rispondente ai criteri di effettività ed efficienza e che consenta all'investitore deluso di godere di un adeguato spettro di tutela a fronte dell'inadempimento del precetto da parte dell'intermediario.

I presupposti metodologici si attestano, innanzitutto, lungo la teoria dei contratti d'impresa, che consente di apprezzare la regola nella sua duplice natura di obbligo organizzativo e di condotta. In termini di reazione dell'ordinamento ad un'applicazione assente o deficitaria della *governance*, invece, la teoria dei rimedi offre la possibilità di individuare la soluzione più acconcia a seguito della violazione di tale *rule*.

Sulla base di simili premesse teoriche, l'indagine si spinge ad identificare dapprima il termine rimediabile demolitorio, modulato attraverso lo stretto legame tra il criterio di meritevolezza e la causa nella sua accezione concreta e, successivamente, l'area della responsabilità contrattuale, declinata in aderenza alla particolare conformazione del governo rispetto a produttore emittente e distributore. Una prospettiva, quella dei rimedi, che non dimentica di affrontare il tema della coercibilità anche attraverso la visuale delle tecniche processuali, che si traducono nelle forme delle azioni risarcitoria, restitutoria e inibitoria collettive.

PREMESSE

Il diritto finanziario ha conosciuto nel corso dell'ultimo trentennio una serie di riforme che ne hanno profondamente mutato il volto e che hanno più volte rimodellato il quadro normativo di riferimento. Con l'avvento della Direttiva 2014/65/Eu (c.d. MiFID II), del Regolamento 600/2014 (c.d. MiFIR) e della normativa delegata, il circuito degli obblighi di condotta e di organizzazione si è arricchito di una regola che ha puntellato il panorama della legislazione di settore, con particolare riferimento al rapporto tra intermediari e clienti. Sospinta dal legislatore europeo e infine adottata da quello interno, la *product governance* si innesta nel complesso scenario realizzato dalla normativa finanziaria, attraverso un particolare atteggiarsi, nettamente distinguibile rispetto all'operatività delle regole che si assestano lungo il lato del rapporto tra impresa e investitore. Per un verso, infatti, essa richiede che l'operatore professionale debba dotarsi di assetti amministrativi, organizzativi e contabili adeguati, ciò sostanziandosi in una decisione di origine apicale che, nell'alveo dell'attività svolta dall'intermediario finanziario, conduca alla predisposizione e successiva distribuzione del prodotto (finanziario). Per l'altro che, in virtù dell'elevata procedimentalizzazione interna al soggetto autorizzato che il governo del prodotto richiede, lo strumento, frutto di una precisa elaborazione, risulti coerente con il mercato di riferimento prescelto nonché, e soprattutto, con il prestabilito profilo di clientela cui è destinato.

Si è di fronte ad una regola che, nell'incoraggiare l'investimento a lungo termine nel mercato dei capitali, mettendo al riparo gli investitori da abusi o errori decisionali, si pone su direttrici differenti rispetto alle precedenti scelte di *policy* regolatoria¹. Al contrario di quelle che tradizionalmente hanno ispirato il comportamento degli operatori professionali, rinsalda fortemente il rapporto tra gli organi di vertice dell'impresa e il momento contrattuale, tra il lato dell'attività e quello dell'atto, quest'ultimo inteso in un'accezione del tutto peculiare, quella di prodotto, per di più finanziario. In sostanza, la cifra distintiva si addensa propriamente in un simile passaggio, che la *product governance* pare riassumere con la sua specifica attitudine di punto di raccordo tra lato

¹ A. PERRONE, *Considerazioni in materia di product governance*, in www.dirittobancario.it, Editoriale, 30 settembre 2019, 1.

dell'organizzazione e del contratto: strumento connettivo tra il grado decisionale interno e i principi che innervano quello contrattuale e che coinvolgono sia il produttore, principale protagonista della fase di *design* e di sviluppo del prodotto, sia il distributore che, vieppiù, dovrà valutarne la rispondenza alle esigenze della clientela in termini ancor più concreti, in virtù della prossimità all'*audience* degli investitori.

Simili aspetti, uniti a quelli che il dato positivo fornisce e che ulteriormente la distinguono all'interno del novero delle *rules* del diritto finanziario – basti pensare al processo di approvazione dello strumento, al periodico attivarsi della revisione, all'attività di *product testing*, nonché agli obblighi d'informazione passiva e al flusso informativo tra produttore e distributore –, la pongono necessariamente su un piano d'analisi differente. La tecnica legislativa, che di fatto l'ha descritta come espressione anfibia, anello di congiunzione tra due plessi distinti ma necessariamente collegati, ci conduce verso un più lato approfondimento che si avvicina così alla domanda di ricerca che ha ispirato il presente lavoro e da cui si dipanano i sostegni teorici che lo innervano.

Si intende cioè comprendere se il governo del prodotto possa considerarsi, sulla scorta delle premesse di ordine fenomenologico e dogmatico che lo ispirano, una regola autonoma e autosufficiente nella galassia delle *rules* e degli *standards* che costituiscono il substrato normativo non solo del diritto finanziario in senso stretto, ma che rappresentano la cifra caratteristica del diritto dell'economia. Ad esser chiari, il quesito è se lo stesso possa godere di un proprio perimetro d'azione, in fondo, se quando non viene adeguatamente apprestato e cioè sussistano delle falle nel processo di approvazione e delle conseguenti incongruità nelle procedure interne che poi riversano i propri effetti sul versante del contratto, esso possa essere sanzionato. Con il presente lavoro, in sintesi, si vuole capire se le prescrizioni che danno sostanza alla *product governance* e che si raggruppano in seno all'organizzazione dell'imprenditore, una volta inadempite, possano ripercuotersi sull'atto rappresentativo dell'oggetto sociale e se, infine, consentano al risparmiatore insoddisfatto di renderle coercibili in virtù di una condotta anti-giuridica posta in essere dall'intermediario. Per poter soddisfare i quesiti relativi alla sufficienza operativa e alla conseguente sanzionabilità della *product governance*, il paradigma di riferimento si è riscontrato nel nucleo dogmatico rappresentato dalla teoria dei rimedi, così che l'effettività della regola non può che misurarsi in virtù dell'effettività

del rimedio prescelto². Il rapporto tra *governance* e risposte rimediali va considerato anche alla stregua di un criterio efficientistico che conformi il comportamento dei soggetti autorizzati nel rafforzare le garanzie di funzionamento interno «per servire al meglio l'interesse dei clienti» e preservare «l'integrità dei mercati» e che consenta all'investitore di beneficiare di un *favor* di tutela sostanziale e processuale. Dunque, il quadro delle tutele nel quale, per via del fervido dialogo con il diritto comune, trova spazio la soluzione demolitoria, non oblitera il fatto che la peculiare impostazione del governo – che si snoda tra produttore e distributore e tra i rispettivi regimi – e la normativa di settore non possano escludere la sussistenza della risposta risarcitoria. Il sentiero dei rimedi pare dunque tracciato e, in più, si estende fino ad assorbire le tecniche processuali di tutela, che si manifestano anche nella loro dimensione “di classe”, talché si disponga di una reazione di livello sistemico, financo più efficiente di quella individuale.

Si è detto di principiare dalla domanda di ricerca che, infine, non ha fatto altro che riversare la propria vigoria contenutistica nel legame reciproco con il polo dei rimedi e, peraltro, non a caso. Cercare una contromisura sufficiente al *deficit* di tutela che tuttora la *governance* conosce diventa compito necessario, alla luce di un'area di protezione affidata esclusivamente al *public enforcement* della *product intervention*. Un simile disequilibrio, a tutto favore del lato pubblicistico, va riconsiderato, soprattutto per via di una regola che, in forza di rinnovati presupposti teorici, non può soffrire di una tale

² Il significato profondo del principio di effettività è stato precisamente colto da Cass., 17 settembre 2013, n. 21255, in *Eur. dir. priv.*, 2013, IV, 1097, con nota di A. DI MAJO, allorquando precisa che esso consiste, apprezzato quale “regola-cardine” dell'ordinamento costituzionale, nel «[...] diritto ad un rimedio adeguato al soddisfacimento di un bisogno di tutela, di quella specifica, unica, talvolta irripetibile situazione sostanziale di interesse giuridicamente tutelato». Il principio dell'effettività del rimedio, della tutela, di rimedio effettivo, va inteso, nel senso che ispira la presente ricerca, non solo nell'accezione processuale della garanzia ad una possibilità di agire in sede giurisdizionale, scevra da ogni anomalia e preclusione – sfumatura, questa, che assorbe il suo significato dalla prossimità al diritto al giusto processo e per cui si rinvia alle pagine di A. PROTO PISANI, *Appunti preliminari sui rapporti tra diritto sostanziale e diritto processuale*, in *La tutela giurisdizionale dei diritti*, Napoli, 2003, 1 ss.; N. TROCKER, *Dal giusto processo all'effettività dei rimedi: l' “azione” nell'elaborazione della Corte europea dei diritti dell'uomo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2007, IV, 439 –, ma che ricopra di centralità la tutela della posizione sostanziale sottostante che, dunque, deve essere adeguatamente protetta. Un significato ben colto dalle pagine di F. VETTORI, *Controllo giudiziale del contratto ed effettività delle tutele. Una premessa*, in *Le Nuove legg. civ. comm.*, 2015, I, 157-158; ID., *La giurisprudenza come fonte del diritto privato*, in *Persona e mercato*, 2016, IV, 150. Fondamentale, nelle pieghe dei ragionamenti che si effettueranno, sarà instaurare perciò un saldo legame tra il fatto, e conseguentemente l'interesse che sottostà alla richiesta di tutela, e l'intervento in termini rimediali che assumerà portata selettiva delle situazioni di fatto potenzialmente suscettibili di un intervento rimediale. In questo senso si vedano P. PIOVANI, *Effettività (principio di)*, in *Enc. dir.*, XIV, Milano, 1965, 430; G. GIAVAZZI, *Effettività (principio di)*, in *Enc. giur.*, XII, Roma, 1989, 4. Per una lettura critica ed estensiva delle posizioni giuridiche sostanziali che il principio investe in concomitanza ad un ampliamento al ruolo dell'organo giudicante, conta ricordare il contributo di M. LIBERTINI, *Le nuove declinazioni del principio di effettività*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, IV, 1071 ss.

deficienza lasciando scoperta un'importante porzione di tutela. Conta dunque individuare i passaggi contenutistici e teorici che costituiscono il fondamento della ricerca e che si snodano in più punti.

Con il primo capitolo si approfondirà l'analisi fenomenica del governo del prodotto, ma anche le ragioni storiche e le insufficienze teoriche che hanno inevitabilmente condotto a progettare un rinnovato sistema di protezione del cliente. Non più orientato esclusivamente verso l'inefficiente paradigma di una *disclosure* a tratti ipertrofica, ma impostato semmai su ragioni di carattere preventivo rivolte ad un modello di controllo incentrato non solo sull'impresa, su i propri presidi e sulle condotte, ma, in termini ancor più incidenti, sul prodotto³. Si è di fronte ad un nuovo canone interpretativo, fervida espressione, nel finanziario, di quel fenomeno conosciuto come “circolazione dei modelli” e che ha pervaso dapprima la legislazione europea e infine quella dei singoli stati membri, provenendo dall'esperienza inglese che, già sul finire degli anni 80', aveva sperimentato un approccio diverso e affine ai criteri ispiratori del *product design* e *product development*.

Sin dalle prime battute della ricerca, l'attenzione si è posata sulla la natura bifronte della *governance*, intesa cioè come punto d'incontro tra regole di condotta e di organizzazione. Ma l'attitudine bifasica del governo del prodotto si manifesta anche sotto l'aspetto della regolazione, vale a dire che esso non solo presiede ad un'idonea organizzazione interna dell'imprenditore e alla canalizzazione del prodotto verso un corretto *target* di clientela previamente individuato, ma si dimostra assieme norma di diritto privato, destinata a ispirare gli statuti dell'impresa e del contratto, e disposizione dalla portata regolatrice, volta cioè a svolgere una funzione appunto di regolazione. Questa, in virtù del governo del prodotto, viene perciò direttamente rimessa in capo agli atti di autonomia, inevitabilmente sottoposti al penetrante controllo dell'autorità di vigilanza che, per vero, monitora anche l'azione dell'intermediario, addentellata ad un'adequata e ben funzionante struttura organizzativa. La *governance*, in questo modo, sospinta dai presupposti valoriali della protezione della clientela e della stabilità del mercato, elemento dell'autonomia privata e strumento di controllo del potere pubblico,

³ M. DE MARI, *Product governance e product intervention nella MiFID2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?*, *Riv. dir. imp.*, 2015, III, 672.

deve intendersi come espressione del c.d. diritto privato regolatorio⁴. L'ultima traccia di duplicità, infine, si apprezza sempre su un simile campo, che si muove sul confine “pubblico-privato”, e che riconduce la *governance* alla tecnica della c.d. *meta-regulation*, consistente nella prospettazione di stringenti procedure interne, atte ad un operare coerente con i principi ispiratori della legislazione finanziaria, ma la cui valutazione è affidata alla competente *authority*⁵.

Una comprensione *funditus* della disciplina della *governance* passa poi da un'analisi del formante normativo, il cui approfondimento sarà oggetto del secondo capitolo. Dapprima quello europeo – costituito non solo dal pacchetto MiFID II, rappresentato dalla Direttiva 2014/65/Ue, dal Regolamento 600/2014, dalla legislazione delegata consistente nella Direttiva (Ue) 2017/593 e nel Regolamento (Ue) 2017/565, ma anche dal corposo sostegno di *soft law* di Esma, comprensivo di orientamenti, linee guida e *technical advices* – di seguito, l'insieme di disposizioni interne in materia del governo del prodotto, contenute come nel T.u.f. (art. 21 co. 2-*bis* e 2-*ter*) così nel regolamento 20307/2018, c.d. Regolamento Intermediari (in particolare l'intero titolo VIII, rubricato “governo degli strumenti finanziari” e comprensivo degli obblighi dei produttori e dei distributori). In questa fase della ricerca il reticolato normativo costituisce la solida base positiva su cui comprendere il funzionamento della regola, il cui epicentro ruota attorno al processo di approvazione dello strumento finanziario, condotto sia nella fase di “elaborazione” che di distribuzione del prodotto e che mira ad individuare in prima analisi il mercato di riferimento, al cui interno sarà riconosciuto un gruppo di clienti *target* che, in forza della propria esperienza, della capacità di comprensione del prodotto e della sopportazione del rischio, saranno i destinatari finali dello strumento. In questo contesto, il riconoscimento del *target market* assume un peso specifico rispetto al buon funzionamento della *governance*, nel senso che gli intermediari sono obbligati a individuare il mercato di riferimento positivo ed entro quel perimetro effettuare la distribuzione, mentre solo eccezionalmente potranno indirizzarla verso quello negativo. Non va poi dimenticata la strategia diversificata che include per un verso il mercato potenziale – e che viene posta ad un livello maggiormente teorico – e per l'altro il mercato

⁴ V. *infra* cap. 1, par. 5, 39-46. Generalmente, sulla nozione di diritto privato regolatorio, con riferimento ai settori regolati, tra cui quello dell'intermediazione mobiliare, si veda R. NATOLI, *Il diritto privato regolatorio*, in *Riv. reg. merc.*, 2020, I, 134 ss.

⁵ V. *infra* cap. 1, par. 5.2. e 5.2.1.

attuale che, all'opposto, coinvolge direttamente il distributore che, invece, dovrà operare con un approccio più dettagliato e conforme ad un agire concreto, più prossimo appunto alla distribuzione.

Ulteriori aspetti verranno poi esauriti in questa sede, con riferimento al ventaglio degli oneri insistenti sugli operatori, comprendenti quelli di revisione dello strumento ed eventuale ridefinizione del mercato prescelto. In punto di previsioni critiche, poi, non si trascurerà di ricordare i rilievi di intervento della disciplina della *governance*, colta nel suo intento protettivo nei confronti della platea dei risparmiatori, sia nei casi di *self-placement* di prodotti finanziari, sia nell'ipotesi in cui questi ultimi siano stati progettati da soggetti non rientranti nel perimetro della MiFID II. Si darà atto, inoltre, della relazione tra il governo del prodotto e le norme attinenti alla prestazione del servizio che si assestano nella fase conclusiva del rapporto con il cliente e che non confliggono con la *governance*, come sancito dal legislatore, ma per cui sarà necessario tornare in seguito per delinearne le reciproche aree di influenza.

Nel terzo capitolo si svilupperanno in pratica alcune delle premesse poste nel primo. In questo nuovo snodo della ricerca verrà però puntualizzato, innanzitutto, uno dei fronti dogmatici da cui la stessa trae il proprio fondamento contenutistico, cioè quello della categoria dei contratti d'impresa⁶. Teoria che consente di perlustrare il lato del contratto, nella nozione di prodotto finanziario e quello dell'attività (finanziaria) nella sua accezione seriale e massificata e che, proprio nella *governance*, trovano entrambi un proficuo punto riassuntivo. Una precisa piattaforma assiologica attraverso la quale si tradurranno concretamente le posizioni sostenute rispetto alle "due anime" del governo del prodotto, compreso nel senso di regola organizzativa e, più strettamente, contrattuale.

Nel primo caso si consuma l'incontro tra la norma specialistica e il principio ispiratore dell'amministrazione societaria dell'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili che, nel porre l'accento sulle funzioni dell'organo di gestione, rammenta il contemporaneo irrobustimento non solo degli organi di amministrazione, ma anche di quelli di controllo. Il rafforzamento della struttura interna dell'impresa, sospinta dalle linee direttrici della *governance*, ha incrociato poi quella tendenza interpretativa fatta propria da una certa giurisprudenza statale americana che si manifesta nei cc.dd.

⁶ V. *infra* cap. 3, par. 1.1., 91.

*oversight duties*⁷. In sostanza il governo del prodotto, nel tenere unite le esigenze del profitto e di protezione del risparmio, mette al centro delle funzioni societarie gli uffici di *compliance*, *internal audit* e, soprattutto, di *risk management* in un proficuo dialogo con il dato aziendalistico.

Nel secondo, nell'accogliere la *governance* al suo interno, il contratto ne esce fortemente inciso, direttamente per mano legislativa, nonché per quella del regolatore, sicché si impone come atto eterodiretto, nella prospettiva di strumento profondamente condizionato dall'antecedente e congrua struttura organizzativa da cui origina l'attività, come pure condensante le istanze di stabilità del mercato e cura del cliente. Si tratta di un frangente, quello contrattuale, arricchito dal rapporto con il servizio di intermediazione finanziaria che la *governance* arresta efficacemente al suo interno, nella logica per cui essa, rivolgendosi all'operazione economica comprensiva financo della fase distributiva, si installa sia sul supporto contrattuale, ma anche sulle modalità di prestazione del servizio, innalzandosi a vera e propria *service quality rule*. Ciò significa che nella visione contrattuale della *governance* il fulcro da cui si ravviva è quello dell'*investor protection*, come confermato dagli obblighi di conoscenza e preventiva profilatura del cliente.

Nel quarto e ultimo capitolo, infine, si prenderanno in considerazione gli aspetti legati al *private enforcement*, lato lasciato scoperto dal legislatore europeo, concentratosi esclusivamente nell'apprestare un presidio di natura pubblicistica rappresentato dalla *product intervention*, strumento con cui, attraverso una competenza modellata sul tipo di prodotto distribuito, le autorità europee e quelle interne possono limitare se non anche vietare la commercializzazione dei prodotti. A fronte di un simile *gap* tra strumentario pubblicistico e tutela privatistica, accompagnato dall'immobilismo dei formanti, un afflato di certezza del diritto insieme alla necessaria "taratura" della *governance* in termini operativi, condurranno ad un profondo ragionamento sulle regole rimediali. Che sconta delle premesse legate, innanzitutto alla particolare articolazione della regola, che può rinvenirsi in capo a due distinti soggetti, ma financo raggrupparsi attorno ad un unico intermediario produttore/distributore. Ma soprattutto assiologiche, rintracciabili nella teoria dei rimedi che, nel presupporre la vicinanza della reazione dell'ordinamento all'interesse leso, viene modulata con l'intento di fornire un sostegno effettivo ed efficiente alla sussistente carenza di tutela. Questo si tradurrà in una risposta disegnata

⁷ V. *infra* cap. 3, par. 2.2., 106-110, in part. note 60-63.

conformemente alla contingente situazione di fatto in cui la regola si atteggia, mantenendo fermo il complesso valoriale che influenza l'atto e che esprime la sua funzione regolatoria. E che dimostrerà la centralità della contaminazione tra specialità settoriale e principi di diritto comune.

In una logica che concepisce il rimedio come strumento flessibile di tutela e che lo intende nella prospettiva dell'effettività, si percorrerà il sentiero della scelta invalidante, come pure di quella risarcitoria di natura contrattuale⁸ senza che, in taluni casi e sulla scorta del concorso tra normativa ordinaria e di settore, risultino reciprocamente escludenti. Per un verso l'opzione demolitoria sarà intercettata nelle pieghe della mancanza dell'elemento strutturale della causa e contemplerà un fervido dialogo tra il dato causale concreto e la clausola della meritevolezza; per l'altro, l'alternativa della responsabilità contrattuale contemplerà modulazioni differenti in corrispondenza di quelle della regola, fino a scorgere il proprio aggancio teorico, in caso di dissociazione tra produttore e distributore, nella dogmatica degli obblighi di protezione.

La trama rimediatale verrà indagata anche attraverso il filtro dell'efficienza, intesa, in questo caso, nella più agevole giustiziabilità della *governance* sia in termini sostanziali che più strettamente legati al momento del processo. Con ciò ripercorrendo un più piano regime processuale per l'investitore, lontano dalle dinamiche d'impresa e svantaggiato nel produrre elementi di prova più facilmente accessibili da parte dell'intermediario.

Nell'intrico multiforme rappresentato dalla concorrenza di distinte soluzioni rimediali, si riserverà uno spazio anche alla coesistenza tra *governance* e regole di comportamento avvinte alla fase distributiva, nel tentativo di dare una risposta all'irrisolta questione insistente sulla convivenza tra i rimedi esperibili.

La cornice delle soluzioni rimediali verrà infine completata da un approfondimento sulle tecniche e il riferimento corre alle forme processuali di tutela collettiva, cioè alle azioni di classe risarcitoria, restitutoria e inibitoria. Attraverso le curvature di senso e di disciplina provenienti dalle novellate disposizioni del codice di rito, le *class actions* si affermano come punto di caduta di un multiforme piano critico. A

⁸ La prima predisposta principalmente nel caso della sovrapposizione di *distributor* e *manufacturer*, oltre che nell'ipotesi di dissociazione quando il produttore abbia realizzato dei prodotti standardizzati non congruenti con il profilo della clientela di riferimento. La seconda riconducibile soprattutto all'ipotesi di indipendenza tra le due fasi dell'intermediazione, anche se la soluzione demolitoria nel primo caso non esclude che si possa agire per ottenere il risarcimento del danno.

dire che consentono non solo un più ampio “accesso alla giustizia”, ma incontrano un bisogno di tutela derivante dalla violazione massiva e seriale delle regole d’impresa e che trova conforto attraverso la conformazione della classe, corrispondente alla clientela *target*, destinataria del prodotto incongruo. Contestualmente, l’azione collettiva determina rilevanti ricadute anche sull’impresa, sull’attività, in quanto presidio deterrente, destinato a creare incentivi che spingano gli operatori ad adottare sufficienti misure organizzative, ma anche correttivo delle prassi devianti e foriere di perniciose ricadute sistemiche.

CAPITOLO PRIMO

PRODUCT GOVERNANCE:

UNA DEFINIZIONE TRA CONTRATTO, IMPRESA E MERCATO

1. *Campo d'indagine: oggetto, contenuti, obiettivi*

L'orizzonte della ricerca è destinato a concentrarsi sul dato rimediale, in sostanza su quale rimedio assurga il più alto grado di effettività in termini di tutela e, contestualmente e sulla scorta dei principi ispiratori del rinnovato assetto dei mercati finanziari¹, assuma i tratti dell'efficienza. E constatare il contributo che le forme di tutela apportano allo studio del governo del prodotto non è elemento di poco conto, al contrario, consentirà di apprezzare la funzionalità della regola, se si vuole, anche se con un termine atecnico, l'"utilità" che la stessa riveste in un contesto conosciuto da chi frequenta il diritto dei mercati finanziari. E cioè già abbastanza affollato di disposizioni tecnicistiche e che concorrono a delineare il perimetro d'azione dell'intermediario nella prestazione di servizi e attività d'investimento, soprattutto di quelle che lo vedono più prossimo alla gestione del rapporto con il cliente. Ma a voler confermare la cifra innovativa da più parti sospinta portata con sé dalla *governance*, un più alto grado di concentrazione va riservato al tema dell'*enforcement*, in particolare lungo il lato privatistico². Se non anche rinforzato se si pone mente al fatto che il legislatore europeo, e in conseguenza anche quello interno, non ha apprestato una disciplina armonizzata dei rimedi e che a fronte di un simile deficit di tutela fa eco una preoccupante assenza del diritto pretorio che non facilita l'attività dell'interprete nella configurazione di un adeguato sistema di reazione alla violazione della regola.

¹ Cioè quelli che sono cristallizzati in seno all'art. 21 co. 1, lett. a) T.u.f. e che si sostanziano nel perseguimento del miglior interesse della clientela e dell'integrità dei mercati nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento.

² Lungo il versante pubblicistico, contrariamente, il legislatore si è sforzato nel predisporre un sufficiente schermo di tutela rappresentato dalla *product intervention*, di cui si darà conto *infra*, cap. 4, par. 1.1., 138-142.

In virtù di queste prime considerazioni va semplicemente precisato che, nelle prime pagine del lavoro, si porranno sul tappeto gli elementi caratterizzanti della *governance* che provengono innanzitutto dal momento normativo, ancor prima da quello fenomenologico e cioè relativo all'analisi concreta e in termini di pratica operatività del governo del prodotto. Inoltre, si terrà conto della particolarità di una norma del finanziario che si muove tra attività e atto, tra impresa e contratto e che si frappone tra il sistema dello statuto contrattuale, di dimensione interprivata, e quello di una portata distinta, dalla coloritura pubblicitaria che essa stessa porta con sé e che la pone nel solco di una latitudine chiaramente regolatoria. In sintesi, si porranno le fondamenta essenziali che consentiranno di innestare le premesse di livello assiologico che, in seguito, condurranno sul terreno del dibattito rimediabile. Una superficie di confronto fervida di spunti che pervengono dalla particolare articolazione della *governance* nonché, e innanzitutto, dal fatto che la stessa sia il frutto di quel moto circolatorio di modelli giuridici che l'ha accompagnata nel sistema continentale e che ha, dunque, assorbito le condizioni socio-culturali e giuridiche provenienti da un bacino di *common law* da cui, come si vedrà, trae la sua provenienza.

2. Definire la product governance: un approccio preventivo alla tutela dell'investitore

La collocazione della *product governance* nello scenario dei mercati finanziari dell'Unione europea, risale all'adozione delle misure normative approntate dal sistema MiFID II³, che ha segnato un netto cambio di passo nella protezione dell'investitore, in particolare di quello *retail*.

In precedenza, nel solco di una tendenza di livello globale, una più marcata vicinanza al modello neoclassico riconosceva il ruolo del diritto nella tutela dell'investitore, a fronte di una asimmetrica distribuzione delle informazioni. Sulla scia di una politica improntata sulla trasparenza⁴, si intendeva dotare i risparmiatori dei mezzi

³ Con questo termine si fa riferimento al diritto derivato dell'Unione in materia finanziaria che si è tradotto nell'adozione della Direttiva 2014/65/UE, nel Regolamento (UE) 600/2014 e nella rispettiva normativa delegata, costituita dalla Direttiva delegata (UE) 2017/593 e dal Regolamento delegato (UE) 2017/565.

⁴ Un approccio *disclosure oriented* si era riscontrato già prima dell'entrata in vigore delle direttive sui servizi finanziari, a partire dalla raccomandazione della Commissione *concerning a European code of conduct relating transactions in transferable securities*, 77/534/EEC che, in più passaggi pone al centro della protezione della clientela, la predisposizione di un adeguato set informativo. A partire dalla Direttiva 93/22/CEE, che fissava tra gli obblighi degli intermediari anche quelli informativi (art. 11), fino a giungere

necessari per comprendere al meglio l'oggetto degli strumenti acquistati, così che eseguissero scelte di investimento pienamente informate⁵, in forza dell'impostazione teorica che riconosceva nell'investitore un agente economico razionale⁶ e che dunque considerava massima e più efficace espressione di tutela l'apprestamento di un robusto reticolato informativo⁷. Un simile impianto fu destinato a scontrarsi con le crisi sistemiche che hanno colpito il mercato finanziario a livello internazionale e che, contrariamente, hanno testimoniato l'evidente fallacia in termini teorici e concreti di un approccio esclusivamente *disclosure oriented*⁸.

alla Direttiva 2004/39/Ce, che ha confermato una tendenza verso un'informazione di dettaglio fornita al cliente (considerando 44; art. 19 par. 2,3; art. 29), non sono mancate le occasioni per rafforzare un'impostazione che ha ribadito la linea di tendenza ispirata al principio di trasparenza. A titolo esemplificativo, si pensi al *Green paper. Financial Services: Meeting Consumers' Expectations*, Brussels 22.05.1996, COM (96) 209 final, in particolare p. 4

⁵ In questo senso, la letteratura domestica come quella straniera non hanno mancato di aderire a tale posizione. Per la prima si veda V. ZENO ZENCOVICH, F. MEZZANOTTE, *Le reti della conoscenza: dall'economia al diritto*, in *Dir. inf.*, 2008, II, 165 e ss.; S. PAGLIANTINI, *Trasparenza contrattuale*, in *Enc. dir.*, Annali, V, Milano, 2012, 1280; rispetto alla seconda si veda H. JACKSON, *Regulation in a Multi-sectored Financial Services Industry: An Exploration Essay*, 77 *Wash. U. L. Quart.* (1999) 319.

⁶ E. AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, 6 *Eur. Comp. Fin. Law Rev.* (2009) 442.

⁷ A. SCHWARTZ, L. WILDE, *Intervening in Markets on the Basis of Imperfect Information: a Legal and Economic Analysis*, 127 *U. Penn. L. Rev.* (1979) 630; R. CRASWELL, S. SALOP, *The Efficient Regulation of Consumer Information*, 24 *Journal of Law and Economics* (1981) 491; J. COFFEE JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 *Virg. Law Rev.* (1984) 717; J. COX, *Insider Trading and Contracting: a Critical Response to the Chicago School*, 4 *Duke Law J.* (1986) 628; A. OGUS, *Regulation. Legal Form and Economic Theory*, Oxford, 1994, 121 e ss.

⁸ Come il paradigma della mera trasparenza non sia più adatto a rendere l'investitore informato e, di conseguenza, insufficiente a evitare il ripetersi di situazioni patologiche all'interno del mercato finanziario si veda T. PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 *Wash. U. Law J.* (2003) 417; D. CAIN, G. LOEWENSTEIN, D. MOORE, *The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflict of Interests*, 34 *J. Leg. St.* (2005) 4-8; N. MOLONEY, *How to Protect the Investors. Lessons from Ec and the Uk*, Cambridge, 2010, 214-215; J. FISCH, *Top Cop or Regulatory Flop – The SEC at 75*, 95 *Virg. Law Rev.* (2009) 785-824; O. BEN SHAHAR, C. SCHNEIDER, *More than you wanted to know: the Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, 2014, p. 14-32; N. MOLONEY, *Regulating Retail Markets*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, 755; J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *Principle of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 255 e ss.

Anche nell'arco della dottrina domestica i commentatori non hanno mancato di criticare l'impostazione, poc'anzi ricordata, collocata sui binari di una *disclosure*, seppur completa, un'arma a doppio taglio. In merito all'assicurativo, interessanti le pagine di M. BIN, *La trasparenza dei "prodotti" emessi dalle imprese di assicurazioni tra principi generali e nuovo Regolamento ISVAP*, in *Ass.*, 2010, IV, 614-617; per quanto attiene la critica declinata nel settore del bancario si veda A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Tutela del cliente bancario e crisi del paradigma di mera trasparenza*, in A. LUMINOSO (a cura di), *Diritto e crisi*, Milano, 2016, in particolare 225 e ss.

Rispetto alla collocazione di prodotto finanziari complessi e su come la strategia della trasparenza abbia del tutto sottovalutato i limiti cognitivi dei partecipanti al mercato, di sicuro interesse è il contributo di A. PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, III, 527-529.

Alla luce di tali evidenze, in un contesto segnato dall'elevato grado di complessità degli strumenti collocati sul mercato⁹ e dalla crescente espansione della c.d. *retailisation*¹⁰, la spinta riformatrice europea portò dunque ad un cambio di paradigma in termini di politica del diritto: la protezione del cliente venne anticipata alla fase di ideazione del prodotto, della sua ingegnerizzazione, così che la tutela dell'investitore venisse collocata "a monte", cioè affidata direttamente alla competenza dell'intermediario attraverso l'apprestamento di precisi obblighi di condotta interni alla sua impalcatura organizzativa. Si assistette dunque ad una progressiva rimodulazione del criterio della trasparenza e ad una maggiore attenzione al processo di *design* e, più in generale, di sviluppo del prodotto, presupposti che avrebbero posto le basi valoriali per un rinnovato canone di riferimento su cui avrebbe poggiato la *product governance*.

Nonostante la Direttiva MiFID II non ne dia una definizione pedissequa, ad ogni modo una demarcazione del perimetro definitorio può essere ricavata dalle sue disposizioni, integrate dal prezioso sostegno del *soft law* proveniente da Esma¹¹, che contribuiscono ad individuare una regola che si sostanzia in un insieme di prassi, operazioni e procedimenti posti in essere sia dal soggetto che realizza uno strumento o un servizio finanziario destinato al mercato, sia da colui che li distribuisce¹². Si tratta, in

⁹ Si veda S. SCHWARCZ, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1 *Un. Ill. Law Rev.* (2004) 12,13; ID., *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, 3 *Utah Law Rev.* (2008) 1113, 1114. In quest'ultimo contributo, benché riguardante le principali patologie che hanno condotto alla crisi dei mutui *subprime*, l'A. sottolinea come, per via della complessità di alcuni prodotti, i presidi di trasparenza imposti dalla *securities regulation* statunitense non abbiano affatto funzionato.

¹⁰ Con questo termine si designa la progressiva espansione verso la clientela *retail* di prodotti di investimento che, originariamente, venivano venduti a investitori professionali.

Centrale nel dibattito sul fenomeno della *retailisation* si colloca l'*Economic Report on Retailisation in the EU*, no. 1, 2013 dell'Esma, in cui viene chiaramente spiegato come «From a consumer protection perspective, retail investors may face difficulties in understanding the drivers of risks and returns of complex products. As a result it might be particularly challenging for investors to make proper investment decisions».

¹¹ Sebbene l'autorità europea di regolazione del mercato finanziario abbia da sempre riempito di contenuti e significato il governo del prodotto, una primissima definizione della *product governance* viene presentata in una posizione comune da parte delle tre autorità finanziarie europee. La *product and oversight governance* viene definita come «the responsibilities of manufacturers in organizing processes, functions and strategies aimed at designing, operating and bringing products to market and reviewing them over the life of the product. Product oversight and governance is distinct from product approval by regulators in the formal licensing or authorization sense or regulatory interventions such as "banning" (i.e. product intervention)», in *Joint Position of European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes*, JC-2013-77, 3.

¹² Una definizione di ampio respiro che può riscontrarsi nella primissima dottrina italiana e straniera che si è occupata di definire il fenomeno in analisi. In merito alla prima si veda V. TROIANO, *La product governance*, in V. TROIANO, V. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II: rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, Milano, 2016, 214. In merito alla seconda si veda N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, in particolare 827.

sostanza, di un articolato fenomeno procedurale, che investe l'intero ciclo vitale del prodotto e che si compone di più fasi: l'organizzazione dei requisiti di *product governance*, *product design*, l'esecuzione di *stress tests*, l'identificazione del *target market*, l'adozione di un'adeguata strategia distributiva, la valorizzazione alla data d'emissione del prodotto e la trasparenza dei costi, l'individuazione di un mercato secondario e la pianificazione dei rimborsi, il procedimento di revisione¹³.

Da un'attenta lettura della normativa finanziaria europea, il baricentro dell'intera *product governance* si concentra in un passaggio più che significativo, rintracciabile nel processo di approvazione del prodotto, frammento importante in punto di demarcazione del fenomeno e sintomo della rinnovata volontà del legislatore dell'Unione di apprestare la protezione dell'investitore in forma anticipata, "a monte" dell'intero processo produttivo¹⁴. Il perno procedurale attorno al quale ruota l'intera operazione della *governance* è indubbiamente l'individuazione del mercato di riferimento dei clienti finali, cui si giunge a seguito di una puntuale analisi dei rischi attinenti a tale *target*¹⁵. La ricognizione del *target market* è dunque strettamente avvinta alla clientela di riferimento al cui interno il mercato deve essere intercettato e un simile raccordo dimostra che la protezione del fruitore del prodotto o servizio non viene semplicemente anticipata, bensì rafforzata. Un risultato possibile grazie ad una profonda conoscenza del prodotto¹⁶ e, al

¹³ Questa definizione è stata ripresa direttamente dall'elenco presente nell'*Opinion* di Esma, intitolata *Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*, 27th March 2014, Esma/2014/332, 4. I *product governance arrangements* sono definiti come una «[...] good practice [...] depending on their role (manufacturing and/or distributing) [...]» che comprende le seguenti fasi «a. general organisation of product governance arrangements; b. product design; c. product testing; d. target market; e. distribution strategy; f. value at the date of issuance and transparency of costs; e. secondary market and redemption; f. review process [...]».

¹⁴ L'aspetto dell'anticipazione della protezione dell'investitore è una cifra caratteristica del processo di approvazione in particolare, ma della *product governance* più in generale. Come già ricordato, si tratta di una vera e propria cifra caratteristica.

Il dato legislativo è chiaro, allorché all'art. 16 par. 3(2) della Direttiva 2014/65/UE si ricorda che il processo di approvazione degli strumenti finanziari deve avvenire «[...] prima della loro commercializzazione o distribuzione alla clientela».

Ad ogni modo, questo aspetto è stato efficacemente sottolineato da diversi commentatori e a proposito si vedano L. VELLISCIG, *La tutela del cliente retail nel mercato finanziario: l'esempio della "product regulation"*, in U. MATTEI, A. CANDIAN, B. POZZO, A. MONTI, C. MARCHETTI (a cura di), *Studi in onore di Antonio Gambaro: un giurista di successo*, I, Milano, 2017, 1746; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, IV, 1123; ID., *Investment services and investment funds*, in F. FABBRINI, M. VENTORUZZO (ed.), *Research Handbook on EU Economic Law*, Cheltenham, 2019, 493. Con riferimento alla letteratura straniera si veda L. SILVERENTAND, *MiFID II – Product Governance*, in *Tijdschrift voor Financier Recht*, 2015, III, 63 e ss.

¹⁵ Art. 16 par. 3(3), Direttiva 2014/65/UE.

¹⁶ Come previsto dall'art. 24 par. 2(2) Direttiva 2014/65/UE, in base al quale «L'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze

contempo, delle caratteristiche, necessità e capacità di sopportazione del rischio del cliente, nell'intenzione di una antecedente profilatura che consenta l'indirizzamento del prodotto alla categoria prescelta¹⁷.

Da un primo contatto con il fenomeno della *product governance* emerge dunque un dato che consente di apprezzare la stretta connessione tra la programmazione dello strumento con l'obiettivo di salvaguardia del cliente, una coincidenza tra il momento della progettazione del prodotto e le istanze protettive che ispirano la disciplina del governo che non può che rafforzare la centralità della fase d'ingegnerizzazione, quando cioè viene ideato. Il tratto iniziale dell'intero processo di *governance*, che si condensa nel c.d. *product design*¹⁸, assume dunque una portata specifica nello scacchiere del governo del prodotto, in quanto non solo si tratta del momento iniziale dell'intera procedura, quello in cui l'intermediario da concretezza alle decisioni assunte dagli organi di vertice, ma si afferma come punto di partenza condizionante l'intera attività di *governance*, deonticamente ispirata a porre al centro della fase di produzione e della politica distributiva la protezione dell'investitore¹⁹.

della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali cui all'articolo 16 paragrafo 3 e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente».

¹⁷ In questo senso conta ricordare la lettera dell'art. 24 par. 2(1) Direttiva 2014/65/UE laddove si precisa che «Le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target. L'impresa di investimento adotta inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target».

Vi è chi, in dottrina, ha sottolineato come la necessità di fornire al cliente, adeguatamente profilato, un prodotto che sia idoneo a rispondere alle sue caratteristiche, integri addirittura un esempio di *know your customer rule* a livello di gruppo, di categoria di clientela. Si veda in particolare V. COLAERT, *Investor protection in the Capital Markets Union*, D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (ed.), in *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, 364.

¹⁸ Per cogliere l'importanza di questa fase, si ponga attenzione alle parole di N. MOLONEY, *Regulating the Retail Markets: Law, Policy and the Financial Crisis*, in *Current Legal Problems*, 2010, I, 428. L'A., nel chiedersi quale possa essere un prodotto appropriato per l'investitore *retail*, sostiene che tale obiettivo possa essere raggiunto «[...] by a focus on a “product governance” and the imposition of high-level design process and disclosure obligations on product designer, rather than a detailed product regulation».

¹⁹ Aspetto che si riscontra chiaramente nel *soft law* di Esma. In particolare si veda l'*Opinion. Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*, 27th March 2014, Esma/2014/332, in particolare p. 9 e ss. Benché si tratti di un'*opinion* in materia di prodotti strutturati, l'autorità ricorda come il *design* del prodotto debba essere condotto al fine di incontrare le necessità finanziarie, gli obiettivi, ma anche la conoscenza e l'esperienza dei partecipanti al *target market*; come la funzione di *compliance* debba essere coinvolta in questa fase e come integri una *good practice* «[...] to consider the best interests of the investor when designing, valuing and pricing the SRP». Un peso altrettanto dirimente al passaggio del *product design* viene conferito anche dal *Consultation paper MiFID II/MiFIR*, 22nd May 2014, Esma/2014/549, 43, dove vengono ricondotti gli obblighi di *product design* tra i doveri dei *manufacturers*,

Si è detto di un fenomeno, suddiviso in più passaggi, volto a evitare la collocazione di prodotti o servizi inadeguati alle caratteristiche dei potenziali destinatari, che impone alle imprese di agire «nel miglior interesse dei clienti»²⁰. Ma il governo del prodotto non può ridursi a una mera procedura, seppur articolata e ispirata alla tutela del cliente finale e all'integrità del mercato. Essa influenza l'azione d'impresa, condiziona innanzitutto il contratto, l'atto che sta alla base del suo agire e di qui l'organizzazione, gli assetti societari, gli organi apicali: di fatto, il governo del prodotto intacca direttamente il rapporto attività-atto, influenzando le decisioni dell'imprenditore.

Aspetti che, al fine di un'introduzione di ordine definitorio, richiedono di essere approfonditi.

2.1. (segue) Product governance, tra regola di condotta e regola di organizzazione. Una premessa definitoria

Una sistematica perlustrazione del governo del prodotto consente di compiere un passo ulteriore nel solco di una comprensione ancor più completa. Si intende dire che l'analisi della disciplina europea ed interna consente, seppur in termini di primo impatto, di cogliere alcune sfumature che, in certi momenti, si fanno più percepibili e che riassumono in questa regola i tratti dell'attività d'impresa, considerati nell'impalcatura organizzativa interna e di controllo e quelli dell'atto, in quest'ultimo aspetto considerando il governo del prodotto come norma ispiratrice delle condotte degli intermediari nella relazione con l'investitore finale. La *governance* si impone quindi come connettore di due plessi distinti in punto di contenuti, ma che, nella logica produttiva dell'impresa – finanziaria e non solo – non possono che considerarsi congiuntamente e che nella specifica prospettiva d'esame, quella cioè dell'intermediario finanziario, assumono le

con particolare riferimento alla gestione dei conflitti di interesse; *Final Report. Esma's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19th December, Esma/2014/1569, 55-56.

²⁰ Considerando 71, Direttiva 2014/65/Ue.

forme degli obblighi organizzativi²¹ e di condotta²². Conta precisare fin da ora che la traduzione puntuale di entrambi i profili, traslati attraverso il mezzo interpretativo che il governo del prodotto assume in questo preciso contesto, verrà ripresa in seguito²³. Ugualmente, in termini preliminari, in questa sede va quanto meno anticipato il perimetro applicativo del governo del prodotto che proprio tra le sponde della struttura dell'imprenditore e i doveri di natura contrattuale, assume un proprio valore. Un vestimento che va compreso in realtà nella visione di una solida e sinergica connessione che questi due elementi interpretano nel contesto della prestazione dei servizi finanziari²⁴, in tal modo che l'adozione di una robusta struttura organizzativa collimante e funzionale non possa andare disgiunta da comportamenti aderenti alle prescrizioni settoriali. Ed è in un simile retroterra di senso che la *governance* viene esaltata nel suo ruolo di *trait d'union*, a conferma del legame simbiotico tra condotte contrattuali e sistemi organizzativi, per cui i primi non possono esistere se non a fronte di una robusta impalcatura imprenditoriale, sufficientemente strutturata. A voler precisare che la traccia ispiratrice del governo sulle condotte del soggetto autorizzato si pone in un momento

²¹ Con riferimento agli obblighi di organizzazione, si intende la capacità dell'impresa finanziaria di dotarsi di adeguati presidi organizzativi interni, amministrativi e di controllo, capaci di sostenere l'attività dell'intermediario nel solco della sana e prudente gestione. Vieppiù, una coerente struttura organizzativa, determina un corretto espletamento degli obblighi di condotta, che ne costituiscono diretta conseguenza. Nell'ordinamento interno, i requisiti organizzativi dell'impresa finanziaria vengono fissati all'art. 21 co. 1, lett d); co. 1-*bis* lett a) – d), co. 2-*bis* congiuntamente all'art. 5 co. 2, lett. a)-m) del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob. In generale, sugli obblighi di condotta, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Milano, 2020, 134.

²² Relativamente alla definizione di regole di condotta, che in questa contingenza viene riportata per apprezzare in che rapporto si ponga con la *product governance* e viceversa, esse possono ravvisarsi in quella disciplina speciale, che trae origine dalla specificità dei contratti aventi ad oggetto servizi e attività d'investimento e che pone in capo all'intermediario una serie di obblighi contrattuali e pre-contrattuali, in dipendenza del tipo di servizio prestato. Per una panoramica esaustiva si vedano, *ex multis*, si vedano A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, 290; G. SCOGNAMIGLIO, *Sulle regole di condotta degli intermediari finanziari (regole di condotta e regole di organizzazione; clausole generali e disposizioni particolari)*, *I servizi del mercato finanziario (in ricordo di Gerardo Santini)*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2009, 95 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, in P. RESCIGNO (dir. da), *Tratt. contr.*, II, Torino, 2011, 241. Per il dibattito scaturito dalle sentenze 26724 e 26725 del 2007, sulla distinzione tra regole di condotta (o di responsabilità) e regole di validità, si veda invece *infra*, cap. 4, nota 58, 155.

²³ In particolare cap. 3, par. 2 (pp. 97-98) per una previsione di ordine più generale. Con specifico riferimento alla *product governance* quale regola che ispira gli obblighi di organizzazione, incidente sugli organi amministrativi e di controllo dell'impresa si vedano soprattutto i paragrafi 2.1. e 2.2. del cap. 3 (pp. 98-110); mentre nell'accezione di presidio di ordine contrattuale, in particolare il cap. 3, par. 2.3. (pp. 110-113) nonché il par. 3, in rapporto alla teoria della metaregolazione (pp. 113-119).

²⁴ Per riprendere le parole di G. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, 138, «Non sarebbe corretto affermare che le due aree – quella degli obblighi e principi di organizzazione e quella delle regole di condotta – siano del tutto reciprocamente irrelate».

financo antecedente alla fase di emissione, ma che, per valutarne la piena efficacia, abbisogna di un conforme riscontro in termini di un'adeguata struttura amministrativa²⁵.

Nel dettaglio, dunque, la *governance* si interseca sia con gli assetti amministrativi e di monitoraggio che danno sostanza al plesso decisionale dell'impresa, sia con l'insieme degli organi di controllo interno²⁶. Si intende dire che essa si attesta anche quale espressione dei presidi di gestione d'impresa destinati – e in questo senso si apprezza il grado d'influenza della regola – ad una corretta collocazione dei prodotti all'utilizzatore finale, in coerenza con gli obiettivi di ordine generale fissati dalla Direttiva²⁷. Non può che apprezzarsi il progressivo avvicinamento che la *governance* conduce tra i punti dell'impresa e dell'atto, talché la stessa ispira la politica imprenditoriale relativa all'offerta del prodotto, in totale aderenza, cioè, alla tolleranza del rischio d'impresa, alle caratteristiche ed esigenze della clientela²⁸, nonché tesa alla migliore gestione possibile di eventuali conflitti d'interesse²⁹.

²⁵ Stando alle parole di M. DE MARI, *Product governance e product intervention*, in *Riv. dir. imp.*, 2015, III, 681 «[...] non sembra revocabile in dubbio che la *product governance* nella MiFID 2 conservi il carattere di obbligo di comportamento e prima ancora di regola organizzativa».

²⁶ Il legame necessario con i presidi amministrativi e di controllo interno può essere peraltro desunto da quanto specificato nelle *Frequently asked questions on MiFID II*, Brussels, 15th April 2014, European Commission Memo, in particolare p. 3, punto 6, allorché si specifica che «Stronger investor protection is achieved by introducing better organisational requirements, such as client asset protection or product governance, which also strengthen the role of management bodies».

²⁷ Sull'aderenza dei requisiti organizzativi agli obiettivi programmatici fissati da MiFID II, si vedano i considerando 28-31, Regolamento delegato (Ue) 2017/565. Interessante, sebbene si tratti di un'indicazione di carattere assolutamente provvisorio e relativa alla *governance* di prodotti strutturati, è la lista di requisiti organizzativi prevista dall'*Opinion. Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*, 27th March 2014, Esm/2014/332, 5, riassunti nella formula «*General organisation of product governance arrangements*».

²⁸ Art. 9 par. 3(1) Direttiva 2014/65/Ue.

²⁹ La disciplina del conflitto di interesse trova il suo principale terreno d'elezione in seno all'art. 23 della Direttiva MiFID II. La disposizione ricorda che, tra le misure idonee a identificare e prevenire o gestire i conflitti d'interesse tra impresa e cliente o anche tra due clienti, vi rientrano «[...] le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall'impresa d'investimento a norma dell'articolo 16, paragrafo 3 [...]». In caso di una loro insufficienza, l'impresa di investimento dovrà informare i clienti, prima di agire per loro conto, della natura e delle fonti di tali conflitti, oltre che degli strumenti che saranno messi in campo per gestirli. Più in generale, su i presidi organizzativi, finalizzati ad una più adeguata gestione del conflitto d'interessi si vedano, *ex multis*, F. SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento di servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, 201 e ss.; A. PERRONE, *Conflitti di interesse e regole di organizzazione*, in M. ANOLLI, A. BANFI, G. PRESTI, M. RESCIGNO (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2007, *passim*; M. MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (diretto da), *Tratt. dir. civ. comm.*, Milano, 2012, 416 e ss; con espresso riferimento alla *product governance*, in rapporto con la struttura organizzativa d'impresa, invece, si veda R. VEIL, *European Capital Markets Law*, II, Portland, 2017, 604. Vieppiù si deve ricordare che proprio con riferimento all'art. 23 della Direttiva si pone l'art. 16 par. 3(1) che specifica proprio come «Le imprese di investimento mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse, quali definiti all'articolo 23, incidano negativamente sugli

Mentre, nella prospettiva legata al contratto, essa si deve intendere nel solco teleologico fissato dall'art. 21 co. 1, lett. a) T.u.f., rappresentato dai criteri di diligenza, correttezza e trasparenza, di cui il governo del prodotto non può che considerarsi primaria espressione, viepiù attraverso la lente del *client's best interest* nonché della solidità del mercato. Più precisamente, nella centratura contrattuale che il governo assume, risaltano primariamente i doveri sottostanti all'individuazione del mercato e dei clienti *target* e che si riconoscono nella corretta identificazione dei criteri di selezione – tipo di cliente, la sua conoscenza ed esperienza del prodotto, situazione finanziaria e abilità nel sopportare le perdite, tolleranza al rischio, obiettivi e necessità d'investimento³⁰ –, così come negli obblighi di revisione e di *testing* periodici ed infine negli oneri informativi – attivi³¹ e passivi³², nonché intercorrenti tra produttore e distributore³³ –, anch'essi rientranti nello schermo programmatico apprestato da MiFID II e dal legislatore interno.

3. Le fonti del governo del prodotto, tra diritto derivato e soft law europei

Comprendere lo statuto della *product governance* necessita di ripassare il perimetro normativo in cui ha avuto origine e si è sviluppata e, in questo senso, il nucleo della disciplina si trova in seno alle fonti del diritto derivato dell'Unione: in particolare, con attenzione all'asse portante del governo, all'indicazione degli elementi costitutivi del processo di approvazione, ci si riferisce agli articoli 16 e 24, insieme al considerando 71 della Direttiva MiFID II, che consentono di osservarne l'oggetto e le singole fasi che la

interessi dei loro clienti». Simili procedure, che costituiscono un substrato di riferimento per il governo del prodotto, devono peraltro essere mantenute e rafforzate anche a fronte dell'evidenza di un conflitto già emerso, come ricordato dal considerando 48 del Regolamento delegato (Ue) 2017/565.

³⁰ *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5th February 2018, punto 18, 6.

³¹ Si pensi alla prescrizione dell'art. 24 par.4(1), lett. b), Direttiva 2014/65/Ue, allorché si precisa che ai clienti devono essere fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa d'investimento e sui relativi servizi, strumenti e strategie proposte. Tali informazioni comprendono «[...] opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento di cui al paragrafo 2».

³² Necessario per identificare il mercato della clientela di riferimento è ottenere sufficienti informazioni, come sul primo così sulla seconda. Sul versante dei *manufacturers*, si veda l'art. 9 par. 9(2), che precisa che la produzione dello strumento finanziario, l'impresa necessita di una conoscenza teorica del cliente, dell'esperienza precedente con lo strumento finanziario, con il mercato, oltre che delle sue stesse esigenze, caratteristiche e obiettivi. Per quanto attiene i distributori, come previsto dall'art. 10 par. 2, Direttiva delegata (Ue) 2017/593 «[...] le imprese di investimento identificano e valutano appropriatamente la situazione e le esigenze dei clienti su cui intendono concentrarsi in modo da garantire che gli interessi dei clienti non siano pregiudicati a causa di pressioni commerciali o necessità di finanziamento».

³³ Si veda art. 10 par. 2(2), Direttiva delegata (Ue), 2017/593.

compongono, mentre la Direttiva delegata (Ue) 2017/593, tra i considerando 15 e 20 e insieme agli articoli 9 e 10, ne descrive il particolare atteggiarsi con riferimento agli obblighi di *manufacturer* e *distributor*. A completare la cornice normativa europea di riferimento si presentano il Regolamento (Ue) n. 600/2014, che si occupa di regolare la fase patologica e predispone le sanzioni amministrative applicabili a fronte di una violazione degli obblighi di *product governance* e, infine, il Regolamento delegato (Ue) 2017/565 che è stato emanato per integrare i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività.

Il contorno della disciplina è stato dunque primariamente fissato dall'intero pacchetto MiFID II, benché un esclusivo riferimento a una seppur robusta manifestazione normativa di questo tipo fornirebbe una visione parziale del panorama delle fonti che, per vero, ha consentito di muoversi tra disposizioni di ordine generale e di dettaglio. Si vuol dire che nel contesto testé delineato, un ruolo di non poco peso è stato svolto anche dall'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati che non si è limitata esclusivamente ad averne fornito una prima definizione³⁴, ma soprattutto l'ha riempita di contenuti, sottolineandone la prossimità con i requisiti organizzativi dell'impresa di investimento³⁵ e dando risalto agli oneri riconducibili in capo agli intermediari³⁶. Il *soft*

³⁴ Si tratta di quella riscontrabile nella *Joint Position of European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes*, JC-2013-77, un atto adottato congiuntamente da Eba, Esma e Eiopa. Con questa posizione, ciascun *regulator* ha così determinato dei principi comuni traslabili di seguito nel proprio settore d'intervento, riassunti in un vero e proprio manifesto, sia per i controllori che per i controllati. Più precisamente, con la fissazione di singoli passaggi viene delineato, per la prima volta a livello comunitario, un quadro, breve ma dettagliato, del governo del prodotto. Tra clausole generali e buone pratiche, vengono rievocate attività e operazioni con cui i regolatori europei sono sicuramente venuti a contatto grazie allo studio dell'esperienza anglosassone. Così la *product and oversight governance* si sostanzia in «[...] the responsibilities of manufacturers in organizing processes, functions and strategies aimed at designing, operating and bringing products to market and reviewing them over the life of the product. Product oversight and governance is distinct from product approval by regulators in the formal licensing or authorization sense or regulatory interventions such as "banning" (i.e. product intervention) [...]».

³⁵ Il riferimento costante a "*policies*" e "*procedures*" si era, invero, già manifestato nell'*Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*. Ma è con l'*Opinion on Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*, 27th March 2014, ESMA/2014/332 che gli assetti organizzativi dell'impresa risultano centrali in una politica imprenditoriale ispirata alla *product governance*. In questa sede, Esma introdusse i *product governance arrangements*, uno strumento in risposta alle difficoltà degli investitori non professionali nel comprendere il profilo di rischio e la conseguente remunerazione dei prodotti finanziari complessi. Così Esma precisa che «It's a good practice for firms manufacturing and/or distributing SRPs to investors adopt sound and formal product governance arrangements. The arrangements should address from an early stage (in the manufacturing process, but also during the life of the product) any potential source of investor detriment and ensure that due consideration is given to the interest of investors during each stage of the life of an SRP (origination, launch etc.)».

³⁶ Tramite il *Consultation paper on MiFID II and MiFIR*, 22nd May 2014, sono stati forniti dei *technical advices* che descrivono dettagliatamente gli obblighi dei produttori e dei distributori, non prima di aver

law di Esma ha integrato il *corpus* normativo rappresentato dal progetto MiFID II, ancor di più, ha fornito un fondamentale sostegno alla legislazione dell'Unione in più modi, perché non ha soltanto fornito le linee interpretative del diritto esistente³⁷, ma ha inciso ampiamente sul complesso normativo dei mercati finanziari. Ha consentito la crescente implementazione della *product governance* attraverso un intervento di precisione, scendendo nel dettaglio, incidendo direttamente sull'attività delle imprese, dando forma e standardizzando le fasi del governo del prodotto³⁸. Il livello di puntualità, la precisa descrizione delle procedure, ha spinto alcuni commentatori a parlare di competenza “quasi-legislativa” dell'autorità³⁹.

Invero, l'insieme normativo che ha condotto alla realizzazione di queste misure è giunto a conclusione di un cammino risalente, che aveva riscontrato la sua origine già nei lavori preparatori della Direttiva 2004/39/Ce, aveva incrociato l'interesse verso una più solida tutela della clientela⁴⁰ e che, solo in seguito, è stato rafforzato pur attraverso quella

vagliato richieste e valutazioni provenienti dall'istituzione richiedente in merito all'implementazione di taluni presidi interni, tra cui anche il governo del prodotto. In questo frangente l'autorità europea dei mercati finanziari, svolgendo un ruolo di vero e proprio consulente della Commissione, concluse il percorso che di lì a poco avrebbe condotto all'emanazione dell'intero “pacchetto MiFID II” con il *Final Report, ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19th December 2014.

³⁷ La *soft law* ha assunto un'importanza significativa all'interno dell'ordinamento dell'Unione europea. Ancor di più se si pensa a come e quanto sia stata utilizzata dalle agenzie dell'Unione, dalle *authorities* di settore e dall'Esma in particolare. La funzione “interpretativa” del diritto esistente è stata riscontrata da alcuni autori, in particolare L. SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, Oxford, 2004., 118 e ripresa successivamente anche da altri commentatori tra cui M. SIMONCINI, *Administrative Regulation Beyond the Non-Delegation Doctrine. A study on EU Agencies*, Oxford, 2018, 84-85.

³⁸ Sull'influenza del *soft law* di Esma sul fenomeno della *product governance* si veda N. MOLONEY, *The Age of Esma: Governing EU Financial Markets*, London, 2018, 151.

³⁹ Si vedano in questo senso F. DELLA NEGRA, *The Effects of the ESMA's Powers on Domestic Contract Law*, in M. ANDENAS, G. DEIPENBROCK (ed.), *Regulating and Supervising European Financial Markets. More Risks than Achievements*, Berlin, 2016, 146, con particolare riferimento ai *draft technical standards* dell'Esma; M. SIMONCINI, *I poteri quasi-normativi delle agenzie europee: le decisioni della European Securities and Markets Authority (Esma)*, in *Osservatorio sulle fonti*, 2020, III, 1548-1550.

⁴⁰ La prima Direttiva MiFID era stata anticipata nel 2000 dalla costituzione del Comitato *Lamfalussy*, che diede vita all'omonimo metodo di supervisione e regolazione del mercato finanziario europeo. Fu soprattutto grazie alla proposta di adozione della Direttiva MiFID I, *Investment services: proposed new Directive would protect investors and help investment firms operate EU-wide*, IP/02/1706, adottata a Bruxelles in data 19 novembre 2002, che la necessità di un cambio di passo in favore di una maggiore protezione dei clienti finali si è attestata con rinnovato vigore. Tra i doveri delle imprese figurano «clearer and more precise rules on the conduct of business; reinforcement of “best execution” obligations in the other words stronger requirements to make sure investment firms execute orders in a way that provides best value for the client. As well as safeguarding investors' interests this will improve market efficiency by making sure the most efficient trading arenas, with the lowest cost for the client, are rewarded with more business new rules handling clients' orders; new rules for handling clients' orders; an obligation for large dealers and broker-dealers to make public firm bid and offer price for a specified transaction size in liquid shares (quote disclosure rule); requirements for managing conflicts of interest which may arise when investment firms execute client orders against their own trading book – in other words when they sell

svolta concettuale che ha sensibilmente segnato il passo in confronto alle basi teoriche della precedente legislazione. La necessità di un maggior rafforzamento delle regole di comportamento, dei presidi organizzativi degli operatori⁴¹, ha condotto verso un sistema rinnovato in cui garanzie per il cliente⁴² e preservazione del mercato ne costituiscono gli estremi e in cui la *governance* del prodotto trova pienamente cittadinanza.

Così, per mezzo di un elevato grado di procedimentalizzazione, la disciplina MiFID II non solo tenta di raggiungere l'intento protettivo, di fatto impedendo la commercializzazione di prodotti non conformi al profilo del cliente *retail*⁴³, ma fa di più, va oltre, perché con l'obbiettivo di incontrare necessità e caratteristiche di un determinato gruppo di investitori al dettaglio, modella e dà forma all'intero mercato mobiliare⁴⁴.

3.1. Anticipazioni della product governance nei singoli stati membri

Per l'affermazione della *product governance* negli ordinamenti continentali, l'apporto della Commissione e del Consiglio attraverso la stagione MiFID II si è dimostrato di sicuro rilievo. Si tratta di un progetto normativo i cui connotati di natura politica si mostrano evidenti e in cui altrettanto lampante si afferma il punto d'influenza esercitato da i sistemi di *common law*⁴⁵ da cui provengono i riferimenti di cultura giuridica da cui il governo del prodotto è scaturito e infine giunto nell'esperienza europea e degli stati membri.

securities to or buy them from their own clients; reinforced obligations on transparency and the information to be made available to the clients».

⁴¹ L'esigenza di riforma della Direttiva MiFID I è sorta a partire da un atto in cui la Commissione ha posto l'accento sulla necessità di una riforma, con particolare riferimento alle regole di organizzazione, alle *conduct of business obligations*. Di particolare interesse, per la trattazione di queste pagine, è la parte dedicata alla *Organisational requirements for the launch of product*, in cui viene sottolineato come, al fine di rinforzarli, risulti centrale predisporre una valutazione di compatibilità del prodotto, servizio o operazione così che questi corrispondano alle caratteristiche e alle necessità dei clienti a cui sono offerti.

⁴² Art. 9 par. 2 Direttiva delegata (Ue) 2017/593. Su come le regole del governo del prodotto, sia dal lato del produttore che da quello del distributore, risultino centrate sulla preservazione della posizione dell'investitore si veda C. GORTSOS, *Strictu Sensu Investor Protection under MiFID II. A Systematic Overview of Articles 24-30*, Cambridge, 2018, 73.

⁴³ Benché la *product governance* differisca dalla formula interventista, largamente diffusa nel diritto delle *securities* statunitense, e consistente in un vero e proprio *product banning*, infine l'effetto di una sua corretta applicazione non è poi così diverso. In questo senso si veda V. COLAERT, *Building Blocks of Investor Protection: All-embracing Regulation Tightens its Grip*, 6 *J. Eur. Cons. Mark. Law* (2017) 241.

⁴⁴ Sulla funzione "conformatrice" del mercato dei capitali europeo sostenuta dal governo del prodotto si veda, in particolare, N. MOLONEY, *EU Financial Market Governance and the Retail Investor: Reflections at an Inflection Point*, 37 *Year. Eur. Law* (2018) 267.

⁴⁵ Sull'origine della *product governance*, risultato dell'esperienza giuridica inglese, si veda più approfonditamente *infra* cap. 1, par. 4, 32-34.

Invero, la sensazione di un imminente cambio di passo si era già avuta con alcune disposizioni della Direttiva 2004/39/Ce che avevano preparato il terreno verso tutele più stringenti a protezione della clientela *retail* e che, al contempo, avevano concentrato i propri sforzi in vista di obiettivi sistemici, come quello del rafforzamento della stabilità e dell'efficienza del mercato, che incominciarono ad affermarsi nella politica legislativa europea per mezzo di istanze raccolte perlopiù nei considerando⁴⁶ e, in parte, negli articoli⁴⁷ della Direttiva MiFID I, attraverso l'espressione di clausole generali.

Disposizioni che hanno marcato un ben preciso segno con il riferimento a “misure”, “politiche”, “procedure” che le imprese avrebbero dovuto adottare al proprio interno affinché le statuizioni di principio previste dalla Direttiva trovassero un effettivo e concreto riscontro e, seppur ancora timidamente, si è intravisto un primo avvicinamento all'adozione degli strumenti di livello organizzativo, necessari a consolidare quell'indirizzo di ordine generale poc'anzi ricordato e di già rintracciabile in alcuni tratti dei lavori preparatori⁴⁸, come pure in altri atti della Commissione⁴⁹.

⁴⁶ Si pensi al considerando 31 della Direttiva 2004/39/Ce dove viene precisato che «Uno degli obbiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alla specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali o controparti)»; il considerando 33 invece ricorda che «È necessario imporre alle imprese di investimento un obbligo di esecuzione alle condizioni migliori in modo da garantire che esse eseguano gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente...»; il considerando 44, pur riferendosi al più circoscritto criterio della trasparenza, ribadisce come questo debba essere seguito al fine di «[...] tutelare gli investitori e garantire il buon funzionamento dei mercati mobiliari».

⁴⁷ A titolo esemplificativo, si ricordi l'art. 19 laddove statuisce che le imprese d'investimento, nello svolgimento della propria attività, devono comportarsi «[...] in modo equo, onesto e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti [...]»; in merito poi alle «[...] alle disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli destinate ad evitare che i conflitti di interesse che i conflitti d'interesse, quali definiti dall'art. 18, incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti», si veda, invece, l'art. 13.

⁴⁸ Ci si riferisce, in particolare, alla proposta di adozione della Direttiva MiFID I. Si veda *supra*, nota 40.

⁴⁹ Il riferimento non può che correre alla *European Commission Public Consultation. Review of the markets in financial instruments directive (MiFID)*, 8th December 2010.

L'accento cade nuovamente sui requisiti organizzativi degli operatori, peraltro già oggetto della Direttiva 2006/73/Ce. Viene sospinto un rafforzamento di alcune specifiche funzioni aziendali, come quelle relative alla *compliance* o al *risk management*, necessarie per garantire, da un lato, che i prodotti lanciati sul mercato rispettino le discipline in materia di *disclosure*, adeguatezza, appropriatezza, conflitti d'interesse e *inducements*, dall'altro che i rischi derivanti dalla commercializzazione di nuovi strumenti siano adeguatamente gestiti dall'impresa.

Con quest'atto la Commissione ha avuto il merito, in primo luogo, di dedicare una sezione delle potenziali modifiche relative alle “*conduct of business obligations*”. In seguito, nella parte dedicata alla “*Organisational requirements for the launch of product*”, viene sottolineato come, al fine di rinforzarli, risulti centrale predisporre una valutazione di compatibilità del prodotto, servizio o operazione così che questi corrispondano alle caratteristiche e alle necessità dei clienti a cui sono offerti (a proposito si approfondisca il contenuto di p. 68 della *Public Consultation*). Obiettivo che la Commissione ha ritenuto raggiungibile anche grazie a un necessario processo di *stress testing* e *reviewing* del prodotto.

Una simile tendenza, che solo per brevi cenni era stata anticipata in questa sede, poco più tardi si sarebbe attestata su larga scala, avrebbe investito il versante organizzativo dell'impresa, il contratto e le modalità di regolazione, ma conta precisare che si tratta di un indirizzo della norma che se si è attestato in capo al legislatore dell'Unione, allo stesso tempo, è stato ugualmente accolto anche dai singoli stati membri che hanno sviluppato in anticipo, prima che le versioni delle direttive e dei regolamenti entrassero in vigore in ciascun ordinamento, una spiccata attenzione verso quell'approccio di tutela del cliente apprestato antecedentemente, attraverso un robusto apparato organizzativo interno e impattante sugli atti di autonomia. Questa linea d'indirizzo si è fatta strada anche per via delle continue *debacles* dei principali attori del mercato finanziario, di crisi sistemiche con la conseguente mancanza di fiducia degli investitori che hanno richiesto una risposta, in minima parte sostenuta dai governi, ma principalmente condotta dalle autorità di vigilanza domestiche che hanno adottato comunicazioni, pareri, posizioni i cui tratti comuni si riscontrano nella vicinanza a concetti quali *product development* e *product design* e nella necessaria predisposizione di strutture interne. Premesse su cui si è innestata la volontà di fornire al cliente il prodotto più adatto ai propri bisogni, nell'intento di evitare al minimo la ripetizione su ampia scala di casi di distribuzione di prodotti incongruenti con determinate tipologie di investitori.

In questo solco si è inserita, fra le prime autorità in Europa, Consob che per mezzo della Comunicazione 9019104 del 2009 ha sostenuto la centralità della predisposizione di una politica commerciale volta a garantire prodotti compatibili con le esigenze della clientela, grazie alla costituzione di procedure aziendali a tal fine strumentali. La fase di ingegnerizzazione, con riguardo a prodotti complessi, deve guidare la tecnica produttiva dell'impresa che quindi dovrà prestare attenzione alla remunerazione dei dipendenti, agli obiettivi di *budget* e a strutturare una *compliance* conforme alla propria strategia distributiva⁵⁰. La sensibilità nell'intercettare prima di altri attori del mercato dei capitali le tendenze ad una maggiore cura del prodotto e alla predisposizione di processi organizzativi, si è dimostrata un tratto costante della politica di vigilanza dell'autorità che, sulla stessa linea, influenzata dai contributi di Esma in tema di *product governance*, ha

⁵⁰ I riferimenti all'adozione di procedimenti aziendali idonei, all'attenzione ad una fase di ingegnerizzazione blindata da procedimenti pedissequi e una politica imprenditoriale ispirata ad una sempre crescente attenzione verso le esigenze della clientela costituiscono il *fil rouge* della Comunicazione. In particolare si vedano p. 5-6.

rinforzato la propria posizione anche in merito ai processi di *product testing* e scambio informativo, indicando gli strumenti ritenuti complessi e le misure da adottare per garantire un corretto *matching* con gli investitori non professionali⁵¹.

L'inclinazione promossa da Bruxelles e recepita sin da principio dal nostro regolatore non ha faticato ad estendersi negli altri ordinamenti, a partire da quello francese dove l'*Autorité des marchés financiers*, sin dal 2010, ha sollevato le problematiche legate alla comprensibilità di prodotti strutturati, con particolare riferimento alle quote di fondi di investimento e i valori mobiliari rappresentativi del debito. Con la *position* intitolata «*La commercialisation des instruments financiers complexes*», l'Amf ha fissato in pochi punti la propria politica di regolazione, consistente nel progressivo avvicinamento alle esigenze degli investitori e il conseguente adeguamento delle procedure interne ai soggetti autorizzati. Benché il *duty of disclosure* nei confronti del cliente guidasse ancora l'azione dell'autorità francese, quest'ultima ha fornito alcuni spunti di riflessione utili che denotano un mutamento del clima anche nell'ordinamento d'oltralpe. Il miglior interesse del cliente e l'agire in maniera onesta, corretta e professionale⁵², fanno da sfondo agli obblighi posti in capo a distributori e produttori, necessari a prevenire casi di *mis-selling*⁵³ e così, tra questi, una protezione dell'investitore che non si riduca a un semplice regime di trasparenza⁵⁴, l'indicazione della clientela *target* alla luce di un'analisi complessiva del prodotto⁵⁵, l'assicurarsi che non siano commercializzati strumenti che non possano essere venduti ai clienti al dettaglio⁵⁶.

⁵¹ In particolare il riferimento va alla Comunicazione Consob, n. 0097996 del 22 dicembre 2014, pp. 5, 8, 9.

⁵² La *position* ricorda, nella sezione dedicata alla *primauté de l'intérêt des clients*, che «Les prestataires de services d'investissement financiers sont tenus respectivement d'agir "d'une manière honnête, loyale et professionnelle" "servant au mieux les intérêts" "de leurs clients et de se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients», *Position Amf, La commercialisation des instruments financiers complexes*, 2010-05, 15 Octobre 2010, 3-4, reperibile sul sito www.amf-france.org.

⁵³ Che si tratti dell'obiettivo principale dell'autorità francese del mercato finanziario lo si desume dalla sezione 3 della *position*, *Sur la détermination des critères objectifs permettant d'apprécier le risque de mauvaise commercialisation*, dove vengono fissati due criteri attraverso in base ai quali l'Amf valuta se la commercializzazione del prodotto possa essere pregiudizievole o meno verso il cliente finale. Essi sono «le risque de mauvaise appréhension de risques par le client; le risque d'inintelligibilité du produit proposé».

⁵⁴ «prennent en consideration, pour l'analyse des caractéristiques du produit, le cadre juridique dans lequel il a été et en particulier l'existence de règles destinées à protéger les investisseurs au-delà des règles d'information [...]», *Position Amf, La commercialisation des instruments financiers complexes*, 2010-05, 15 Octobre 2010, 5.

⁵⁵ «au vu de l'analyse des avantages et inconvénients du produit, réalisent un ciblage de la clientèle à laquelle ils entendent proposer ce produit», *ibid.*, 5.

⁵⁶ «vérifient particulièrement que ce produit n'a pas pour unique objet de permettre la commercialisation indirecte d'un produit qui ne pourrait pas être proposé directement aux investisseurs non professionnels», *ibid.*, 5.

Principi e indicazioni che sono stati assorbiti l'anno successivo dal lavoro interpretativo dell'autorità belga, anch'essa stimolata ad intervenire attraverso un approccio distinto da quello precedente, ispirato dall'ondata riformatrice europea e inteso a rispondere alla crescente sfiducia degli investitori, dovuta all'acquisto di prodotti complessi e ad un mercato dei capitali esposto a crisi periodiche. Così l'*Autorité des services et marchés financiers/Autoriteit voor financiël diensten en markten*, ha trasfuso i punti centrali di un progetto novellatore all'interno del *Moratorium on the distribution of particularly complex structured products*, articolato lungo la tracciabilità dei prodotti e la trasparenza delle regole di condotta, profili che posti al centro dell'agenda del regolatore, nonché governativa, ma che per rendere realtà un «future-oriented and preventive approach» sono stati collocati nel solco di un processo produttivo costantemente monitorato, dal *packaging* fino alla distribuzione⁵⁷.

Quando poi la *soft law* diventa strumento di ortopedia regolatoria, esercitato direttamente da organi governativi, il cambio di marcia può essere più o meno sensibile. L'ordinamento inglese è stato un chiaro esempio del primo indirizzo, grazie all'intervento del dipartimento del *Hm Treasury*, che non solo ha accompagnato sapientemente la transizione tra la precedente e la costituenda autorità del mercato finanziario, ma ha esaltato ulteriormente la linea ispiratrice della regolazione anglosassone, attenta a monitorare gli *standards of conduct* dei singoli operatori. In questo caso il governo del prodotto ha guidato un rinnovato orientamento in termini di regolazione⁵⁸, condotta di concerto da più attori, comprendente l'azione legislativa del parlamento, che all'inizio degli anni 2000 ha adottato alcune delle più significative riforme del mercato finanziario anglosassone, nonché l'intervento delle *authorities* che hanno apprestato una politica di indirizzo chiara e di lungo periodo a cui si è associato anche l'apparato governativo.

Non meno significativo, infine, l'apporto del Ministero dell'economia danese, collocatosi lungo l'angolo visuale del prodotto e della sua strutturazione da parte dell'intermediario e che si è esplicitato nell'*Executive order no. 345* del 15 aprile 2011 (*“Bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter”*, BEK nr. 345 af 15/04/2011), concentratosi sul c.d. *duty of labelling* dell'impresa. Un atto ministeriale con

⁵⁷ *Communication Fsma, Moratorium on the distribution of particularly complex structured products*, 2011-2, 2/06/2011, in particolare 2 e ss., rintracciabile sul sito www.fsma.be.

⁵⁸ *Hm Treasury, A new approach to financial regulation: building a stronger system*, February 2011, 69 e ss.

cui, in verità, non si è riservata specifica attenzione ai presidi organizzativi, bensì è stato descritto il metodo con cui, di fatto, l'intermediario deve effettuare l'identificazione del cliente di riferimento, associando ciascun singolo prodotto ad una categoria identificata da un colore a cui, di seguito, verrà ricondotto il *target* dell'investitore⁵⁹.

Talune di queste esperienze sono state seguite con interesse dalla stessa Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari che ha raccolto diversi riscontri provenienti dai principali *stakeholders* del mercato finanziario e che, attraverso principi generali⁶⁰ e un *toolkit*⁶¹ destinato a raccogliere tutte le misure necessarie per garantire un mercato solido e la tutela del cliente al dettaglio, ha assorbito le migliori suggestioni provenienti da diversi ordinamenti e che, di seguito, per mezzo di un sistema dialogico, si è cercato di apprendere per gettare le basi di un nuovo modello di regolazione.

Una seppur rapida panoramica dei sistemi europei, che ha toccato il lato della regolazione, nonché quello della programmazione economica, ha consentito di aprire un

⁵⁹ Si veda in particolare p. 2 del “*Bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter*”, con specifico riferimento alla sezione “*Mærkning*” (“*labelling*”) al par. 4 (1), in cui si precisa che «Risk-labelling means that the type of investment product is divided into the categories green, yellow or red, respectively, cf. subsections (2)-(4)» e che «(2) A type of investment product is in the category green if the risk of losing the whole amount invested is to be considered as very small, and if the product type is not difficult to understand; (3) A type of investment product is in the category yellow, if there is a risk that the amount invested can be lost wholly or partly, and if the product type is not difficult to understand; (4) A type of investment product is in the category red, if there is a risk of losing more than the amount invested, or if the product type is difficult to understand; (5) The types of investment products in the category green, yellow and red, respectively, are shown in Annex 1». Testo e traduzione sono reperibili sul sito del ministero dell'industria e delle attività commerciali e finanziarie danese www.eng.em.dk.

⁶⁰ I principi che la Iosco ha abbracciato e in cui possono riscontrarsi dei punti di contatto con la *product governance*, sono chiaramente elencati all'interno del *Final report, Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products*, FR 01/13, January 2013. Si pensi alla raccolta delle informazioni relative alla clientela (p. 17); l'adozione di un'adeguata struttura interna di *compliance* rispetto alla quale di centrale interesse risultano i rispettivi *means of implementation* (p. 18); i necessari incentivi che consentano ai *distributors* di collocare dei prodotti ai clienti, in base alle proprie esigenze (p.19). Principi trasfusi in un *Report* che, tra i *key principles*, annovera la *classification of customers*.

⁶¹ Iosco, attraverso il *Final Report, Regulation of Financial Structured Products*, FR13/14, December 2013, ha deciso di dare delle indicazioni programmatiche a tutti i suoi membri, per arginare i rischi legati alla commercializzazione di prodotti complessi. Così è stato predisposto un *Regulatory toolkit* che si fonda su ben cinque pilastri, tra cui i più significativi risultano quelli di un approccio regolatorio generale ai prodotti strutturati e una più intensa attenzione alla fase di *design* e di emissione degli stessi. Tra i vari *regulatory tools*, se ne ricordano alcuni che lasciano intendere un cambiamento in termini di regolazione. La necessità di adottare un approccio che prenda in considerazione l'intera *value-chain* del mercato dei prodotti finanziari (*Regulatory tool 2*, p. 16); l'identificazione degli investitori in base al tipo, alla classe e le caratteristiche (*Regulatory tool 3*, p. 16); l'adozione di un *financial modelling* così da prevenire i rischi legati al prodotto (*Regulatory tool 4*, 18). Su tutti spicca, però, l'attuazione di *Product Approval Processes* (*Regulatory tool 5*, p. 19), in particolare quelli interni all'impresa, fondati sullo sviluppo di sistemi interni di *design* del prodotto, sulla fissazione delle responsabilità in capo a coloro che gestiscono il procedimento, sugli interessi del cliente e sull'eliminazione di conflitti tra quest'ultimo e l'impresa.

varco verso un'inversione di rotta in termini di politica del diritto che ha coinvolto diversi protagonisti, a loro volta autonome ed eccentriche fonti di produzione della normativa settoriale. Le autorità indipendenti degli stati membri, nonché alcuni apparati amministrativi governativi, hanno sospinto i primi slanci verso un sistema di protezione collocato nella fase dell'ideazione, di natura preventiva, anticipatoria, concentrato sul contratto e sul cliente finale, ma allo stesso tempo, anche su una più attenta descrizione delle procedure e della preparazione di un robusto apparato organizzativo, che si sono dimostrati necessari per dare attuazione a questo nascente sistema. In alcuni casi tale impronta si è appena percepita, in altri, ha avuto un impatto immediato e di più ampio respiro.

4. Le origini del fenomeno: l'esperienza dell'ordinamento inglese

La panoramica appena affrontata ha considerato le epifanie di talune strategie più o meno vicine al governo del prodotto, accolte in alcuni stati membri, oltre che nell'ordinamento inglese e proprio in quest'ultimo la *product governance* è comparsa in principio, nelle sue espressioni financo "cellulari", per poi svilupparsi e diffondersi su scala globale, contaminando soprattutto il sistema giuridico dell'Unione e quelli interni. Nel ragionare del governo del prodotto quale esempio di regola sorta e impostasi in un sistema giuridico di *common law*, non può che avanzarsi uno studio che tenga conto della sua origine e successiva affermazione e che la inserisce nel più ampio fenomeno della circolazione dei modelli⁶², ispirato al criterio dell'efficienza⁶³ e che per essere apprezzata

⁶² Nel contesto di uno studio di livello comparato, il riferimento al tema della circolazione dei modelli giuridici sottolinea come il diritto, benché frutto di un processo politico locale e in coerenza con i confini della giurisdizione statale, possa essere riprodotto anche al di fuori dell'ordinamento di appartenenza. Tra le più importanti studi della circolazione dei modelli giuridici R. SACCO, *Circolazione e mutazione dei modelli giuridici*, in *Dig. disc. priv.*, II, Torino, 1988, 365 e ss.; Id., *Introduzione al diritto comparato*, Torino, VII ed., 2019, 123 e ss. Altrettanto decisivo nella spiegazione del fenomeno, tra gli esponenti della dottrina straniera, troviamo A. WATSON, *Legal Transplants*, Edinburgh, 1974, 21 e ss.

⁶³ Il criterio dell'efficienza, assunto quale riferimento per comprendere la circolazione dei modelli giuridici, è una diretta conseguenza di un'analisi ispirata alla metodologia della *Law and economics*. Tra gli studiosi più convinti nell'affermazione di tale principio quale motore della comparazione e dei *legal transplants* troviamo U. MATTEI, *Efficiency in Legal Transplants: An Essay in Comparative Law and Economics* 14 *Int. Rev. Law. Ec.* (1994) 3; ID., *Circolazione dei modelli giuridici* (voce), in *Enciclopedia del diritto. Annali*, V, Milano, 2012, in particolare 177-178; seppur con un breve cenno M. GRAZIADEI, *Comparative Law, Transplants and Reception*, in M. REIMANN, R. ZIMMERMANN (ed.), *The Oxford Handbook of Comparative Law*, II, Oxford, 2019, 461-462. La vicinanza all'efficienza quale valore trainante della comparazione nel corso dei secoli si scorge anche in A. WATSON, *The Importance of "Nutshells"*, 42 *Am. J. Comp. Law* (1994) 1.

ha sicuramente beneficiato di un contesto globalizzato, modellato sul fitto intrecciarsi di impresa, prodotti e mercati, così come quello finanziario. Nell'individuare le deficienze di sistema è parso dunque più semplice affidarsi al *legal transplant* di un modello verificato e attestatosi da tempo⁶⁴, che poggia le basi sulla capacità di guidare la politica normativa del settore finanziario e di orientarsi tra atti, comportamenti e strutture dell'impresa, riassumendo in tale elasticità la sua cifra caratterizzante, benché una migliore comprensione del significato richieda un puntuale richiamo relativo alle origini. Significa dunque porre l'attenzione su i presupposti metodologici che si sono sviluppati in seno all'ordinamento inglese, in cui si è manifestata per la prima volta, grazie all'onda lunga della spinta riformatrice del 1986⁶⁵ con cui, a cavallo tra la fine degli anni novanta e i primi due decenni del ventunesimo secolo, si è assistito a una svolta tangibile nella regolazione dei mercati mobiliari⁶⁶. Grazie a un intenso impegno in sede parlamentare e all'apporto della autorità di vigilanza⁶⁷, il legislatore britannico ha dimostrato un

⁶⁴ Si veda L. VELLISCIG, *Season 3. Product Governance. Rethinking Retail Customer Protection in the EU Insurance Market*, 18 *Global Jurist* (2017) 2, per cui la *product governance* costituisce l'effetto della circolazione di un modello ispiratosi al criterio dell'efficienza.

⁶⁵ Il Regno Unito si è dotato in quell'anno del *Financial Services Act* con cui si è dato vita a una nuova struttura istituzionale all'interno del mercato finanziario inglese: in termini di regolazione ha dato vita a un sistema di regolazione misto, in parte condotto a livello governativo, in parte lasciato alla *self-regulation* delle imprese. Con questa legge venne costituito infine il *Securities Investment Board*, l'allora autorità di vigilanza che aveva il compito di presidiare il mercato dei capitali. Tra le competenze del SIB vi rientrava anche quella di riconoscere le cc.dd. *self-regulatory organizations* (SROs), agenzie che, a loro volta, dovevano controllare e autorizzare l'attività delle imprese (si trattò del *Securities and Future Authority*, della *Investment Managers Regulatory Organisation* e la *Personal Investment Authority*). Ma la categorizzazione dei clienti, la susseguente fissazione degli obblighi, l'introduzione della *suitability rule* e i requisiti di base dei *key feature documents* per i prodotti destinati ai clienti *retail*, costituiscono l'eredità più significativa del FS Act. Di seguito, attraverso il *Companies Act* del 1992, sono state apportate delle modifiche alla disciplina che regolava il rapporto tra SIB e SROs, con particolare riferimento ai criteri utilizzati dal SIB per valutare che le SROs garantissero l'adeguata protezione della clientela e alle regole che il *board* aveva imposto di inserire in ciascun *rulebook* delle *organizations*. Sulla natura e le linee ispiratrici di questa riforma si veda M. MORAN, *Theories of Regulation and Changes in Regulation: The Case of Financial Markets*, 35 *Political Studies* (1986) 185, 194-200.

⁶⁶ Di sicuro impatto sono stati, in questo frangente, due atti che hanno garantito un cambio di passo alla regolazione dei mercati finanziari. Nello stesso anno, infatti, sono stati adottati, da un lato, da parte della FSA un *positioning paper* intitolato *A New Regulator for a New Millenium*, dall'altro, una legge del Parlamento inglese, il *Financial Services and Markets Act*, entrambi del 2000. Con il primo, la FSA ha posto sul tappeto l'interpretazione dei propri poteri e obiettivi, ponendo le basi per le decadi a venire in termini di politica regolatoria; con il secondo il legislatore inglese ha plasticamente dato forma al sistema di regolazione, con una chiara indicazione dei poteri riconducibili in capo all'autorità, tra cui, il più significativo risiede sicuramente nella *section 138* «*grants the FSA rule-making power*».

⁶⁷ Le riforme elaborate presso la *City of Westminster* hanno coinvolto direttamente le autorità di vigilanza. Nel 1998 il SIB cambiò il proprio nome in *Financial Services Authority*. Nel 2000, grazie all'emanazione del *Financial Services and Markets Act* (FSMA), la FSA accorpò ben nove *regulatory bodies* assumendo un ruolo precedentemente mai ricoperto da nessuna autorità indipendente e cioè quello di promozione dell'educazione finanziaria, fissando i principi ispiratori della propria politica di regolazione nel *positioning paper* «*A New Regulator for a New Millenium*», poc'anzi ricordato. Altrettanto importante,

rinnovato approccio nel rimodulare profondamente il sistema della regolazione, consolidandone la stabilità e ponendo al centro le garanzie a tutela del cliente, in questo modo ridisegnando la struttura delle *authorities*. Gli interventi modificatori dell'assetto istituzionale del settore finanziario hanno dato avvio a quell'impronta rinnovatrice al cui interno hanno avuto spazio le prime aree d'intervento in termini di *product governance*. Le autorità di settore hanno ricoperto una funzione di primo rilievo⁶⁸, non hanno cioè semplicemente dato attuazione alla propria *soft law*, ma hanno sviluppato un programma di più ampio respiro, basato sull'attuazione di cc.dd. *conduct policies*, tra cui una su tutte ha avuto il merito di segnare una stagione normativa e, allo stesso tempo, dirimente in termine di regolazione: la *Treating Customer Fairly Initiative*⁶⁹.

4.1. La Treating Customer Fairly Initiative. Una prima emersione del governo del prodotto

Le fondamenta del progetto si riscontrano negli atti delle autorità indipendenti inglesi del mercato finanziario, principalmente nell'*Handbook of Rules and Guidance*⁷⁰,

nell'organizzazione dell'architettura regolatoria inglese, è stata l'adozione del *Financial Services Act* del 2012, con cui sono state create due nuove autorità di vigilanza, la *Financial Conduct Authority* e la *Prudential Regulation Authority*. La prima, di fatto, ricopre le medesime funzioni della FSA, mentre la seconda fu istituita per condurre l'attività di supervisione prudenziale, precedentemente affidata alla *Bank of England*. Queste due nuove autorità, continuarono a portare avanti le politiche oramai da tempo fissate sull'agenda del legislatore, inglese cercando di rafforzare quelle misure regolatorie fondate su una precipua commistiond di *principle based* e *risk based regulation*, con una mai sopita attenzione alla responsabilità del *senior management*. Con riferimento a quest'ultima ondata riformatrice si veda E. FERRAN, *The Break Up of the Financial Services Authority*, 31 *Oxford J. Leg. St.* (2012) 455; A. GEORGOSOULI, *The FCA-PRA coordination scheme and the challenge of policy coherence*, 8 *Cap. Mark. Law J.* (2013) 62.

⁶⁸ Si fa riferimento alla *Financial Services Authority*, seguita dalla *Financial Conduct Authority* e *Prudential Regulation Authority*.

⁶⁹ Una completa panoramica della *TCF initiative* viene fornita da J. EDWARDS, *Treating Customer Fairly*, 14 *J. Fin. Reg. Compl.* (2006) 242; T. WILLIAMS, *Open the Box: an Exploration of The Financial Services Authority's Model of a Fairness in Consumer Financial Transactions*, in M. KENNY, J. DEVENNEY, L. FOX O'MAHONEY (ed.), *Unconscionability in European Private Financial Transactions*, Cambridge, 2010, 227 e ss.

⁷⁰ L'*Handbook of Rules and Guidance* è una raccolta di orientamenti, linee guida e standards, in origine fissati dalla FSA e successivamente adottati da FCA, a loro volta distribuiti all'interno di differenti sezioni (*High Level Standards; Prudential Standards; Business Standards; Regulatory Standards; Regulatory Process; Redress; Specialist Sourcebooks; Listing, Prospectus, Disclosure; Handbook Guides; Regulatory Guides; Glossary*).

I contenuti sono collocati principalmente all'interno di *Sourcebooks* e, in minima parte, di *Guides* o *Manuals*. Tale *Handbook* ha valore vincolante, in quanto espressione dei *rule-making powers* riconosciuti in capo all'allora FSA dalla *section 138 della part X, Rules and Guidance*, del *Financial Services and Markets Act* (FSMA), entrato in vigore a partire dal 14 giugno 2000. Si tratta di una fonte centrale all'interno dell'intero comparto del diritto finanziario, in quanto ne coinvolge le singole branche e viene

nei *papers* e nei *reports*, che sostanziano il nuovo corso del mercato mobiliare inglese, basato su una precisa linea di comportamento riconducibile in capo all'intermediario, tenuto ad agire «honestly, fairly and professionally in the best interests of its client»⁷¹. Tale iniziativa, fortemente pervasa da un approccio *principle based*⁷² e destinato ad una più efficiente gestione dei conflitti d'interesse, per vero, ha precorso un sentiero che, con riferimento ai principi fondanti, sarà in seguito accolto in sede europea. In punto di contenuti però, la cifra innovativa in parte si scolora⁷³, se messa a confronto con l'ordinamento statunitense in materia di *securities*, allorché di “*treating fairly*” si erano già riscontrate le tracce nell'esperienza d'oltreoceano. Si intende riferirsi ad alcune teorie incise dalla pervadente impronta fiduciaria che da sempre ha influenzato il settore dei servizi di investimento e che, a più riprese, ha sospinto questo tipo di condotta, come nel

periodicamente aggiornato, se non addirittura modificato attraverso specifici *amendements*, da parte della stessa autorità di vigilanza.

I contenuti che, nella prospettiva di questo scritto, risultano più interessanti sono collocati tra i *Business Standards*, con riferimento al *Conduct of Business Sourcebook (COBS)* e gli *High Level Standards*, che annoverano al loro interno i *Principles for Business (PRIN)*.

⁷¹ Un'impostazione che troviamo cristallizzata all'interno del *Conduct of Business Sourcebook (COBS)*, contenuti entro i *Business Standards*. Per il riferimento a queste linee ispiratrici della condotta dell'intermediario si veda il COBS 2.1.1.

⁷² Sulla tendenza *principle based* riconducibile al progetto TCF si veda J. BLACK, *Regulatory Styles and Supervisory Strategies*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (ed.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, 231 e ss.

⁷³ In questo senso si veda A. GEORGOSOULI, *The FSA's Treating Customer Fairly (TCF) Initiative: What is Good About It and Why It May Not Work*, 38 *J. Law Soc.* (2011) 408, laddove riscontra le prime tracce del trattamento “*fairly*” della clientela da un lato nella legislazione inglese in materia di imprese assicurative, in particolare nel *Policyholders Protection Act* del 1975. Si tratta di una legge che intendeva proteggere i sottoscrittori di polizze vita o danni nell'ipotesi di crisi e conseguente insolvenza dell'assicurazione. Una simile impostazione sembra emergere, in materia di conflitto di interesse, in seno alle *conduct of business rules* del SIB (*Securities and Investments Board*) del 1990. In questo senso, non si può dimenticare la *core rule 2*, laddove si specifica che se l'impresa ha un interesse potenzialmente confliggente con quello del cliente, essa deve adottare tutte le misure «[...] to ensure fair treatment for the customer». Sulla stessa linea si innesta anche lo *Statement of principle 6* del marzo 1990.

caso della *shingle theory*⁷⁴, della *suitability doctrine*⁷⁵ e della *fiduciary theory*⁷⁶. Il governo del prodotto si sviluppa dunque sulla scorta di una tradizione giuridica risalente e di un ordito normativo composto dagli atti della *Financial Services Authority* che costituiscono le premesse della *policy*⁷⁷, in virtù di uno sfondo in cui l'impresa «must pay a due regard to the interests of its customers and treat them fairly»⁷⁸ e che ne consente l'applicazione all'operato del *senior management*, tenuto a un trattamento *fair* della clientela⁷⁹, comprendente l'intero ciclo di vita del prodotto e che abbracci una serie di passaggi necessari per lo svolgimento di un'attività, attenta alla prospettiva del cliente e del mercato. Tra questi vi rientra anche il governo del prodotto⁸⁰, le cui basi erano state

⁷⁴ Si tratta di una teoria che impone un *fair dealing* con il cliente da parte dell'intermediario, per via della sua qualifica professionale e, in base a simili premesse, appare chiaro che la *shingle theory* determini la tutela dell'affidamento del primo rispetto al secondo. Formulata per la prima volta nella decisione SEC, *Duker & Duker, SEC 386 (1939)*, in cui si specifica che «Inherent in the relationship between a dealer and his customer is the vital representation that the customer will be dealt with fairly, and in accordance with the standards of the profession». Il continuo e presente rimando ad un trattamento che deve pur sempre presentare i caratteri della correttezza si riscontra anche nella sua originaria apparizione in sede dottrinale. Si veda in particolare L. LOSS, *The SEC and the Broker-dealer*, 1 *Vand. L. Rev* (1948) 518, che precisa come «The theory is that even a dealer at arm's length impliedly represents when he hangs out his shingle that he will deal fairly with the public». Per un ulteriore approfondimento sul rapporto tra la teoria e il trattamento corretto della clientela, si veda F.M. GEDICKS, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, 37 *Ariz. St. Law J.* (2005) 557.

⁷⁵ Questa dottrina richiede all'impresa d'investimento di accertare che le operazioni eseguite o consigliate siano adeguate alle caratteristiche finanziarie e personali del cliente. Nella decisione della SEC, *Richard N. Cea, SEC*, 8, 16, 18 (1969) se ne può cogliere un primigenio significato nel momento in cui si specifica che «It was incumbent on the salesman in these circumstances, as a part of their basic obligation to deal fairly with the investing public, to make only such recommendations as they had a reasonable grounds to believe met the customers' expressed needs and objectives». Tra i commentatori che si sono occupati di definire questa teoria si vedano, *ex multis*, A.E. ROACH, *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*, 29 *Hastings Law J.* (1978) 1069; L.D. LOWENFELS, A.B. BROMBERG, *Suitability in Securities Transactions*, 54 *The Business Lawyer* (1999) 1557.

⁷⁶ La *fiduciary theory* costituisce il presupposto assiologico della teoria della targa, poc'anzi ricordata e non potrebbe essere altrimenti, in base al fatto che l'affidamento dell'investitore verso l'operatore qualificato si fonda inevitabilmente su un rapporto di tipo fiduciario. Si veda a proposito C. WARTMAN, *Broker Dealers, Market Makers and Fiduciary Duties*, 9 *Un. Chi. Law J.* (2015), in particolare 751 e ss. Un'affermazione della teoria si è avuta anche a livello giudiziale nella decisione *Hughes v. S.E.C.*, 174, F2d 969.

⁷⁷ Il riferimento corre precisamente ai *Principles for Business (PRIN) 2.1.*, in particolare quelli previsti dal punto sei al punto otto

⁷⁸ *FSA Handbook, High Level Standards. The principles*, PRIN 2.1, punto 6 «Customers' interest».

⁷⁹ In questo senso, la FSA, ha predisposto sei *consumer outcomes* che le imprese si devono impegnare a garantire. Questi obbiettivi sono precisamente indicati nel *paper* della FSA intitolato *Treating Customer Fairly – towards a fair outcomes for the consumers*, 2006, 3 e sono i seguenti: «I) Consumers can be confident that they are dealing with firms where the fair treatment of customer is central to the corporate culture; II) Products and services marketed and sold in the retail market are designed to meet the needs of identified consumer groups and are targeted accordingly; III) Consumers are provided with clear information and are kept appropriately informed before, during and after the point of sale; IV) Where consumers receive advice is suitable and takes account of their circumstances; V) Consumers are provided with products that perform as firms have led them to expect, and the associated service is both of an acceptable standard and as they have been led to expect; VI) Consumers do not face unreasonable post-sale barriers imposed by firms to change product, switch provider, submit a claim or make a complaint».

⁸⁰ FSA, *Treating Customer Fairly – towards fair outcomes for consumers*, July 2006, 6.

poste con altri atti facenti parte del medesimo disegno regolatorio⁸¹, lo stesso in cui la *soft law* dell'*authority* concorre a definire con maggiore dettaglio l'istituto esaminato, ponendo l'accento sulla sua collocazione nella fase di *design* del prodotto⁸².

4.1.2. (segue) Product governance: *definizione e contenuti*

Lo studio della *TCF Initiative* ha consentito di misurare come nel corso degli anni le autorità indipendenti abbiano contribuito a delineare con maggior precisione la *product governance*, a distinguerne i passaggi e a fissarne i contenuti essenziali, rendendola il nuovo baricentro del sistema dei servizi finanziari. La determinazione del governo del prodotto si è imposta quale esigenza di certezza del diritto da parte degli operatori, un

Benché il governo del prodotto non sia di seguito ulteriormente richiamato in questo contributo della FSA, non si può non notare come nella *section 2 (Achieving a fair deal for consumers)* come pure nella 4 (*What is our work telling about progress?*), vengano sviluppati alcuni concetti che ne costituiscono l'asse portante, attraverso l'approfondimento di alcuni *outcomes* precedentemente indicati alla nota n. 87.

⁸¹ Il riferimento va al *report* dell'FSA, *TCF – progress and next steps*, July 2004, par. 2.4., in cui, affinché il cliente possa essere trattato correttamente, vengono precisati i contenuti del *product life-cycle*, che sono i seguenti: *product design and governance, identifying target markets, marketing and promoting the product, sales and advice process, after-sales information and service complaint handling*. Va ricordato anche il *report TCF – building on progress*, July 2005, 13-27, che ha sostenuto la politica del *treating customer fairly* attraverso un approccio che comprendesse tutte le fasi in cui il prodotto era coinvolto, dalla creazione alla distribuzione e che ha precisato che se l'impresa «[...] do not properly structure, test and review the products they design and consider the impact on the consumers for whom they are likely to be suitable, they risk creating product that will fail to meet consumer needs».

⁸² Si veda in particolare il *paper TCF in Product Design*, July 2007, 1, soprattutto laddove vengono identificate quattro *key areas* caratterizzanti tale fase. Queste sono l'identificazione del *target market*, attuazione dello *stress-testing* dei prodotti, adozione di sistemi e procedure interne al *management* dell'impresa e adeguato set informativo fornito ai clienti nelle differenti fasi del lancio, della distribuzione e del post-vendita.

Questo stesso *paper*, per ciascuna delle attività costituenti le aree-chiave, specifica come debbano essere condotte e fissa delle *best practices*, affinché siano svolte nel miglior interesse dei clienti. Per rafforzare il momento del *product design* nel suo significato, il documento deve essere letto insieme al *Policy statement FSA, Responsibilities of providers and distributors for the fair treatments of customers. Feedback on DP06/4*, July 2007 e alla *Providers and Distributors Regulatory Guide Instrument*, 12 July 2007, Fsa 2007/41. Quest'ultima è parte di un *Annex* della *policy* e ne costituisce il suo contenuto più interessante. In particolare laddove, più che i profili di responsabilità di produttori e distributori, ne vengono specificati gli oneri affinché sia garantito un "*fair treatment for the customers*".

bisogno che si è affermato soprattutto nell'ambito dei cc.dd. prodotti strutturati⁸³, sottoposti al monitoraggio continuo del regolatore⁸⁴.

Se in termini più generali è stata spesso considerata come un passaggio del ciclo vitale del prodotto⁸⁵, non sono mancate le occasioni per una definizione più precisa. A fronte della preoccupazione dell'autorità di settore per la ciclicità delle crisi, legate soprattutto al collocamento di prodotti strutturati⁸⁶, la *governance* viene definita come un insieme di «[...] systems and controls in relation to product design, product management

⁸³ Con il termine “prodotti strutturati” si fa riferimento a prodotti finanziari caratterizzati da un profilo di rischio e rendimento riconducibili, in parte, a prodotti a medio termine – generalmente obbligazioni – e, in parte, a strumenti derivati. Per una prima definizione, si veda W. BREUER, A. PREST, *Retail Banking and Behavioral Financial Engineering: The Case of Structured Products*, 31 *J. Bank. Fin.* (2007) 828, laddove si specifica che «These are combinations of derivatives and underlying financial instruments which exhibit structures with special risk/return profiles that may not be otherwise attainable on the capital market without significant transaction costs being incurred – at least for private investors. Discount reverse convertibles and reverse convertible bonds are important examples of structured products». Con riferimento ai prodotti strutturati indirizzati verso una clientela *retail*, sembra utile riprendere la definizione fornita dall'*opinion* di Esma, *Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*, 27th March 2014, Esma/2014/332, all'*annex I*, p. 2, laddove si specifica che «structured retail products (SRP's) are compound financial instruments that have characteristics of combining a base instrument (such as note, fund or deposit) with an embedded derivative(s) that provides an economic exposure to reference assets, indices or portfolios. In this form, they provide investors, at predetermined times, with pay-offs that are linked to the performance of reference assets, indices or other economic values».

⁸⁴ Le imprese, tra i numerosi obblighi che devono sostenere, hanno il compito di condurre un'adeguata attività di *product design and development*. Un aspetto sottolineato, in relazione ai prodotti strutturati, dal *paper* di FSA, *Treating Customer Fairly – structured investment products*, October 2009, in particolare p. 3-4. In questa sede FSA sottolinea la necessità di implementare il processo di «design and development» del prodotto. Vengono precisate le fasi in cui il *product development* si sostanzia, tra cui si riscontrano l'identificazione di una *target audience*, il previo riconoscimento delle caratteristiche del prodotto, un'analisi di scenario in base alla quale determinare le perdite derivanti dall'investimento, l'applicazione di *stress tests*. Allo stesso tempo viene ricordato come sia importante che gli intermediari si dotino di un adeguato sistema di gestione del rischio.

⁸⁵ Si vedano in questo senso le *Regulatory guides* di FCA, in particolare le *Responsibilities of providers and distributors for fair treatment of customers (RRPD)*, in *FCA Handbook*, par.1. 14, 3, laddove si specifica come ogni singolo passaggio del *product-life cycle* include «design and governance, identifying target markets, marketing and promotion, sales and advice processes, after-sales information and service and complaints handling».

⁸⁶ La *Financial Services Authority* esprime un monito preciso allorché specifica che «[...] there was a risk that the continuing growth in the market for structured products generally (including structured deposits), together with increasing product complexity, would place strain on firm's product governance. Lack of robustness in firms product development and marketing process would increase the risk of poorly-designed products and mis-selling or mis-buying further down the value chain», *FSA Finalised Guidance, Retail Product Development and Governance – Structured Product Review*, 2012, par. 2.12, 5.

and distribution strategies»⁸⁷. Di più, lungo la scia dell'*outcome 2* del progetto *TCF*⁸⁸, la *Financial Conduct Authority* pone l'accento sull'identificazione del mercato di riferimento che, oltre a incidere sullo sviluppo del prodotto, sulla sua promozione e sulla scelta di un canale distributivo, viene considerato «[...] crucial, not only for generating ideas for products, but for avoiding failures later in the value chain»⁸⁹.

La *governance* si colloca nella fase dell'ingegnerizzazione⁹⁰ e richiede precisi obblighi sia in capo agli emittenti che ai distributori, declinati differentemente a seconda dello strumento compravenduto, ma pur sempre suddivisi tra momento del contratto e dell'impresa nella garanzia della protezione dell'investitore e si sostanzia in una serie di oneri che, una volta determinati gli obiettivi a cui gli operatori tendono grazie all'applicazione della regola⁹¹, si articolano attraverso specifiche disposizioni⁹². Grazie poi a un dialogo continuo tra principi ispiratori e norme di dettaglio, esse incrociano sia il lato dei soggetti autorizzati sia dell'atto, così il *manufacturer* è tenuto ad assicurare uno strumento in linea con il mercato e le esigenze dei clienti di riferimento, ponendo in essere ogni ragionevole sforzo⁹³, mentre il *distributor*, invece, dovrà mantenere aggiornato il flusso informativo con l'emittente⁹⁴, costante anche nella fase *post-sale*, sottostare alla stringente disciplina del collocamento di strumenti creati da produttori non sottoposti alla

⁸⁷ FSA *Finalised Guidance, Retail Product Development and Governance – Structured Product Review*, 2012, par. 2.5, 4. Una definizione, anch'essa di ampio respiro, del governo del prodotto, viene fornita nel *FCA Handbook*, in particolare nel *Product Intervention and Product Governance Sourcebook (PROD)*, 1.1.2, laddove si stabilisce che «Product oversight and governance refers to the systems and controls firms have in place to design, approve, market and manage products throughout the products' lifecycle to ensure they meet legal and regulatory requirements».

⁸⁸ «Products and services marketed and sold in the retail market are designed to meet the needs of identified consumer groups and are targeted accordingly».

⁸⁹ FSA, *Finalised Guidance, Retail Products Development and Governance – Structured Product Review*, 2012, par. 7. 11, 15.

⁹⁰ L'oggetto principale della *governance* del prodotto, l'identificazione del mercato di riferimento, viene compreso da gran parte della *soft law* delle autorità di vigilanza all'interno della fase del *product design*. Così vi è stato chi ha considerato il governo del prodotto non tanto quanto una parte del *design*, ma addirittura sovrapponibile ad esso, in termini di contenuti e di obblighi in capo alle imprese produttrici e distributrici. In questo senso, si vedano in particolare G. HOWELLS, I. RAMSAY, *Handbook of Research on International Consumer Law*, Cheltenham, 2018, 389.

⁹¹ «Good product governance should result in products that: 1) meet the needs of one or more identifiable target markets; 2) are sold to clients in target markets by appropriate distribution; 3) deliver appropriate client outcomes», PROD 1.1.3.

⁹² Principalmente contenute all'interno dell'*FCA Handbook*, in particolare all'interno del *Product Intervention and Governance Sourcebook (PROD)*.

⁹³ PROD. 3.2.1., in *FCA Handbook, Product Intervention and Product Governance Sourcebook*. Nella stessa sezione del *Sourcebook*, PROD. 3.2.4., vengono poi fissati i singoli passaggi che stanno alla base del *product approval*, cioè identificazione del *target market*, valutazione dei rischi, strategia di distribuzione coerente con il mercato identificato.

⁹⁴ PROD. 3.3.3; 3.3.4, in *FCA Handbook, Product Intervention and Product Governance Sourcebook*.

normativa MiFID II, condurre una valutazione periodica del rischio e del mercato *target*⁹⁵. L'insieme di obblighi che si snodano dalla fase di programmazione fino a quella di collocamento si attestano sul crinale tra contratto e impresa che vicendevolmente si influenzano e, di fatto, ricalcano quelli dell'*FCA Handbook*, consistenti nell'individuazione del mercato di riferimento⁹⁶ e nell'approvazione del prodotto⁹⁷, *stress tests*⁹⁸, riscontro della compatibilità del prodotto con i bisogni degli *end customers*. Un dato resta fermo per qualsiasi tipologia di strumento e si concentra nella lettura per cui il governo del prodotto, regola polimorfa e trasversale, ha posto al centro della realtà del mercato finanziario l'investitore *retail*, le sue necessità, con lo scopo di prevenire crisi derivanti da episodi di *mis-selling*.

5. Governo del prodotto e tecniche di regolazione, nell'alveo del "diritto privato regolatorio". Una premessa

Lo studio della regola non poteva non principiarsi dal perimetro definitorio fornito dal dato fattuale e da quello normativo, come pure da una panoramica insistente sulla provenienza rintracciabile sulle assi financo di natura culturale derivanti dalla tradizione inglese e, per un certo verso, di quella ancor più risalente di provenienza transatlantica.

⁹⁵ PROD. 3.3.26 – 3.3.29, in *FCA Handbook, Product Intervention and Product Governance Sourcebook*.

⁹⁶ *FCA Structured Products, Thematic Review of Product Development and Governance*, 2015, in particolare p. 15. Con questa *review* di FCA, in materia di prodotti strutturati, l'analisi del *target market*, viene considerata importante non solo per ideare il prodotto e indirizzarlo ad una certa clientela. FCA infatti si concentra su un aspetto interessante, mai realmente affrontato in precedenza, quello della analisi della *product complexity*. A fronte di una tale lacuna la FCA ha pensato di stilare un *rating* relativo alla complessità del prodotto, in base al numero di *features* contenute da ciascun prodotto. Sulla scorta di questa iniziativa l'autorità si augura che le imprese siano in grado di riflettere non solo i bisogni, ma anche la "*sophistication of their target market*".

⁹⁷ Le imprese, al fine di apprestare un "*transparent and auditable product approval framework*", devono seguire i seguenti punti: «have clear roles and responsibilities for those involved; incorporate effective scrutiny and first and second line of defence challenge at appropriately senior levels; embed the delivery of fair outcomes for end customers; adequately manage of any conflict of interests between the firm and the end customer (for example, in the pricing of debt issued by the firm); have a clear criteria for when an abridged or "light" process may be used (for example, new issuances for the same product); have a clear criteria for what constitutes a new product; take account of changes in the external environment; have a review mechanism to prevent product design "creep"». *FCA Structured Products, Thematic Review of Product Development and Governance*, 2015, 21.

⁹⁸ FCA stabilisce come gli *stress-test* debbano basarsi in parte su *back-testing*, cioè valutando come precedentemente l'impresa abbia utilizzato la leva del prezzo, così da comprendere i probabili obbiettivi dei prodotti di imminente lancio. Dall'altro lato, si richiede che questi tests, per garantire una corretta politica di distribuzione, si avvalgano di *forward simulations*, *FCA Structured Products, Thematic Review of Product Development and Governance*, 2015, 17.

Si è fornito, ad ogni modo, una visione parziale, calibrata sulla natura privatistica della disciplina della *governance*, se si vuole sviluppata attorno al rapporto atomistico intercorrente tra intermediario e investitore. Ad esser precisi, tra intermediario e “investitori”: a voler sottolineare come, in ogni caso, la sua portata possa essere apprezzata esclusivamente attraverso un’angolazione visuale che non può esaurirsi nella singolarità di una relazione contrattuale episodica, bensì grazie ad un canale interpretativo innestato sulla pluralità dei legami negoziali. La stessa che peraltro si sposa con la serialità della produzione e, in conseguenza, delle condotte e delle deviazioni dal sito positivo fissato dalla normativa, inevitabile manifestazione di un momento patologico, di distanza da quanto previsto dal legislatore.

Sempre rimanendo nel tracciato delle premesse, si vuole ricordare dunque che la *product governance* dischiude, sia in termini di precondizioni che di effetti, una gittata che si spinge aldilà del singolo legame contrattuale e che, al contrario, si estende fino ad incocciare un’area di interessi sempre più ampia. Si vuole introdurre quell’aspetto che è legato alla sua funzione “regolatoria”⁹⁹, un elemento che conta sin da subito tenere presente. E che, va detto, non costituisce l’asse centrale dello sviluppo di ricerca, o

⁹⁹ La definizione di “regolazione” ha creato non pochi problemi tra i commentatori, non fosse altro per l’individuazione dei suoi caratteri formali e per la delimitazione del contenuto. In verità, la dottrina interna, nell’individuare uno spazio proprio della regolazione, ha approfondito in particolare gli studi sulle autorità indipendenti, principali attori, dal lato istituzionale, del fenomeno regolatorio; mentre nel tentativo definitorio si è prodigata specialmente la letteratura straniera. Sul concetto di regolazione si vedano le pagine di V. RICCIUTO, *I regolatori del mercato nell’ordinamento italiano. Indipendenza e neutralità delle Autorità amministrative indipendenti*, in R. DI RAIMO, V. RICCIUTO (a cura di), *Impresa pubblica e intervento dello Stato nell’economia: il contributo della giurisprudenza costituzionale*, Napoli, 2006, *passim*; P. LAZZARA, *Funzione regolatoria. Contenuto, natura, regime giuridico*, in M. CAFAGNO, F. MANGANARO (a cura di), *L’intervento pubblico nell’economia*, Firenze, 2016, 117 e ss.; S. AMOROSINO, *Imprese e mercati tra autonomia privata e regolazioni pubbliche. Appunti per una lezione inaugurale*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, I, 3 e ss.

Sulla regolazione come espressione di un potere pubblico, il cui esercizio rimane fortemente legato agli atti dell’autonomia privata, si veda A. ROMANO, *Autonomia nel diritto pubblico*, in *Dig. disc. pubbl.*, II, Torino, 1987, 40. Sul rapporto tra autorità indipendenti e regolazione, invece A. ZITO, *Mercati (regolazione dei)* voce, in *Enciclopedia del diritto, Annali*, III, Milano, 2010, 807.

Tra gli esponenti della dottrina straniera che se ne sono occupati, cercando di darne una definizione, si vedano G.J. STIGLER, *The Theory of Economic Regulation*, 2 *Bell J. Ec. Fin. Sc.* (1971) 3-6; B. M. MITNICK, *The Political Economy of Regulation: Creating, Designing and Removing Regulatory Forms*, New York, 1980, 7; M. MORAN, *Review Article: Understanding the Regulatory State*, 32 *Bell J. Pol. Sc.* (2002) 391; J. BRAITHWAITE, C. COGLIANESE, D. LEVI-FAUR, *Can Regulation and Governance Make a Difference?*, 1 *Regulation and Governance* (2007) 3. Nelle pieghe del discorso affrontato, in relazione allo stato regolatore e al ruolo prominente delle autorità di vigilanza nell’esercizio della regolazione si veda P. SELZNICK, *Focusing Organisational Research on Regulation*, in R. NOLL (ed.), *Regulatory Policies and Social Sciences*, Berkeley, 1985, 363. La regolazione, quale vero e proprio mezzo correttivo dei fallimenti del mercato, viene descritta da A. OGUS, *Regulation: Legal Form and Economic Theory*, Oxford-Portland, 2004, in particolare cap. 3 *passim*; R. BALDWIN, M. CAVE, M. LODGE, *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice*, Oxford, 2012, 15 e ss.

meglio, non deve essere compreso come unico ed assorbente pilastro dogmatico sul quale si posa, ma, contrariamente, deve essere comunque tenuto in considerazione, cornice di senso generale in cui il governo del prodotto va collocato e che, come si vedrà in seguito, si declina attraverso più termini prospettici.

Nel ripercorrere quanto da corpo alla *governance*, si è ricordato che i suoi principali riferimenti sono quelli del contratto e dell'impresa, il che presuppone un rimando all'atto che si congiunge all'attività. In sostanza, la regola disciplina i rapporti tra privati e le sue prescrizioni impongono all'operatore precise condotte che si riflettono sull'atto, sul rapporto e ne segnano sin dall'inizio l'agire a partire cioè anche dalla predisposizione di un'adeguata impalcatura organizzativa.

Simili precisazioni conducono ad una dimensione ulteriore della *governance* che, calata com'è nella galassia del mercato dei capitali, il cui ordito è frutto dell'intreccio tra attività e servizi finanziari, non si sbaglia a riconoscere come strumento ricoprente un ruolo di portata "pubblicistica". E in questo senso basti pensare che l'investimento in strumenti finanziari è, primariamente, garantito da una copertura costituzionale¹⁰⁰ e, ad ogni modo, sottoposto alla supervisione di un potere la cui competenza ricade in capo a soggetti di diritto pubblico.

È sulla base di queste precondizioni che il governo del prodotto può essere ricondotto nell'alveo del c.d. diritto privato regolatorio¹⁰¹. Si tratta di un fenomeno che

¹⁰⁰ Ci si riferisce particolarmente agli artt. 41 co. 2 e 3, 47 Cost, rappresentativi della c.d. "Costituzione economica". Sul rapporto tra prestazione di servizi finanziari e rispettivo addentellato costituzionale si vedano A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel Tuf aggiornato in base alla MiFID (con il D.Lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 826; S. AMOROSINO, *Principi "costituzionali", poteri pubblici e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in S. AMOROSINO (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2014, 5-10; ID., *La "costituzione economica": note esplicative di una nozione controversa*, *Riv. dir. ec.*, 2014, I, 234; F. SCUTO, *La tutela costituzionale del risparmio negli anni della crisi economica. Spunti per un rilancio della dimensione oggettiva e sociale dell'art. 47 Cost.*, in *Federalismi.it*, 2019, V, 169; per quanto riguarda la relazione tra art. 47, compravendita di strumenti finanziari e *need of protection* del cliente, principalmente *retail*, R. MOTRONI, *Nuovi limiti all'autonomia negoziale nei contratti finanziari*, *Riv. dir. impr.*, 2017, III, 618-619.

¹⁰¹ L'espressione di origine dottrinale che si riscontra nel c.d. diritto privato regolatorio sarà precisamente descritta nel corso di questo paragrafo. In questa sede basti ricordare che la corrente degli autori che ha sviluppato la nozione di "*European regulatory private law*" ha (ri)considerato il diritto privato non più e non solo come disciplina ispiratrice i rapporti di scambio, ma accentratrice anche di interessi collettivi e per questo motivo ha sottinteso la centrale presenza delle autorità di vigilanza nella fase di monitoraggio e controllo sia dell'atto che dell'attività. Per una visione generale sul tema si veda H-W. MICKLITZ, *The Visible Hand of European Regulatory Private Law – The Transformation of European Private Law from Autonomy to Functionalism in Competition and Regulation*, in *Year. Eu. Law*, Oxford, 2010, 3 ss.; H. DAGAN, *Between Regulatory and Autonomy-Based Private Law*, 22 *Eu. Law J.* (2016) 644. Con riferimento al fenomeno del diritto privato regolatorio nei mercati finanziari, al rapporto tra diritto privato e modalità di regolazione del mercato finanziario, nuovamente H-W. MICKLITZ, *The Public and the Private-European Regulatory Private Law and Financial Services*, 10 *Eu. Rev. Com. Law* (2014) 473, *Editorial*, in cui l'A.

ha trovato il proprio terreno d'elezione, o almeno, uno spazio di sviluppo in potenza, all'interno dei mercati regolamentati¹⁰², per poi consolidarsi nell'esperienza di quelli finanziari in senso lato e la cui affermazione riscontra la propria causa efficiente nei fallimenti del mercato. Destinato alla correzione degli esiti inefficienti che derivano dall'adozione di condotte, di prassi d'impresa contrastanti, come nel caso del governo del prodotto, con il plesso normativo rappresentativo di un preciso substrato valoriale, affermatosi nelle pieghe del miglior interesse del risparmiatore e nella stabilità del mercato. Distorsioni che potrebbero determinare ripercussioni di ordine sistematico e che dunque necessitano del solido supporto di un preciso modello statale, affidato al c.d. stato "regolatore"¹⁰³, che trova sua piena espressione grazie all'esercizio di poteri normativi e autoritativi¹⁰⁴. Uno stato che dunque non solo «svolge per lo più un'attività regolativa» in relazione ad ambiti di attività sostenute da privati, ma che «nel farsi carico di tale compito, tende ad avvalersi anche delle autorità regolative laddove è possibile e opportuno»¹⁰⁵. Il modello regolatorio che viene qui descritto per linee essenziali – e che, conta ricordarlo, va per giunta inserito in un contesto europeo di implementazione e conservazione del mercato unico – non può allora che essere affidato principalmente alle *authorities* che esercitano le proprie competenze per mezzo di un articolato sistema di *soft law*¹⁰⁶ che, infine, non manca di proiettarsi anche sull'atto di autonomia privata. Si

sottolinea che «Financial services are the core of this process»; M. ANDENAS, F. DELLA NEGRA, *Between Contract Law and Financial Regulation: Towards the Europeanisation of General Contract Law*, 4 *Eu. Bus. Law Rev.* (2017) 499; più recentemente si veda anche O. CHEREDNYCHENKO, *Two Sides of The Same Regulation: EU Financial Regulation and Private Law*, 22 *Eu. Bus. Org. Law Rev.* (2021) 147.

¹⁰² Aspetto colto ed approfondito dettagliatamente da R. NATOLI, *Il diritto privato regolatorio*, in *Riv. reg. merc.*, 2020, I, 134 ss.

¹⁰³ Per una prima definizione si veda G. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo stato regolatore*, in *Riv. trim. sc. amm.*, III, 1991, 23 e ss.

¹⁰⁴ Sulla funzione correttiva della regolazione si veda S. CASSESE, *Regolazione e concorrenza*, in G. TESAURO, M. D'ALBERTI (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Bologna, 2000, 13.

¹⁰⁵ Così G. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo stato regolatore*, 2000, Bologna, 23; ma anche F. MERUSI, *La disciplina pubblica delle attività economiche nei 150 anni dell'Unità d'Italia*, in *Diritto e società*, 2012, III, in part. 101.

¹⁰⁶ Con il termine "soft law" si fa riferimento all'apparato normativo, disposto in gran parte dalle autorità di vigilanza, consistente in circolari, istruzioni, orientamenti, direttive amministrative, raccomandazioni, codici di condotta, lettere al mercato, dichiarazioni di intenti *standards, opinions, technical advices, papers, reports, positions*. Si tratta di fonti normative, in quanto forniscono obblighi di condotta, benché scontino il *vulnus* della loro difficile coercibilità. La dottrina anglosassone li riconduce ai cc.dd. *precepts*, che legano la loro vincolatività non tanto alla forma con cui sono stati adottati, bensì alla bontà del contenuto e all'autorevolezza di chi li pone in essere.

Pur confermando la mancanza della vincolatività della *soft law*, diversi sono stati gli autori che le hanno riconosciuto la stessa efficacia di atti vincolanti. A tal proposito, nel panorama italiano, si vedano B. BOSCHETTI, *Soft law e normatività*, in *Riv. reg. merc.*, 2018, II, 2; B. PASTORE, *Soft law, gradi di normatività e teoria delle fonti*, in *Lavoro e diritto*, I, 2003, spec. 5; con riferimento alla dottrina straniera,

consuma in questo luogo un peculiare interscambio tra dimensione pubblica e privata, in forza del quale si afferma una forma di regolazione che fa uso del contratto – monitorato, indagato dal potere pubblico – per intervenire in determinati settori di attività, con l’obiettivo di perseguire interessi superindividuali¹⁰⁷. L’entrata è talmente dirompente che si giunge, addirittura, a ribaltare la stessa *summa divisio* tra pubblico e privato¹⁰⁸ che viene messa in crisi, si può dire, per mezzo di un’“inversione di ruoli” per cui s’incarica l’autonomia delle parti di svolgere una funzione pubblica¹⁰⁹, mentre il potere pubblico viene esercitato attraverso contenuti privatistici¹¹⁰. Gli effetti di un simile capovolgimento di categorie e contenuti non si fanno attendere e si ripercuotono in particolare sul contratto che, di fatto, viene “riscritto”: per un verso diventa mezzo volto ad evitare gli esiti inefficienti di comportamenti anticoncorrenziali¹¹¹, sotto un’altra prospettiva è poi

si vedano G. BORCHARDT, K. WELLENS, *Soft Law in European Community Law*, 14 *Eu. Law Rev.* (1989) 285; F. SNYDER, *Soft Law and institutional practice in European Community Law*, in S. MARTIN (ed.), *The Construction of Europe: Essays in Honour of Emil Noël*, Dordrecht, 1994, 198; G. KAUFMANN-KOHLER, *Soft Law in Arbitration: Codification and Normativity*, 1 *J. Int. Disp. Settl.* (2010) 2-3.

¹⁰⁷ A. GENTILI, *Il diritto regolatorio*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, 23, definisce il “diritto regolatorio” come quel mezzo necessario a «[...] fornire alle imprese regole di comportamento che consentano la ricerca del profitto, ma compatibilmente con gli altri interessi presenti nella società».

¹⁰⁸ Criticamente e puntualmente rilevata già da tempo da parte di G. ALPA, *Diritto privato «e» diritto pubblico. Una questione aperta*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, I, in *Teoria generale e storia del diritto*, Milano, 1998, spec. 31-32, che per vero si avvicina con un approccio riformatore alla distinzione tra questi due plessi che l’A. spera finalmente dialoganti; P. RESCIGNO, *Introduzione al codice civile*, Bari, 2001, spec. 36 che riconosce una sempre più prossima fusione tra i due piani, proprio sulle linee del contratto e dell’impresa; A. ZOPPINI, *Diritto privato vs. diritto amministrativo (ovvero alla ricerca dei confini tra stato e mercato)*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, III, 518; l’analisi della crisi della tradizionale dicotomia viene ripresa, anche nello spettro della regolazione dei mercati e nel solco del mercato unico di matrice europea, anche da G. BELLANTUONO, *La regolazione dei mercati europei: verso una nuova distinzione fra diritto pubblico e diritto privato*, in G. A. BENACCHIO, M. GRAZIADEI (a cura di), *Il declino della distinzione tra diritto pubblico e privato*, Trento, 2016, 265 ss.

¹⁰⁹ «Su questa scena è infatti il diritto privato a “occupare” la posizione che fu del diritto pubblico all’interno del quadro logico disegnato dalla “topologia moderna”» e ancora «Il diritto privato regolatorio assegna infatti al diritto privato l’ufficio che fu – nel quadro moderno – del diritto pubblico». Così M. SPANÒ, *Istituire o regolare? Le autorità private e la crisi della “topologia moderna”*, in P. SIRENA, A. ZOPPINI (a cura di), *I poteri privati e il diritto della regolazione. A quarant’anni da «Le autorità private» di C. M. Bianca*, Roma, 2018, 37. Di sicuro interesse, nel dibattito sulle “rinnovate” funzioni di natura pubblicistica del contratto, si pongono le parole di F. GALGANO, *I contratti del commercio, dell’industria e del mercato finanziario*, Torino, 1995, con particolare riferimento alla prefazione, laddove si riferisce al contratto come principale strumento dell’innovazione giuridica e come mezzo che si sostituisce ai pubblici poteri nella tutela d’interessi generali.

¹¹⁰ A. GENTILI, *op. cit.*, 33.

¹¹¹ A. ZOPPINI, *op. cit.*, 527; ID., *Le domande che ci propone l’economia comportamentale ovvero il crepuscolo del “buon padre di famiglia”*, in G. ROJAS ELGUETA, N. VARDI (a cura di), *Oltre il soggetto razionale*, Roma, 2014, 18.

riempito di contenuti che, pur non rientrando nel regolamento divisato dai contraenti, rappresentano valori di una dimensione collettiva¹¹².

Non può negarsi che l'intervento regolatore abbia inciso profondamente lo statuto contrattuale, tanto che il ruolo e la nozione dell'autonomia privata non possono che uscirne, se non stravolti, quanto meno ripensati. Si incrocia in questo modo una delle principali conseguenze di questa particolare epifania del diritto privato che quasi pare accogliere in sé una sorta di mutazione dell'atto di autonomia, tant'è che non a caso si è avanzata la lettura della "funzionalizzazione"¹¹³ del contratto. Questo, cioè, pur rimanendo la fonte principale delle regole degli scambi tra privati, diviene esso stesso strumento della regolazione del mercato, plasmato per poter raggiungere obiettivi di interesse generale, diversi e ulteriori rispetto a quelli riassunti nella forma dell'accordo.

Il simbiotico e reciproco legame tra regolazione e presidi del diritto privato non si ferma solo lungo la dorsale dell'atto, anzi, proprio per il tramite della normativa di settore rappresentata dalle disposizioni in materia di *governance* del prodotto, si sposta fino ad assorbire uno degli «strumenti privatistici generali dell'agire giuridicamente rilevante»¹¹⁴ e che si riscontra nell'impresa. Senza voler cadere in ripetizione, ma il nuovo diritto privato regolatorio pone l'accento anche sul momento organizzativo dell'attività

¹¹² Si vedano P. SIRENA, *L'uropeizzazione degli ordinamenti giuridici e la nuova struttura del diritto privato*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2014, I, 12, in cui, riferendosi all'incidenza del diritto dell'Unione sui diritti privati nazionali, e soprattutto nella disciplina dei contratti dei consumatori, ricorda che «[...] La regolazione del mercato è entrata costitutivamente a far parte del diritto del contratto, il quale ha così abbandonato il paradigma meramente individualistico sul quale era stato costruito dalla dottrina pandettistica: pur essendo pur sempre valutato dall'ordinamento giuridico come una manifestazione di volontà delle parti contraenti, il contratto è ormai disciplinato anche dal punto di vista delle sue conseguenze sociali aggregate.» e, con riferimento al contratto del consumatore precisa proprio che tende alla «[...] massimizzazione del benessere economico e sociale della collettività»; F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, II, 137, laddove specifica come i valori da perseguire, sotto l'influenza del diritto privato regolatorio, siano quelli della concorrenza, dell'efficienza, della stabilità del mercato, della sana e prudente gestione dei soggetti vigilati. In generale, sulla funzione del contratto, portatore di interessi e valori più ampi rispetto a quelli dell'autonomia privata si veda S. SHAVELL, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge-London, 2004, 289 e ss. Su come le funzioni della regolazione e del diritto privato possano coincidere si veda H. COLLINS, *Regulating Contracts*, Oxford, 1999, in particolare p. 58-59.

¹¹³ L'espressione è utilizzata da V. RICCIUTO, *Regolazione del mercato e "funzionalizzazione" del contratto*, in *Studi in onore di Giuseppe Benedetti*, Napoli, 2008, 1628. Il significato viene chiarito dall'A. allorché specifica che il contratto è diventato «un affare tra privati sempre meno "privato" e sempre più di "interesse generale"» e che il diritto della regolazione, nella rimodulazione delle categorie civilistiche, ha investito anche il contratto che ha «[...] guadagnato centralità, di fatto e di diritto, come strumento di disciplina di alcuni settori, ma a prezzo di non essere più un semplice strumento di autoregolazione privata di interessi».

¹¹⁴ Così G. OPPO, *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, 34. L'A. indica il contratto come lo strumento principale, mentre impresa e società sono strumenti "complessi" che però utilizzano il contratto.

imprenditoriale, fortemente interrelato con il versante contrattuale, parte costitutiva dell'agire dell'imprenditore¹¹⁵. Vieppiù, in questo specifico contesto, in cui l'intermediazione finanziaria e l'investimento a lungo termine vengono forniti da soggetti autorizzati nella veste di società di capitale azionarie, la *governance*, nella sua versione regolatoria, quando impone all'intermediario di dotarsi di assetti organizzativi adeguati, compie uno scatto in avanti ulteriore. Vale a dire che le prescrizioni sull'impostazione amministrativa interna paiono tenere avvinti, da un lato, la libertà di iniziativa economica e il fine lucrativo, cui naturalmente questo tipo di attori tendono, dall'altro, la necessaria attenzione alla situazione complessiva dell'investitore, peraltro previamente individuato¹¹⁶.

Per chiudere le considerazioni di ordine generale sul rivestimento regolatorio del governo del prodotto, non si può negare che questa sua differente accezione non passi sottotraccia, a voler dire che, in un certo senso, scompagina le categorie codicistiche e, più in generale, quelle provenienti dalla civilistica tradizionale. Non di meno, però, in un contesto complesso, dove la crisi della sovranità statale sembra oramai acclarata¹¹⁷ da un diritto finanziario sempre più globale e dall'avanzamento di un modello d'impresa transnazionale nonché accentratrice di un potere economico-politico, il ricorso dei poteri pubblici al diritto privato nella gestione dei mercati regolamentati¹¹⁸ e, specificamente, delle condotte dei loro principali *players*, lo riscopre sotto una nuova luce. Quella di strumento di politica economica, meglio ancora, di efficiente strumento di politica economica all'interno di un segmento altamente complesso del diritto dell'economia. E anche il governo del prodotto sembra perciò scoprire finalmente la propria sistemazione nello scenario finanziario, regola imperativa che trattiene in sé atto e attività e che, per di più, ricopre un ruolo regolatorio. Funzione che però non esaurisce in termini descrittivi

¹¹⁵ Profilo efficacemente posto in risalto da M. ANGELONE, *Diritto privato "regolatorio", conformazione dell'autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle authorities*, in *Nuove autonomie*, 2017, III, 445.

¹¹⁶ Si tratta di un ragionamento che pur non insistendo sulla natura della *product governance*, ma più in generale sul diritto d'impresa quale incontro tra diritto privato e pubblico e tra libera iniziativa economica e istanze solidaristiche sospinte da una disciplina di controllo di origine statale, viene sottolineata da J. BASEDOW, *The States' Private Law and the Economy. Commercial Law as Amalgam of Public and Private Rule-Making*, in N. JANSEN, R. MICHAELS (ed.), *Beyond the State. Rethinking Private Law*, Heidelberg, 2008, 281 ss.

¹¹⁷ S. CASSESE, *La crisi dello stato*, Roma-Bari, 2002.

¹¹⁸ Che, in quanto tali, non sono in grado di autoregolamentarsi, motivo per cui la presenza di uno stato regolatore deve assumere un rilievo primario. A tal proposito si veda l'opera di R. POSNER, *A Failure of Capitalism*, Cambridge, 2009.

le proprie potenzialità, ma che, contrariamente e alla luce della sua particolare morfologia, si dimostrerà in termini concreti lungo la scia della condotta e dell'organizzazione.

5.1. Product governance e conduct regulation

Le sfumature regolatorie della *governance* si manifestano in primo luogo attraverso il filtro delle regole di condotta, un significato che in questo frangente non esclude, semmai rinsalda, la connessione con i presidi interni dell'impresa e con la sua strategia produttiva e distributiva. Ad esaltare quel significato bifronte che consente al *regulator* di esercitare la propria funzione di controllo lungo tutto l'arco d'azione dell'intermediario, che comincia con l'ideazione e si conclude nel momento antecedente alla distribuzione. La condotta, ispirata ai principi di equità, onestà e professionalità anima dunque un modello di regolazione che investe l'attività e che rende ogni singola parte della procedura un tassello fondamentale, nell'intendimento che ciascuna fase deve essere posta in essere nel rispetto dei criteri generali che guidano la *policy* attuata da MiFID II.

Alla luce di simili precondizioni, il governo del prodotto si interpreta come espressione della c.d. *conduct regulation*, intendendosi con questo termine una forma di regolazione che si concentra sul comportamento dell'impresa che, nella vista disserrata dal governo del prodotto, non può che riverberarsi sulla valutazione dell'intera attività, concretamente sviluppantesi su tutti i passaggi coinvolti nell'elaborazione, fino alla collocazione del prodotto, passando dalle comunicazioni alla clientela e tra operatori in sede pre-contrattuale¹¹⁹.

La comprensione della *governance* nel rinnovato assetto regolatorio va colta principalmente in virtù della fase di *design*, nonché dell'insieme di oneri informativi adottati conformemente all'art. 24 par. 1 e 2 di MiFID II, elevati a necessari riferimenti orientativi atti a guidare la supervisione del regolatore¹²⁰. Dunque, il modello di

¹¹⁹ J. ARMOUR, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 265, laddove l'A. ricorda che «Relevant conduct can encompass the entirety of the sales and marketing process, including advertising and marketing literature, sales communications, pre-contractual information, advice and recommendations, ongoing behavior during the life of contract, and even the way in which the product has been designed».

¹²⁰ Sulla centralità della disciplina riassunta all'interno degli articoli 24 e 25 della Direttiva MiFID II quali veri e propri *drivers* delle valutazioni della condotta degli intermediari e, di conseguenza, quale baricentro della *conduct regulation*, si veda N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 375-377. L'A. sottolinea precisamente (p. 375) come l'art. 24 costituisca il cuore degli oneri di

regolazione impostato sul governo del prodotto responsabilizza maggiormente il fornitore dello strumento, che deve essere conformato alle esigenze dell'investitore, così giungendo a ritenere tale un dovere che la controparte specializzata deve perseguire in virtù di un ampio ventaglio di informazioni relative al prodotto, oltre che ai clienti. Si giunge infine a tracciare i contorni di una tecnica in cui l'operatività della *governance* gioca un ruolo da protagonista che attinge anche dal criterio della trasparenza¹²¹, ma che, solo in parte, non ripudia l'impronta interventista sensibilmente presente nelle modalità della *product regulation*¹²².

5.2. Product governance, da "self-regulation" a "meta-regulation"

Gli obblighi di comportamento non sono l'unica rivelazione della dimensione pubblicistica della regola esaminata, all'opposto, anche la frazione dell'attività entra in gioco nel poc'anzi ricordato mutamento visuale epistemologico, per cui pure al dato organizzativo viene riconosciuta una posizione regolatrice. L'impresa commerciale, nell'insieme degli organi amministrativi, dell'assetto societario e del loro corretto funzionamento, si dimostra diretta articolazione di una regola che non si colloca esclusivamente nell'incavo della c.d. *self-regulation*¹²³. Per meglio intendersi, pur

condotta dell'impresa. Da qui, conseguentemente, viene modulato un modello di regolazione differente dai precedenti, in particolare da quelli della *disclosure oriented regulation* e *product regulation*.

In termini di *conduct regulation* J. ARMOUR, *op.cit.*, 265, ricorda che tale approccio regolatorio è plasmato principalmente sul comportamento dell'impresa, più che sul contenuto delle informazioni fornite alla clientela *retail*. Non va ad ogni modo dimenticato che un approccio *disclosure oriented* nel settore dei servizi finanziari non è stato del tutto abbandonato e costituisce ancora uno dei pilastri della politica normativa del legislatore dell'Unione, come ben evidenziato da G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, III, 998 e ss.

¹²¹ Ne sono testimonianza le disposizioni dell'art. 23 par. 2 e art. 24 par. 3 e 4, Direttiva 2014/65/Ue.

¹²² Sfumatura ben colta da O. CHEREDNYCHENKO, *Freedom of Contract in the Post Crisis Era: Quo Vadis?*, 10 *Eu. Rev. Contr. Law* (2014) 398 e ss., che sottolinea come la presenza delle autorità di vigilanza sia nella fase di creazione che di distribuzione, rafforzata da un potere di *banning* del prodotto, sia chiara espressione di un paternalismo legislativo.

¹²³ Per una definizione di *self-regulation*, si veda M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, 2016, II, 54, laddove chiaramente si dice che essa «[...] ricorre quando un gruppo di soggetti e/o una formazione sociale esponenziale di tale gruppo fissano autonomamente regole che li riguardano. Essa s'identifica prevalentemente nell'elaborazione di standard da parte di soggetti privati che spontaneamente s'impegnano ad osservarli e che possono essere poi essere seguiti da terzi sempre in virtù di una scelta volontaria».

Si tratta di un'espressione della regolazione che si riscontra non solo nel mercato dell'intermediazione mobiliare e che, al contrario, si è manifestata anche in altri settori produttivi. Si è di fronte, ad ogni modo, a un modello originariamente attestatosi soprattutto all'interno degli ordini professionali e delle associazioni di categoria e di seguito adottato singolarmente da ciascuna impresa quale linea ispiratrice della propria *governance*.

distanziandosene sostanzialmente, non se ne può negare un seppur minimo agganciamento, dovuto alla possibilità di dotarsi di un proprio modello organizzativo e di uffici di conformità, la cui corretta operatività sarà oggetto di un appropriato scrutinio interno.

Ma il canone di rinvio cui va rimessa la *governance* prende il nome di “meta-regolazione” che, sul terreno dell’intermediazione finanziaria di origine europea, impone agli operatori di adottare assetti organizzativi che consentano una produzione e distribuzione di strumenti finanziari immune da conflitti di interesse e in conformità alle esigenze di un *target* di mercato. La *meta-regulation* agisce a monte dell’intero processo produttivo e distributivo, accede agli organi decisionali¹²⁴ a livello del c.d. *planning stage*, nel momento in cui vengono impostate le strategie di produzione e distribuzione e, sulle orme dell’auto-regolazione, gli operatori del mercato devono dotarsi di un preciso *set* di regole interne inerenti alle funzioni del *management* societario, costituite da un adeguato sistema di *compliance* e di valutazione del rischio¹²⁵. Sarà dunque l’impresa a svolgere, in prima battuta, un’autovalutazione in merito alla correttezza dei presidi interni necessari a garantire la collocazione di un prodotto conforme ai bisogni del cliente.

Di indiscutibile interesse, ai fini di una migliore comprensione della *self-regulation*, si colloca il contributo di J. BLACK, *Constitutionalising Self-Regulation*, 59 *Modern Law Rev.* (1996) 26-29, in cui l’A. non solo fornisce una definizione del fenomeno, ma permette di comprenderne meglio il contesto in cui ha avuto modo di svilupparsi e assumere diverse e significative *nuances*. Tra gli altri autori che hanno studiato questo fenomeno regolatorio, si ricordino R. BAGGOTT, L. HARRISON, *The Politics of Self-Regulation*, 14 *Policy and Politics* (1986) 143; A. PAGE, *Self-Regulation: the Constitutional Dimension*, 49 *Modern Law Rev.* (1986) 141; I. HARDEN, P. BIRKINSHAW, N. LEWIS, *Government by the Moonlight: The Hybrid Part of the State*, London, 1990, 3; I. AYRES, J. BRAITHWAITE, *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*, Oxford, 1992, in particolare 102 e ss.; C. GRAHAM, *Self-Regulation*, in G. RICHARDSON, H. GENN (ed.), *Administrative Law and Government Action*, Oxford, 1994, 189 e ss.; A. OGUS, *Rethinking Self-Regulation*, 15 *Oxford J. Leg. St.* (1995) 97; D. SINCLAIR, *Self-Regulation Versus Command and Control? Beyond a False Dichotomy*, 19 *Law and Policy* (1997) 534; J. FREEMAN, *Private Parties, Public Functions and the New Administrative Law*, 52 *Adm. Law Rev.* (2000) 831; P. HOWELLS, K. BAIN, *Financial Markets and Institutions*, Harlow, 2007, 367; E. HÜPKES, *Regulation, Self-Regulation or Co-Regulation*, 5 *J. Bus. Law* (2009), 428;. Tra gli autori italiani che se ne sono occupati maggiormente, si veda F. VELLA, *L’autoregolazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banc. imp. soc.*, I, 1997, 3 e ss.

¹²⁴ La meta-regolazione viene alternativamente indicata come *management-based regulation*. Per un ampio approfondimento sul tema, non esclusivamente centrato sulle imprese finanziarie, si veda C. COGLIANESE, D. LAZER, *Management-Based Regulation: Prescribing Private Management to Achieve Public Goals*, 37 *Law and Society* (2003) 693-696.

¹²⁵ Sul terreno del sistema di valutazione del rischio si gioca una partita importante, dal punto di vista della politica regolatoria. È qui infatti che l’autoregolazione, assorbendo l’approccio della *risk-based regulation*, utilizza il sistema di controlli interni per raggiungere, da un lato gli obiettivi d’impresa, dall’altro piegandoli a quelli di sistema posti dal regolatore. Sul rapporto tra regolazione *risk-based* e autoregolazione si veda J. BLACK, *The Emergence of Risk-Based Regulation and the New Public Risk Management in the United Kingdom*, 3 *Public Law* (2005), 542-543.

A questo punto va però misurato lo iato che separa questo regime regolatorio da quello della *self-regulation*, che si coglie con riferimento al rapporto con l'autorità di vigilanza e che rimodula il nesso di collaborazione tra *target* e *regulator*. Perché se con l'auto-regolazione si presenta un'equivalenza tra i due, per via della meta-regolazione il controllore è esterno all'impresa, la quale dovrà dotarsi di meccanismi interni che le consentano lo svolgimento dell'attività in maniera *compliant*¹²⁶. La presenza di un regolatore, per di più pubblico, permette di consolidare ulteriori tratti distintivi che, innanzitutto, si concretizzano in un rapporto di tipo cooperativo dovuto all'iterazione con il controllato¹²⁷ e che, conseguentemente, influenza le procedure interne all'impresa. Sarebbe meglio dire, cioè, che in vista della supervisione e del monitoraggio dell'agenzia competente, l'imprenditore è incentivato ad apprestare le proprie trame organizzative in conformità alla normativa del settore di riferimento. Attraverso il peculiare contatto tra dimensioni del pubblico e del privato, che qui si incastrano dando vita ad un archetipo apprezzabile da entrambe le angolature, l'aderenza alla disciplina specialistica viene riscontrata dal regolatore che quindi esercita le proprie funzioni destinate a perseguire fini di ordine generale. Viene a crearsi così, in termini quasi osmotici, una contaminazione tra Autorità e *players* del mercato che quindi non potranno che ispirare la propria condotta, in presenza del governo d'impresa, al perseguimento dei medesimi obiettivi sistemici¹²⁸.

Nello specifico cono visuale in cui il governo del prodotto viene compreso, un ragionamento di ordine più generale deve essere impostato in queste righe e si riferisce

¹²⁶ L'esercizio dell'attività regolatoria, affidata ad un soggetto esterno all'impresa e come questa separazione influisca in maniera rilevante sullo svolgimento dell'attività imprenditoriale è un aspetto efficacemente messo in risalto da C. COGLIANESE, E. MANDELSON, *Meta-Regulation and Self-Regulation*, in R. BALDWIN, M. CAVE, M. LODGE (ed.), *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford, 2010, in particolare p. 153.

¹²⁷ Sul rapporto cooperativo tra controllato e controllore e sugli effetti positivi che tale legame può comportare nel mercato di riferimento, più in generale si vedano S. CASSESE, *Research Handbook on Global Administrative Law*, Cheltenham, 2016, 219; J. TOSUN, S. KOOS, J. SHORE, *Co-governing common goods: Interaction patterns of private and public actors*, 35 *Policy and Society* (2016) in particolare 3 e ss.

¹²⁸ In questo senso si esprime C. PARKER, *Meta-Regulation: Legal Accountability for Corporate Social Responsibility ?*, in D. MCBARNETT, A. VOICULESCU, T. CAMPBELL (ed.), *The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law*, Cambridge, 2007, 209. L'A. propone la suggestione di una "legal meta-regulation" che, per poter essere efficace, assicuri «procedural and substantive rights of customers, employees, local communities and other relevant stakeholders, as against businesses, are adequately recognized and protected», così che possano essere posti in essere dei «corporate conscience processes that are aimed at substantive social values». Seguono la lezione di Parker anche altri autori che hanno riscontrato una simile contaminazione dei *regulators* nei confronti delle imprese attraverso la fissazione di principi o valori di interesse pubblicistico. A proposito si vedano D.A. RUPP, C. WILLIAMS, *The Efficacy of Regulation as a Function of Psychological Fit*, 12 *Theoretical Inquires in Law* (2011) 581; C. WILLIAMS, J. CONLEY, *The Social Reform of Banking*, 39 *J. Corp. L.* (2014) 101.

alla capacità conformatrice della regola, in questa sua levatura di stampo pubblicistico. Ci si riferisce al fatto che, sebbene le imprese operino mosse dall'ampliamento delle quote di mercato e dal conseguente aumento dei profitti, la *governance*, muovendosi dall'interno dell'impalcatura amministrativo-organizzativa, ne regola e ne bilancia la crescita. Sembra perciò manifestarsi un prototipo regolatorio che si esprime attraverso la commistione tra un controllo eterodiretto che segue un'impostazione *principle based*¹²⁹ e il modello dell'auto-regolazione da cui comunque la *metaregulation* trae la propria origine assiologica. Simile paradigma si muove lungo le incrinature della protezione del cliente *retail* e dell'integrità del mercato che però vengono percorse grazie ad un sistema di controllo interno, così che la trama testé riprodotta consenta all'*authority* di esercitare una regolazione su soggetti che, con risorse proprie e attraverso una completa architettura societaria, hanno apprestato un sistema di vigilanza rispetto alla loro stessa attività. Sembra perciò cogliere nel segno quell'espressione che individua nella meta-regolazione una vera e propria "regolazione della regolazione"¹³⁰, in virtù della quale è l'impresa che si fa "auto-regolatrice": per prima, cioè, esercita una supervisione su sé stessa, sui propri presidi organizzativi interni, al fine di operare in modo sano e prudente e solo in seguito, in via ulteriore, si attesterà l'azione del regolatore settoriale che verificherà l'assetto di gestione e controllo del regolato.

¹²⁹ Stando alle parole di J. BLACK, *Forms and Paradoxes of Principle-based Regulation*, 3 *Cap. Mark. Law J.* (2008) 432, la *meta-regulation* svolgerebbe una funzione integrativa della *principle based regulation* (PBR). I principi imporrebbero degli obiettivi da raggiungere, mancando però della precisa descrizione delle procedure necessarie affinché ciò risulti possibile. La strategia della meta-regolazione servirebbe a rendere più puntuale ed efficace la regolazione, tramite una tecnica *bottom-up*, passando dalla dimensione del generale al precipuo contesto in cui si collocano le regole operazionali dell'impresa.

¹³⁰ Di meta-regolazione intesa nell'accezione di vera e propria "regolazione della regolazione" ne riscontriamo le tracce in in C. PARKER, *The Open Corporation: Effective Self-Regulation and Democracy*, Oxford, 2002, 245, laddove l'A. la considera, più precisamente, «Regulation of self-regulation»; B. MORGAN, *Social Citizenship in the Shadow of Competition: The Bureaucratic Politics of Regulatory Justification*, Aldershot, 2003, 57; A. MEUWESE, *Impact Assessment in EU Lawmaking*, Alphen aan den Rijn, 2008, 14; C. SCOTT, *Reflexive Governance, Meta-Regulation and Corporate Social Responsibility: The Heineken Effect*, N. BOEGER, R. MURRAY, C. VILLERS (ed.), Cheltenham, 2008, 181. Benché non con specifico riferimento al settore dei mercati finanziari, ma in termini più generali, si veda poi P. GRABOVSKY, *Using Non Governmental Resources to Foster Regulatory Compliance*, 8 *Governance* (1995) 527.

5.2.1. (segue) *Governo del prodotto e meta-regulation: un riscontro concreto*

La *governance* pare dunque riassumere i passaggi cruciali della strategia meta-regolatrice¹³¹, prescrivendo alle imprese di investimento, affinché agiscano «nel migliore interesse dei clienti»¹³², di «ridurre sin dall’inizio potenziali rischi di mancato rispetto delle regole di protezione degli investitori»¹³³ e di adottare tutte le misure adeguate a «evitare [...] che i conflitti d’interesse [...] incidano negativamente»¹³⁴ in capo alla clientela *retail*.

La disciplina della MiFID II passa dalla cristallizzazione dei principi ispiratori dell’operare dei *manufacturers* alla puntuale analisi degli strumenti e delle procedure che vengono apprestate per ottenerli e gli intermediari che realizzano il prodotto, nell’intento di agire secondo simili disposizioni, dovranno innanzitutto dotarsi di un organo di gestione¹³⁵, tra le cui funzioni più rilevanti rientrano l’obbligo di definire, approvare e controllare «l’organizzazione dell’impresa per la prestazione di servizi e attività di investimento e servizi accessori»¹³⁶, nonché ordinare periodicamente le cc.dd. prove di stress¹³⁷, così che la politica di produzione e distribuzione dell’impresa risulti conforme alla propria tolleranza al rischio e alle esigenze dei clienti. Non meno significative risultano infine le competenze relative all’identificazione del mercato e della clientela di riferimento che richiedono un costante monitoraggio del processo di approvazione, così che lo strumento finanziario risulti ancora coerente con i bisogni degli investitori.

Se gli incentivi scaturenti da un approccio informato alla metaregolazione irrobustiscono i presidi aziendali dell’imprenditore è, infine, l’intervento pubblicitario sospinto dal legislatore europeo che chiude metaforicamente il cerchio, garantendo in capo alle autorità di vigilanza la possibilità di esercitare poteri di intervento di non poco momento che si traducono nella c.d. *product intervention*, con cui le *authorities* europea

¹³¹ Sulla *product governance* quale istituto riconducibile alla strategia della metaregolazione si veda in particolare O. CHEREDNYCHENKO, *Cooperative or competitive? Private Regulators and Public Supervisors in the Post-crisis European Financial Services Landscape*, 35 *Policy and Society* (2016) 111. Tra i pochi studiosi italiani che si sono preoccupati di approfondire il governo del prodotto all’interno di un preciso schema regolatorio quale quello della *meta-regulation* non può non ricordarsi A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell’investitore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, I, 7-9.

¹³² Considerando 71, Direttiva 2014/65/UE.

¹³³ Considerando 15, Direttiva delegata (UE)/2017/593.

¹³⁴ Art. 16, Direttiva 2014/65/UE.

¹³⁵ Art. 9, Direttiva 2014/65/UE.

¹³⁶ Art. 9 lett. a), Direttiva 2014/65/UE.

¹³⁷ Art. 9 lett. b), Direttiva 2014/65/UE.

e nazionale possono vietare o limitare la commercializzazione o la distribuzione degli strumenti finanziari rispetto ai quali sia stata violata la disciplina della *product governance*¹³⁸.

Assunto il governo del prodotto in un perimetro che ne ha esaltato le potenzialità consistenti nel perseguimento di interessi che assumono un valore collettivo, la *meta-regulation*, in cui trova sicuro approdo, va considerata nel solco di una eventualità espressiva di un saldo e fruttuoso legame tra sfera interprivata e pubblica. Ha riscosso riscontri positivi tra gli studiosi di diritto dell'economia, in particolare di coloro che si sono occupati delle dinamiche di governo di determinati settori di mercato, non esclusivamente di quello finanziario. Si è viepiù notato che i *managers* cercherebbero di mantenere standards di condotta adeguati, a fronte di un sistema che richiede di dotarsi di regole proprie e, di conseguenza, un maggior grado di responsabilizzazione¹³⁹.

Le esternalità positive che essa imprime nell'intero sistema non si rivolgono esclusivamente agli intermediari, ma puntano lo sguardo anche verso i regolatori e ciò a voler dire che, a seguito di un coscienzioso impegno del *regulated*, il *regulatee* non si limita ad un monitoraggio passivo, al contrario, le sue funzioni ispettive implicheranno un' ancor più fitta e rigorosa valutazione dei presidi adottati¹⁴⁰. Nella logica collaborativa che viene ispirata dalla metaregolazione, un altro elemento deve essere considerato in vista di un rafforzamento di tale criterio che quindi presuppone una maggiore facilità nel reperire e rimodulare le informazioni da parte del regolato e dunque conseguenti e più efficaci azioni di sorveglianza e contrasto alle patologie conseguenti la violazione della regola¹⁴¹.

¹³⁸ L'addentellato normativo di riferimento relativo alla *product intervention* viene indicato agli artt. 40-43 del Regolamento (UE)/600/2014 (MiFIR). F. DELLA NEGRA, *MiFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rule*, Oxford, 2019, 65 e ss. Sulla premessa storiche e lo sviluppo della *product intervention* si veda N. MOLONEY, *The Legacy Effects of the Financial Crisis on Regulatory Design in the EU*, in E. FERRAN, N. MOLONEY, J. G. HILL, J. COFFEE JR. (ed.), *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2012, 186 e ss. Per una più puntuale definizione della *product intervention* si veda *infra*, cap. 4, par. 1.1., 138.

¹³⁹ N. GUNNINGHAM, J. REES, *Industry Self-Regulation: an Institutional Perspective*, 19 *Law and Policy* (1997) 363; N. GUNNINGHAM, *Enforcement and Compliance Strategies*, in R. BALDWIN, M. CAVE, M. LODGE, *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford, 2012, 147.

¹⁴⁰ A. HOPKINS, P. WILKINSON, *Safety Case Regulation for the Mining Industry*, Working paper 37, National Research Centre for Occupational Health and Safety Regulation, 2005, consultabile a www.ohs.anu.edu.au; N. GUNNINGHAM, *op. cit.*, 135-136.

¹⁴¹ C. COGLIANESE, E. MANDELSON, *op. cit.*, 159.

A fronte degli spunti efficientistici che accompagnano questa forma di regolazione non mancano i punti di criticità¹⁴² che rivestono anche il governo del prodotto come, a titolo esemplificativo, quello dei costi sostenuti in termini di *compliance* e protezione dell'investitore¹⁴³. Ciononostante l'intermediario che si conformi alle regole di *product governance* può trarne non pochi benefici che si traducono principalmente nel risparmio di spese ulteriori, come quella relativa alle controversie che potrebbero scaturire da una produzione e distribuzione non conformi. La convenienza, infine, si misura anche in termini di immagine reputazionale che, in un contesto in cui le dinamiche fiduciarie sono alla base dei rapporti intercorrenti tra operatori e investitori, soprattutto quando non professionali, possono consistere in un marcato vantaggio competitivo.

¹⁴² Benché la *meta-regulation* sia stata salutata da molti come un'efficiente innovazione nel panorama della regolazione finanziaria e non solo, non sono mancate alcune note critiche. Tra tutte, sono emerse con maggior forza quelle legate all'eccessiva proceduralizzazione, dovuta al fatto che la meta-regolazione si basi sull'adozione di organi e procedure interne, potrebbe comportare una mera adesione da parte dell'impresa. In buona sostanza, la disciplina della *compliance* sarebbe regolarmente rispettata, benché possano residuare dei dubbi in merito alla sua stessa genuinità. In questo senso si veda K. D. KRAWIEC, *Cosmetic Compliance and the Failure of Negotiated Governance*, 81 *Wash. U. Law Quart.*(2003) 487; M. POWER, *Organized uncertainty: Designing a World of Risk Management*, Oxford, 2008, 164. Altrettanti dubbi sull'efficacia di un eccessivo utilizzo di procedure interne quale strumento di regolazione vengono espressi da O. SCOTT-SIMMONS, *The Corporate Immune System: Governance From the Inside Out*, 3 *Un. Ill. Law Rev.* (2013) 1166, il quale sottolinea come la natura proceduralizzata della *meta-regulation*, pur conciliandosi perfettamente con l'organizzazione d'impresa, non sarebbe utile a far emergere le patologie e le criticità che un diverso sistema di regolazione sarebbe in grado di sollevare.

Un altro elemento di problematicità riguarda il riconoscimento della *meta-regulation* quale esempio di regolazione profondamente incardinata con il sistema organizzativo, con il *management* dell'impresa. Questo condurrebbe ad un'accettazione delle complesse procedure interne che, una volta riconosciute e istituzionalizzate, costituirebbero una forma di *legal endogeneity*. Cioè, in mancanza di un adeguato sistema regolatorio in grado di prevenire i *default* sistemici, la *governance* e le strutture organizzative dell'impresa sono considerate presidi sufficienti in termini di risultati ottenuti e di adeguatezza ai principi che ispirano la stabilità del sistema finanziario, anche quando queste non si dimostrano pienamente efficienti. Per una più ampia visione sul tema si veda L. B. EDELMAN, L. KRIEGER, S. ELIASON, C. ALBISTON, V. MELLEMA, *When Organizations Rule: Judicial Deference to Institutionalized Employment Structures*, 117 *Am. J. Soc.* (2011) 888; I. H-Y CHIU, *Regulating (From) the Inside. The Legal Framework for Internal Control in Banks and Financial Institutions*, Oxford-Portland, 2015, 31-32.

Non manca, infine, il capitolo relativo ai costi di implementazione della struttura organizzativa, inevitabilmente maggiori, in quanto il continuo aggiornamento richiede spese di non poco momento. Per questo si veda S. GILAD, *It Runs in the Family: Meta-regulation and Its Siblings*, 4 *Regulation and Governance* (2010) 499.

¹⁴³ Si fa riferimento ai costi che gli intermediari devono adottare al fine di creare un prodotto conforme alle esigenze dell'investitore. Sugli *over-reliance costs* rispetto all'assemblaggio di prodotti adatti alle esigenze di protezione del cliente A. PERRONE, *op. cit.*, 8.

CAPITOLO SECONDO

IL FUNZIONAMENTO DELLA *PRODUCT GOVERNANCE* TRA DIRITTO DERIVATO EUROPEO E FONTI DI *SOFT LAW*

1. Manufacturer, distributor, *organo di gestione*: definizione e funzioni, tra attività e contratto d'impresa

Le considerazioni avanzate in precedenza hanno consentito di entrare più a fondo nei significanti tra loro interrelati e che danno corpo alla *governance* del prodotto, regola che si modula lungo tutto il processo produttivo incidendo come sull'attività imprenditoriale globalmente intesa, così sulla matrice da cui prende forma e cioè il contratto. La sua influenza si sprigiona cioè su entrambi i versanti, quello delle strutture organizzative dell'intermediario e dei suoi comportamenti, comportando l'amplificazione delle sue ripercussioni sia nei confronti della clientela che, più in generale, dell'intero sistema finanziario e in quanto essa assiste l'intermediario nel proprio sistema produttivo, seriale e standardizzato.

Si è detto in origine che risulta necessario scorgere qualcosa di più della sagoma delle tutele civilistiche approntate dall'ordinamento, che rimane muto di fronte al silenzio della giurisprudenza e di una dottrina che solo parzialmente ha avanzato qualche timida proposta interpretativa¹. Prima di esplorare più a fondo i termini assiologici e di metodo che pervadono lo studio e quindi di avanzare qualcosa di più di una mera suggestione lungo il corso delle *enforcement rules* di stampo privatistico, bisogna precisare il contenuto delle singole fasi che compongono il governo, senza dimenticare che, per via della dimensione d'impresa che lo accoglie, l'approfondimento non può che originare dallo studio dei soggetti che vi sono coinvolti. In termini preliminari perciò va ricordato che le previsioni della Direttiva, del Regolamento e degli atti delegati sono rivolte agli intermediari finanziari, meglio ancora, alle imprese d'investimento, cioè alle persone

¹ A tal proposito si rinvia *infra*, cap. 3, par. 5, 131, spec. nota 134

giuridiche che prestano servizi d'investimento verso terzi a titolo professionale² e che queste, a loro volta, si suddividono tra *manufacturers* e *distributors*.

Con i primi si indicano le imprese che concepiscono e sviluppano strumenti finanziari³, in sostanza, essi curano la fase dello sviluppo del prodotto antecedente alla sua distribuzione per poter in seguito apportarne dei cambiamenti o assemblarne di differenti⁴ e, ugualmente, è pur sempre considerato “produttore” anche chi presta consulenza agli emittenti societari sul varo di nuovi strumenti finanziari⁵. Quanto ai distributori, essi invece raccomandano, vendono o offrono strumenti o servizi⁶.

Produttori e distributori si presentano come i principali attori del fenomeno della *product governance* ed entrambi non possono che svolgere le proprie funzioni se non sotto forma e organizzazione d'impresa, come prescritto chiaramente dalla stessa MiFID II, laddove le sue disposizioni vengono applicate, oltre che ai mercati regolamentati e ai gestori del mercato, in primo luogo alle imprese di investimento e a quelle di paesi terzi che offrono servizi o esercitano attività di investimento per mezzo dello stabilimento di una o più succursali sul territorio dell'Unione⁷.

Sin da queste prime osservazioni concentratesi sugli operatori che guidano il procedimentalizzato *iter* in cui si sostanzia la *product governance*, va posta una precisazione che, invero, non deve risuonare come una ridondanza contenutistica, non fosse che le prescrizioni di livello europeo fissano un simile termine più che chiaramente. Sebbene i compiti di entrambi verranno approfonditi di seguito più precisamente, conta anticipare che le funzioni di cui il governo del prodotto è espressione possono essere sostenute esclusivamente grazie ad un'impostazione organizzativa imprenditoriale,

² Art. 4 par. 1(1), Direttiva 2014/65/Ue; considerando 12, Direttiva 2014/65/Ue. Tra le imprese di investimento vi rientrano gli istituti di credito quando forniscono servizi e attività finanziarie, entro le previsioni dell'art. 4 par. 1 e 2 della Direttiva 2014/65/Ue o quando, in relazione a depositi strutturati, forniscono attività di vendita o consulenza. Rientrano nella categoria delle imprese di investimento riconducibili alla disciplina della MiFID II anche i gestori di organismi collettivi in valori immobiliari e quelli di fondi alternativi di investimento. Per una definizione dell'impresa d'investimento, intesa come soggetto suscettibile dell'applicazione della disciplina della direttiva MiFID II, si veda K. LIEVERSE, *The scope of MiFID II*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (ed.), *Regulation of the Eu Financial Market*, Oxford, 2017, 27–33.

³ Considerando 15; art. 9 par. 1 Direttiva delegata (Ue) 2017/593.

⁴ Per una più precisa descrizione dell'attività dei *manufacturers* si veda la *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes*, JC – 2013 – 77, Eba, Esma, Eiopa, 2.

⁵ Considerando 15, Direttiva delegata (Ue) 2017/593.

⁶ Considerando 15, art. 10 par. 1 Direttiva delegata (Ue) 2017/593.

⁷ Art. 1 par. 1 Direttiva 2014/65/Ue.

necessitano cioè della complessità della struttura dell'impresa, di quella che peraltro opera attraverso il *vestmentum* della società per azioni. Se il termine soggettivo è puntualmente richiamato nelle forme dell'attività d'impresa, quest'ultima, per poter trovare una concreta attuazione non può prescindere dal contratto d'impresa, categoria dogmatica entro la quale devono comprendersi anche quelli d'investimento realizzati dalle imprese finanziarie⁸. Concretamente, l'atto si intende come principale articolazione dell'attività di cui anzi esso stesso costituisce estrinsecazione dell'oggetto sociale, ne diventa cioè vero e proprio elemento propulsore e, nella traiettoria direttrice imposta dalla *governance*, vi si congiunge e ne viene plasmato seguendo i valori-cardine che la normativa impone all'intermediario.

Tra questi vi rientra, primariamente, il perseguimento dell'interesse del cliente cui l'intermediario deve tendere e che richiede una profonda conoscenza delle caratteristiche degli strumenti offerti o raccomandati⁹. Conseguentemente dovrà istituire delle politiche interne volte a identificare il cliente a cui servizi e prodotti verranno indirizzati, ancor prima del mercato di riferimento in cui l'investitore si colloca e pur sempre nel rispetto dell'obbligo di proporzionalità¹⁰ e di pertinenza tra lo strumento o servizio e destinatario¹¹.

In forza delle precondizioni che si innestano su attività, organizzazione e contratto d'impresa e che ripercorrono la traiettoria che tiene avvinti i due momenti della produzione di natura finanziaria, va rammentato che il governo del prodotto si articola in una serie di passaggi declinati diversamente a seconda che insistano su chi idea e assembla lo strumento o il servizio e chi invece lo deve distribuire, collocare. Il riferimento va al processo di approvazione del prodotto che assorbe dentro di sé l'identificazione del mercato *target*, rispetto al quale viene identificata la clientela di riferimento, e la periodica revisione dello strumento. Chi pone in essere le operazioni in cui la fase centrale della regola si articola è tenuto a farlo in conformità al diritto derivato

⁸ Per una precisa analisi del substrato dogmatico rappresentato dalla teoria dei contratti d'impresa, si rimanda al cap. 3, par. 1.1., 91.

⁹ Considerando 71 Direttiva 2014/65/UE.

¹⁰ Considerando 18 Direttiva delegata 2017/593, laddove la Commissione specifica che le regole di *product governance* «[...] possono essere applicate in modo proporzionato in base alla complessità del prodotto e al livello di reperibilità delle informazioni pubblicamente disponibili, tenendo conto della natura dello strumento, del servizio di investimento e del mercato di investimento».

¹¹ Considerando 19 Direttiva delegata 2017/593. In questo senso il legislatore europeo sottolinea che il rapporto di pertinenza sussiste tra il prodotto e livello di granularità del mercato di riferimento, i criteri adottati per definire il mercato di riferimento e stabilire la strategia di distribuzione.

e a quello proveniente dai regolatori europei, che fissano i requisiti e regolano specificamente ogni singolo aspetto di questa *governance* centrata sul prodotto. Gli sviluppi del processo di approvazione del prodotto rievocano due elementi contigui e che non possono che dialogare per poterlo condurre conformemente alle disposizioni del legislatore. Per un verso il dato più volte richiamato dell'impresa, che deve agire conformemente alle procedure di governo del prodotto, dall'altro quello di un sistema di auto-regolazione, di controllo autodiretto, proveniente dagli organi della stessa e che insieme si riproducono in una sintesi che ben si coglie in capo all' "organo di gestione". Tale organo fissa indirizzi, strategie e obiettivi, ma, allo stesso tempo, esercita una funzione di controllo interno, monitorando gli organi apicali affinché adottino delle decisioni che non si discostino dalle prescrizioni del pacchetto MiFID II¹².

Diversi risultano gli obblighi di controllo che l'organo di gestione deve sostenere ai fini di una gestione sana e prudente dell'impresa¹³, disposti per promuovere l'integrità del mercato e gli interessi della clientela, benché uno in particolare ricordi come l'attività e il contratto dell'impresa finanziaria debbano essere ispirati alla regola della *product governance* che, con la sua portata trasversale, permea le due facce del sistema del mercato dei capitali: laddove si ricorda che l'organo di gestione definisce, approva e controlla la politica dell'impresa relativa alla prestazione e all'offerta di servizi, attività, operazioni e prodotti «conformemente alle caratteristiche e alle esigenze dei clienti dell'impresa destinatari delle prestazioni e delle offerte»¹⁴. Esso deve dunque svolgere un controllo effettivo su questa procedura, percorrendo quel *fil rouge* che lega contratto, mercato e clientela, in concomitanza dell'onere che incombe in capo a produttori e distributori¹⁵ e sostanziare la *governance* che in questi termini comporta un intervento sugli atti di autonomia, nonché sul mercato, rinvigorendo la sua portata regolativa.

¹² Una duplice funzione ben sottolineata dal considerando 36 Direttiva 2014/65/Ue.

¹³ Indicati all'art. 88 par. 1, lett a) – e), Direttiva 2013/36/Ue, oltre che all'art. 9 par. 3, lett a) Direttiva 2014/65/Ue. Si veda anche il considerando 54 della medesima direttiva, laddove si stabiliscono alcune funzioni cruciali per lo svolgimento dell'attività d'impresa. L'organo di gestione, infatti, «[...] dovrebbe essere responsabile, sotto tutti i punti di vista, della strategia globale dell'impresa, tenendo conto dell'attività e del profilo di rischio della stessa», viepiù «L'organo di gestione dovrebbe assumere chiare responsabilità per tutto il ciclo dell'attività dell'impresa nei settori dell'individuazione e della definizione degli obiettivi strategici, della strategia in materia di rischi e della governance interna dell'impresa di investimento, dell'approvazione dell'organizzazione interna [...]».

¹⁴ Art. 9 par. 3(2) lett b) Direttiva 2014/65/Ue.

¹⁵ Rispetto al ruolo dell'organo di gestione in merito all'attività del produttore, si veda l'art. 9 par. 6, Direttiva delegata 2017/593. Riguardo alla figura del distributore il riferimento si riscontra in seno all'art. 10 par. 8, della medesima direttiva. Entrambe le disposizioni mostrano un contenuto simile, allorché stabiliscono che gli stati membri "impongono" o "prescrivono" che le imprese di investimento assicurino

La scorta di tali premesse ci consente dunque di approfondire nel dettaglio i passaggi che segnano la regola oggetto della presente indagine che, come già ricordato in precedenza, si atteggia diversamente in dipendenza dei soggetti che ne vengono coinvolti.

2. *Processo di approvazione dello strumento finanziario e individuazione del target market positivo: struttura d'impresa, centralità del prodotto e protezione dell'investitore*

Tra le cifre innovative del governo del prodotto vi è senza dubbio una rinnovata attenzione al rafforzamento della protezione dell'investitore, *leitmotiv* che, con sfumature differenti, ha accompagnato il diritto finanziario europeo, con particolare accento su quello dei capitali, dalla seconda metà degli anni ottanta fino a oggi.

Non è sbagliato ricordare come l'intento protettivo sia stato perseguito attraverso modalità differenti dalle istituzioni europee e la disciplina contenuta nel *package* normativo MiFID II ne è una chiara manifestazione. È giunto in dote un mezzo che anticipa la tutela del cliente finale, la pone a monte dell'intero processo produttivo¹⁶ e in questa sede si coglie la netta differenza con gli approcci precedentemente accolti in tema di *investor protection*. L'atteggiamento del legislatore del comparto MiFID II, ispirato a modalità preventive e di tipo interventista, centrate sulle caratteristiche del prodotto e volte contestualmente al rafforzamento dell'organigramma dell'intermediario, sono percepibili chiaramente nel processo di approvazione dello strumento finanziario, ciò che costituisce il nucleo forte del governo del prodotto, baricentro e cardine della sua fase di *design*. Si tratta di un procedimento che consiste nella precisazione del mercato di riferimento dei clienti finali a seguito della previa individuazione del gruppo e solo dopo aver compiuto l'analisi dei rischi e della strategia di distribuzione attinenti a tale *target*¹⁷. L'approvazione dello strumento, eseguita sia dal produttore che dal distributore, in punto di contenuti si sviluppa attorno all'obbligo principale rappresentato dall'individuazione del *target market*, in base al quale gli operatori, in entrambe le fasi, sono obbligati a specificare il tipo di clientela per le cui caratteristiche, esigenze e obiettivi lo strumento

che l'organo di gestione eserciti un "controllo effettivo" sul processo di *governance* dei prodotti dell'impresa.

¹⁶ Quello dell'anticipazione della protezione della clientela è un aspetto che già si è affrontato fornendo la definizione di *product governance*. Vedi *supra*, cap. 1, in particolare par. 2.

¹⁷ Art. 16 par. 3 (2)(3) Direttiva 2014/65/UE; Art. 24 par. 1 Direttiva 2014/65/UE.

è compatibile¹⁸. Il passaggio considerato è di non poco momento e assume un rilievo di primo piano per via della centralità che è destinato ad ricoprire in prospettiva del programma di distribuzione a cui è legato e che prende le mosse direttamente dal mercato previamente individuato, motivo per cui l'identificazione e la valutazione del mercato di riferimento devono essere precisamente condotte, a un livello che sia "sufficientemente granulare"¹⁹. Tale passaggio determina la fissazione del c.d. *target market* positivo, in base alla quale lo strumento viene indirizzato verso un cliente finale precedentemente individuato, compreso all'interno di una precisa categoria, rispondente a determinate caratteristiche rintracciabili nel *droit soufle* di Esma²⁰.

In un simile momento della procedura la centralità dello strumento, meglio ancora della sua conoscenza da parte di chi lo realizza, non è dunque di poco conto²¹ e pare cristallizzare nel governo del prodotto un esempio della *know your merchandise rule*²² che coinvolge, innanzitutto, l'attività e investe l'organizzazione dell'impresa di

¹⁸ Un *approval process* si era delineato come elemento centrale della rinnovata politica di *investor protection* ancor prima dell'adozione della Direttiva MiFID II, come dimostrato dalla *Joint Position of European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes*, JC – 2013 – 77, Eba, Esma, Eiopa, 2. Sul contenuto del processo di approvazione dello strumento si veda anche *Esma Final Report, Guidelines on MiFID II product governance and requirements*, 2nd June 2017, 8. Rispetto al produttore si legga l'art. 9 par. 9(1) Direttiva delegata Ue 2017/593, mentre relativamente al distributore l'art. 10 par. 1(3) e par. 2(1) Direttiva delegata Ue 2017/593.

¹⁹ Queste parole si riscontrano nel *Final Report. Esma's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19th December 2014, Esma/2014/1569, 56-57. Nel definire in cosa consista l'identificazione del *target market*, Esma ricorda che «The target market must be identified at a sufficiently granular level to avoid the inclusion of any groups of investors for whose needs, characteristics and objectives the product is not compatible». Il medesimo riferimento alla "granularità" del livello di individuazione del mercato viene sottolineato anche dall'art. 9 par. 9(1), Direttiva delegata Ue 2017/593.

²⁰ Il riferimento corre alle categorie fissate nelle *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 2018, punto 18, 6, seguite sia dai produttori che dai distributori e che ricomprendono " a) the type of client to whom the product is targeted", " b) knowledge and experience", " c) financial situation with a focus on the ability to bear losses", " d) risk tolerance and compatibility of the risk/reward profile of the product with the target market", " e) clients' objectives and needs".

²¹ Si veda a proposito l'art. 24 par. 2(2) che specifica come «L'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente».

²² Con questa espressione si fa riferimento ad una regola largamente diffusa nel diritto dei servizi finanziari, che pone in capo agli intermediari il dovere di acquisire una conoscenza approfondita degli strumenti offerti sul mercato, in funzione del servizio che andranno a svolgere a favore della clientela. E affinché ciò sia possibile è necessario raccogliere le informazioni utili relative allo strumento. Sulla *product governance* quale esempio della *know your merchandise rule*, si veda A. MARCACCI, *European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance*, in *Eu. Bus. Org. Law Rev.*, 2017, I, 313-314; ID., *Regulating Investor Protection Under Eu Law. The Unbridgeable Gap with U.S. and the Way Forward*, Cham, 2018, 72, in cui l'A. fa rientrare il governo del prodotto nell'alveo della più specifica "*know your security rule*"; M. COMANA, D. PREVITALI, L. BELLARDINI, *The MiFID II Framework. How the New Standards Are Reshaping the Investment Industry*, Cham, 2019, in part. 230.

investimento. Il *manufacturer* infatti non solo mantiene procedure e misure che permettano alla fase di ingegnerizzazione di essere coerente con i requisiti di una corretta gestione dei conflitti di interesse, ma, più in generale, fa in modo che già nel processo di ideazione i prodotti di nuova emissione non danneggino i clienti finali né minino l'integrità del mercato²³. La previsione di una profonda cognizione del prodotto si riversa sull'azione del produttore e si manifesta anche per mezzo di ulteriori misure che sottolineano la prossimità tra presidi organizzativi, prodotto e protezione dell'investitore, tra cui va rammentata l'analisi di scenario dei prodotti, necessaria per comprenderne gli scarsi risultati e a coglierne le cause²⁴, rafforzare il processo di *design*²⁵, prestare attenzione alla struttura tariffaria dello strumento²⁶.

Ma l'incisione della struttura imprenditoriale determinata dalle procedure di approvazione e dalla scelta del mercato non si esaurisce qui, al contrario, impatta direttamente sull'indirizzamento o meno del prodotto/servizio verso un preciso gruppo di clienti, parte di un mercato individuato, sul suo costante riesame²⁷, più in generale sulla politica di distribuzione inevitabilmente progettata in sede anticipata. È così dunque che il *manufacturer* deve definire una propria strategia distributiva che dalle considerazioni sul tipo di prodotto viene inevitabilmente informata e che richiede la scelta di un distributore i cui clienti e servizi siano compatibili con il mercato di riferimento del prodotto²⁸. Di contro, anche il *distributor*, pur considerando le decisioni dell'emittente, ne deve definire una propria sulla base delle informazioni relative alla clientela e al tipo

²³ Così *Final Report. Esma's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19th December 2014, Esma/2014/1569, 55-56, punto 3.

²⁴ *Ibidem*, 57, punto 12. Esma, al fine di comprendere il perché del potenziale basso guadagno del prodotto, chiarisce quali siano le condizioni in base alle quali tale risultato possa manifestarsi. Si tratta di «[...] I) market deteriorated; II) the manufacturer or third party involved in manufacturing and or functioning of the product experiences financial difficulty or other counterparty risk materializes; III) the product fails to become commercially viable or IV) demand for the product is much higher than anticipated, putting a strain on the firm's resources and/or on the market of the underlying product».

²⁵ Esma ha sostenuto che le imprese di investimento debbano comprendere se il prodotto sia o meno conforme alle necessità, caratteristiche e obiettivi del *target market* stesso. A proposito, si veda nuovamente il sopracitato *report*, p. 57, punto 13, laddove, benché si tratti di una lista meramente esemplificativa, si indicano i mezzi con cui garantire la convergenza tra prodotto e mercato. In particolare che «[...] I) product's risk/reward profile is consistent with the target market; II) product design is driven by features that benefit the client and not by a business model that is dependent on poor client outcomes».

²⁶ *Ibid.*, 57, punto 14.

²⁷ Valutazione confermata dalla lettera del considerando 19, Direttiva delegata (Ue) 2017/593, che non a caso conclude che «Per i prodotti comuni il mercato di riferimento potrebbe essere individuato con minore dettaglio, mentre per i prodotti complessi come gli strumenti di “*bail-in*” o per i prodotti meno comuni il mercato di riferimento dovrebbe essere individuato con maggior cura».

²⁸ *Ibid.*, punto 25.

di servizi forniti, benché il margine di discrezionalità e la libertà decisionale di cui godono gli organi apicali dei distributori permettano di modularne le esigenze commerciali con quelle dei *target* di riferimento²⁹.

La piena consapevolezza di chi conduce la fase di ideazione e sviluppo posta lungo la scia della conservazione del cliente finale si ripercuote addirittura sulla politica economica d'impresa talché, una volta concepito lo strumento, non solo deve disporre di un profilo di rischio/rendimento coerente con il mercato di riferimento, ma deve incontrare le caratteristiche poste a vantaggio del cliente e non seguire un modello di *business* che, a discapito degli interessi della clientela, persegua l'obiettivo della redditività³⁰.

Dalla lettera dell'art. 16 par. 3 della Direttiva, riecheggia l'intento di tutelare l'investitore dall'asimmetria informativa e dall'incapacità di comprendere la complessità del prodotto, financo a collocare l'interesse del cliente al centro del rapporto, rafforzandone la natura fiduciaria e preservandone la posizione "debole", più esposta alle variazioni eso-contrattuali³¹.

Una *vis* protettiva, quella presente tra le maglie del processo di approvazione, ulteriormente rafforzata dalla sua venatura preventiva e confermata dalle disposizioni organizzative e amministrative predisposte dall'impresa, volte ad evitare che i conflitti di interesse possano incidere a discapito degli investitori³². Gli stessi che, in caso di insufficienza delle misure apprestate, dovranno essere informati prontamente dall'impresa della natura o delle fonti del conflitto, oltre che dei rimedi adottati per mitigarlo³³.

²⁹ *Ibid.*, in particolare punti 50-51. Nelle rispettive disposizioni, Esma ricorda che «[...] while taking in due consideration the suggested distribution strategy of the manufacturer, the distributor could decide to follow a more prudent approach by providing investment services that afford a higher level of protection to investors, such an investment advice» mentre, al contrario e in certe circostanze, il *distributor* può decidere «[...] to take a less prudent approach in relation to distribution strategy fined by the manufacturer».

³⁰ Così art. 9 par. 11, Direttiva delegata (Ue) 2017/593.

³¹ Sulla portata protettiva dell'art. 16 par. 3, in particolare del procedimento di approvazione del prodotto, si veda D. ZETSCHE, *Art. 16 MiFID II*, in M. LEHMANN, C. KUMPANN (ed.), *European Financial Services Law: Article-by-Article Commentary*, Baden Baden, 2019, 89.

³² Art. 16 par. 2, Direttiva 2014/65/Ue.

³³ Art. 23 par. 2, Direttiva 2014/65/Ue.

2.1. Target market *negativo* e grey area

Il mercato di riferimento si compone di diverse sfumature, si declina diversamente cioè a seconda dei soggetti che lo identificano. Prima di scorgerne le differenti espressioni è necessario soffermarsi su una parte, una fase che rientra nell'approvazione del prodotto, nell'identificazione del *target* che opera per esclusione ed è rivolta a riscontrare l'incompatibilità dello strumento rispetto all'interesse, alle caratteristiche e agli obiettivi di un gruppo di clienti finali. Centrata sulla natura dello strumento, sulla sua complessità e sul profilo rischio/rendimento³⁴, essa prende il nome di *target market* negativo³⁵, termine ricomprendente le ipotesi in cui il prodotto non può essere collocato in quanto incompatibile con le caratteristiche del gruppo di investitori individuato³⁶. A seconda dell'intermediario, la disciplina può rispondere alle regole previste per l'emittente o per il distributore, con la conseguenza che il primo utilizzerà dei criteri teorici, mentre il secondo individuerà in termini più concreti i clienti esclusi dal circuito distributivo³⁷.

L'organizzazione imprenditoriale, anche per quanto attiene al mercato negativo, ha una valenza di non poco momento e le decisioni degli organi apicali, nell'impostazione come pure nella modifica delle strategie, vengono condizionate dalla normativa in tema di governo del prodotto di cui fanno parte anche le disposizioni sul *negative target market*. Un aspetto simile si coglie allorché l'imprenditore colloca gli strumenti finanziari al di fuori del mercato di riferimento: uno scostamento che dovrebbe essere giustificato dalle

³⁴ Tali caratteristiche vengono riassunte nel c.d. principio di proporzionalità, in base al quale viene escluso dal mercato di riferimento il gruppo di clienti che, a fronte di una simile valutazione effettuata sulla base delle caratteristiche del prodotto, non vi risulta compatibile.

³⁵ L'addentellato normativo del *negative target market* si riscontra negli artt. 9 par. 9 e art. 10 par. 2 della Direttiva delegata Ue 2017/593, in base ai quali «[...] come parte di questo processo, l'impresa individua qualsiasi gruppo/i di clienti per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi lo strumento finanziario non è compatibile».

³⁶ A titolo esemplificativo, il *target market* negativo può essere individuato escludendo dalla distribuzione, attraverso un servizio *execution only* o comunque senza alcun tipo di consulenza, un prodotto dall'alto grado di complessità verso un gruppo di clienti dal ridotto grado di esperienza e conoscenza.

L'identificazione del mercato di riferimento negativo è comunque fortemente legata, per non dire consequenziale, a quella del mercato positivo. In questo senso, Esma ricorda che «Some of the target market characteristics used in the positive target market assessment by manufacturers and distributors will automatically lead to opposing characteristics for investors to whom the product is not compatible (for example, if a product is made for the investment objective “speculation”, it will at the same time not be suitable for “low risk” objectives). In this case, a firm could define the negative target market by stating that the product or service is incompatible for any client outside the positive target market», in *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5th February 2018, Esma 35-43-620, punto 68.

³⁷ *Ibid.*, punto 67.

circostanze del caso specifico³⁸ e quando il prodotto è venduto a investitori che non potrebbero riceverlo, la giustificazione deve essere sostenuta da un adeguato plesso probatorio³⁹. Se poi tale fenomeno assumesse la cifra della ripetitività, non solo l'impresa dovrebbe tenerlo in debito conto, ma potrebbe riesaminare e correggere il mercato di riferimento, modificando la strategia distributiva⁴⁰.

Oltre la linea che segna il confine tra mercato positivo e negativo, conta ricordare la c.d. *grey area*, una porzione di mercato inquadrabile con quel gruppo di clienti che non risiede né nel *positive* né nel *negative target market*⁴¹ e che consente alle imprese di raccomandare strumenti che sarebbero considerati troppo rischiosi. Una soluzione diffusa in particolare nei servizi forniti in regime di *execution only*, laddove il prodotto può essere collocato anche al di fuori del *target* di riferimento e il portafoglio o la combinazione con lo strumento siano conformi alle esigenze del cliente.

2.1.1. Manufacturer e target market potenziale

Il ruolo svolto dal produttore, coinvolto nel sistema della *governance* del prodotto, risulta centrale per lo sviluppo futuro dell'attività delle imprese finanziarie, in generale dei soggetti autorizzati a prestare i servizi ed è legato a doppio filo con la corretta identificazione del mercato di riferimento, fulcro dell'intera attività del *manufacturer* che è stata approfondita soprattutto da Esma per mezzo della propria *soft law*⁴².

³⁸ *Ibid.*, punto 70.

³⁹ *Ibid.*, punto 71. Relativamente all'indirizzamento dei prodotti al di fuori dal mercato di riferimento, in punto di distribuzione, va rammentato il punto 52 che si concentra sull'ipotesi di scostamento dal mercato di riferimento nella prestazione di servizi di gestione del portafoglio, in cui il regolatore europeo precisa che i prodotti possono essere collocati anche al di fuori del mercato *target*, ma esclusivamente nell'ipotesi in cui ciò sia giustificato da ragioni di diversificazione o copertura. In questo senso Esma specifica che «When providing investment advice adopting a portfolio approach and portfolio management to the client, the distributor can use products for diversification and hedging purposes. In this context, products can be sold outside of the producttarget market, if the portfolio as a whole or the combination of a financial instrument with its hedge is suitable for the client».

⁴⁰ *Ibid.*, punto 73.

⁴¹ Le linee guida di Esma stabiliscono che «Some firms could, for example, consider the possibility of not allowing clients to operate if they fall within the negative target market, while letting other clients transact on a financial product that is in the “grey area”, i.e. between the positive and negative target market», *Ibid.*, punto 72.

⁴² L'attenzione rivolta da Esma verso il mercato *target* individuato dal *manufacturer* è sembrata chiara soprattutto tra le pagine delle *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5th February 2018, Esma 35-43-620 che altro non sono che la versione aggiornata dei due precedenti filoni di linee-guida, cioè il *Consultation paper. Draft guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5th October 2016, Esma-2016-1436, seguito dal *Final Report. Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 2nd June 2017, Esma 35-43-620.

Soffermandoci sul lato del *manufacturer* conta indicare per brevi tratti i doveri riscontrabili proprio in capo a coloro che gli strumenti li producono e che si manifestano in termini sostanziali attraverso la fissazione del c.d. *potential target market*.

Con questo termine non solo si ribadisce il principale obbligo sostenuto dal produttore, ma l'accento cade puntualmente sul *quomodo*, sulle modalità che ispirano il concreto operare di coloro che creano lo strumento, che devono impostare una precisa strategia a livello di produzione e che, in seguito, si riverserà anche sulla collocazione. Il mercato di riferimento è "potenziale" e il produttore accoglie perciò un approccio teorico in base al quale il mercato, ma anche il gruppo di clienti che vi rientra, considerati in via anticipata, rappresentano il risultato di un approfondimento dai contenuti astratti⁴³. Toccherà in seguito al distributore darvi concretezza, individuando e specificando quale sarà la clientela destinataria che a seguito dell'individuazione del mercato di riferimento reale, nonché in dipendenza del tipo di servizio prestato, della valutazione di adeguatezza o di appropriatezza, sarà destinataria del prodotto migliore.

Delineare il mercato di riferimento potenziale richiede l'utilizzo non solo di criteri quantitativi, ma anche di elementi di valutazione di ordine qualitativo⁴⁴ ed è per questo motivo che, al fine di garantire una qualificazione più precisa e vicina possibile al cliente-tipo previamente individuato, le imprese devono identificare il *potential target market* sulla base della tipologia di cliente, delle sue conoscenze ed esperienze, della situazione finanziaria con specifica attenzione alla capacità a sopportare le perdite, della tolleranza al rischio e della compatibilità del profilo rischio/rendimento del prodotto rispetto al mercato e, infine, delle esigenze ed obiettivi dei clienti⁴⁵. Tale categoria costituisce un elenco flessibile, che può essere aggiornato con altri elementi, qualora il catalogo dovesse risultare fin troppo restrittivo per la comprensione del mercato di riferimento.

⁴³ Esma ricorda come la costituzione del *potential target market* debba avvenire sulla base «[...] *inter alia* on their theoretical knowledge and experience of the product», *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 2018, Esma 35-43-620, 6.

⁴⁴ Il riferimento corre a *Consultation paper. Draft guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5th October 2016, Esma-2016-1436, 22 e alle *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 2018, Esma 35-43-620, 5. All'esordio delle rispettive *guidelines for manufacturers* viene infatti ricordato che nella fornitura di servizi finanziari di massa, le imprese utilizzino processi automatizzati che basano la loro operatività su procedimenti di natura algoritmica e che utilizzano criteri quantitativi, sistemi di punteggio per individuare prodotti e clienti. Ma per l'identificazione del mercato di riferimento le imprese «[...] should not solely rely on such quantitative criteria but sufficiently balance them with qualitative considerations».

⁴⁵ Cinque categorie che sono approfondite nelle *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 2018, Esma 35-43-620, 6-7.

Lo svolgimento di questa fase del governo del prodotto riafferma la stretta vicinanza degli aspetti di cui già in precedenza si è dato conto e che vanno dalla centralità dell'investitore, passando per la conoscenza dello strumento o del servizio, fino al necessario adeguamento della struttura organizzativa di impresa, conseguentemente, del contratto e che, nell'elenco precisamente fissato da Esma, si affermano evidenti.

Perciò, l'individuazione del mercato potenziale non può prescindere, in primo luogo, dal tipo di clienti cui il prodotto è destinato⁴⁶ e che richiede una previa classificazione della clientela, in coerenza con le categorie previste da MiFID II di cliente al dettaglio, professionale e di controparte qualificata. Il passo ulteriore che deve essere compiuto dall'operatore si muove dal mercato al cliente ed è teso a sviluppare l'approfondimento dei requisiti fissati dagli Orientamenti Esma, cominciando dalla conoscenza e l'esperienza dell'investitore quali primi riferimenti destinati all'identificazione del mercato⁴⁷. L'impresa deve specificare la conoscenza che il *target client* dovrebbe avere rispetto al tipo di prodotto, ai suoi elementi costitutivi o in merito ad aree tematicamente contigue che gli consentano di comprenderlo nel miglior modo possibile e con riguardo ai medesimi aspetti l'emittente dovrebbe testare le esperienze maturate dall'investitore specificando, per esempio, per quanto tempo sia stato attivo sui mercati finanziari.

Una completa valutazione del mercato potenziale passa anche dall'analisi della situazione finanziaria dell'investitore e dalla sua capacità di sostenere le perdite⁴⁸ che devono essere calcolate in termini percentuali e a cui si dovranno aggiungere anche gli obblighi di pagamento in grado di superare l'importo investito.

La tolleranza al rischio e la compatibilità del profilo rischio/rendimento del prodotto rispetto al mercato di riferimento⁴⁹ impongono poi all'impresa di specificare l'attitudine del cliente rispetto al rischio dell'investimento e ciò ne comporta una previa categorizzazione. Poiché le varie imprese nella catena possono adottare approcci differenti per una sua definizione, l'intermediario è tenuto a fissare espressamente i criteri utilizzati per la profilatura e in particolare dovrebbe utilizzare l'indicatore previsto dal

⁴⁶ *Ibid.*, lett. a), punto 18, 6.

⁴⁷ *Ibid.*, let b), punto 18, 6.

⁴⁸ *Ibid.*, lett. c), punto 18, 6-7.

⁴⁹ *Ibid.*, lett. d), punto 18, 7.

Regolamento sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati⁵⁰ o attenersi, ove applicabili, alle disposizioni della Direttiva 2009/65/Ce⁵¹.

Ma tra le cinque categorie previste da Esma, una soprattutto coglie il senso del governo del prodotto nella sua accezione più vicina all'*investor protection* e che si riassume nella formula "*Clients' objectives and needs*". Questi devono essere tenuti in considerazione insieme alla più ampia strategia d'investimento, dando così forma a un passaggio condotto con cura e fortemente legato alle caratteristiche dell'investitore⁵² e, benché non risultino l'unico aspetto in cui si consuma la mappatura del mercato potenziale, gli obiettivi e le necessità costituiscono un indicatore dirimente e determinante il destino di una corretta procedura di costituzione del mercato potenziale.

Infine, anche la natura dei prodotti realizzati concorre in maniera rilevante a determinarlo e la differenza tra le differenti tipologie si ripercuote sulla politica strategica e decisionale dell'imprenditore. In questo frangente, nuovamente, è il principio di proporzionalità a ispirarne le linee direttrici, nel senso che il mercato potenziale deve essere individuato «in an appropriate and proportionate manner, considering the nature of the investment product»⁵³ così che, in dipendenza di un prodotto semplice o strutturato, il *target market* venga individuato rispettivamente con minor o maggior cura⁵⁴.

⁵⁰ Il riferimento va al Regolamento (Ue) n. 1286/2014, art. 8, par. 3 lett.d), dove viene precisato che, nella sezione del *Key Information Document* del Priip rubricata "Quali sono i rischi e qual è il potenziale rendimento ?", la descrizione del profilo rischio/rendimento preveda un indicatore sintetico del rischio «[...] integrato da una spiegazione testuale di quest'ultimo, dei suoi principali limiti e da una spiegazione testuale dei rischi che sono particolarmente rilevanti per i Priips e che non sono adeguatamente rilevati dall'indicatore sintetico di rischio».

⁵¹ Il riferimento va al documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, previsto all'art. 78, par. 3, lett. e), Direttiva 2009/65/Ce, tra le quali deve rientrarvi anche «il profilo di rischio/rendimento dell'investimento, compresi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti nell'Oicvm interessato».

⁵² Si vedano le *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 2018, Esma 35-43-620, punto 18 lett. e), 7, laddove non solo deve essere preso in considerazione «[...] the expected investment horizon [...]», ma gli obiettivi «[...] can be "fine-tuned" by specifying particular aspects of the investment and expectation of targeted clients. The particular client's objectives and needs a product is intended to fulfil may vary from specific to more generic. For example, a product may be designed to meet the needs of a specific age demographic, to achieve tax efficiency based on clients' country of tax residence, or be designed with special product features to achieve specific investment objectives such as "currency protection", "green investment", "ethical investment", etc. as relevant».

⁵³ *Ibid.*, punto 22, 8.

⁵⁴ In questi termini il secondo capoverso del considerando 19, Direttiva delegata Ue 2017/593.

2.1.2. Distributor e target market attuale

Qualificare esattamente il mercato su cui verranno collocati gli strumenti compravenduti è l'obbligazione principale del processo di approvazione, obbligazione che ricade in capo sia agli emittenti che ai distributori e che non può che atteggiarsi in termini differenti. Anche chi opera nella fase in cui il prodotto viene distribuito deve provvedere a tale identificazione che diventa parte del processo decisionale e che condiziona la strategia imprenditoriale⁵⁵. Per questo motivo pure per chi si trova nella fase di distribuzione il ruolo ricoperto dal *management body* assume un valore centrale nello sviluppo della propria attività, tant'è che la predisposizione di una strategia distributiva conforme alle caratteristiche di mercato e clientela infatti rientra all'interno delle politiche d'impresa che devono essere adottate e definite *ex ante* dall'organo di gestione⁵⁶.

A seguito di un primo confronto con l'attività del *manufacturer*, un dato di ordine generale deve essere registrato e riguarda le categorie utilizzate per l'identificazione del *target market* che, in verità, rimangono le stesse come per i produttori così per i distributori, casomai è l'approccio alla clientela che muta, segnando inevitabilmente le due fasi. In punto di distribuzione gli operatori devono definire il mercato ad un livello di concretezza maggiore, tenendo in considerazione il tipo di cliente a cui si fornisce il servizio di investimento e la natura del prodotto coinvolto⁵⁷, concretamente, le imprese distributrici nell'adottare i necessari dispositivi del governo del prodotto, valutano esigenze e caratteristiche del cliente così che gli interessi di quest'ultimo non siano condizionati per ragioni commerciali o di finanziamento⁵⁸. Tra la prima fase di progettazione dello strumento e quella che comporta una più stretta prossimità all'*audience* finale del prodotto si consuma una distanza più che netta con l'emittente, che specifica il mercato potenziale sulla scorta di una propria conoscenza teorica, in

⁵⁵ Art. 24, par.2, Direttiva 2014/65/Ue.

⁵⁶ In particolare punto 24, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05.02.2018, Esma 35-43-620, laddove si precisa che «Hence, the actual target market identification should occur at an early stage, when the firm's business policies and distribution strategies are defined by the management body and on an *ex-ante* basis».

⁵⁷ *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5th February 2018, Esma 35-43-620, punto 34,10.

⁵⁸ Art. 10 par. 2(1), Direttiva delegata Ue 2017/593.

assenza di una cognizione puntuale della clientela⁵⁹ e la valutazione che ne deriva si basa perciò su considerazioni generali relative alle caratteristiche e alla natura dello strumento.

Su di un versante opposto, in termini di operatività e di strategia, il distributore è invece tenuto a individuare un mercato di riferimento “reale”⁶⁰ che poggia le proprie basi sull’analisi “potenziale” previamente svolta dall’emittente, dal quale si devono ottenere le informazioni relative al mercato di riferimento, unite a quelle insistenti su i propri clienti⁶¹. Si crea un sistema di informazione formato da doveri attivi e passivi, che coinvolgono rispettivamente il produttore e il distributore e in base al quale quest’ultimo dovrà ottenere le informazioni “di livello adeguato” come sullo strumento così sul processo di approvazione, comprensivo dell’individuazione del mercato⁶² e solo così chi offre il prodotto potrà comprenderne l’oggetto e di seguito consigliarlo o venderlo⁶³. Il *distributor* invece, qualora raccomandi strumenti non realizzati in proprio, deve adottare le opportune disposizioni per avere una maggiore contezza sulla procedura adottata a monte e per conoscere in dettaglio i mercati di ciascuno strumento finanziario⁶⁴.

La conoscenza della clientela, insieme a quella dei servizi intermediati, costituiscono il fulcro del processo di identificazione in base al quale il distributore è infatti tenuto ad effettuare un’analisi approfondita del gruppo di clienti esistenti e potenziali. In questo senso, qualsiasi informazione utile deve essere utilizzata e resa disponibile, anche quando proveniente da fonti diverse dalla fornitura di servizi accessori o di investimento⁶⁵.

Così come nel caso del mercato potenziale, anche in quello attuale il prodotto compravenduto rappresenta un riferimento ulteriore ai fini di un’esatta perimetrazione del mercato *target*, effettuata in modo adeguato e proporzionato⁶⁶, ma nella prospettiva di una corretta corrispondenza tra quanto viene intermediato e le esigenze della clientela anche il servizio fornito può assumere un peso specifico⁶⁷. A voler dire che in un rapporto di reciprocità la valutazione del mercato viene condotta – più o meno dettagliatamente –

⁵⁹ *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05.02.2018, Esma 35-43-620, punto 35, 10.

⁶⁰ *Ibid.*, punto 27, 9.

⁶¹ *Ibid.*, punto 36, 10.

⁶² Art. 16 par. 3(5), Direttiva 2014/65/Ue.

⁶³ Art. 9 par. 13, Direttiva delegata (Ue) 2017/593.

⁶⁴ Art. 16 par. 3(6), Direttiva 2014/65/Ue; art. 10 par. 2(2)(3) Direttiva delegata Ue 2017/593.

⁶⁵ *Ibid.*, punto 37, 10.

⁶⁶ *Ibid.*, punto 41, 12.

⁶⁷ *Ibid.*, punto 43, 12.

alla luce della tipologia di servizio fornito⁶⁸, benché sia proprio il mercato di riferimento a determinare la decisione su i servizi distribuiti, in conformità delle circostanze e delle esigenze dei clienti.

Il legame tra servizio e ammontare delle informazioni raccolte riveste un certo rilievo nell'ottica della tutela dell'investitore e, in dipendenza dell'operazione svolta, la sua protezione assume una portata differente: il distributore, infatti, potrebbe svolgere una valutazione non sufficientemente approfondita del mercato in relazione al servizio fornito, come nel caso di quelli prestati in regime di *execution only*⁶⁹.

Affinché l'*actual target market*, e cioè la distribuzione in senso stretto, trovi attuazione nel rispetto del miglior interesse del cliente, le informazioni del produttore devono essere necessariamente prese in considerazione e non solo a fronte di servizi svolti in regime di mera esecuzione, ma anche quando sussista un elevato rapporto complessità/rischio o in situazioni in cui si verificano conflitti d'interesse significativi⁷⁰.

In precedenza si è notata una sensibile differenza nell'individuazione del mercato di riferimento nelle due distinte fasi, anche se in entrambi i casi la coerenza tra quanto emesso o distribuito e la platea dei clienti finali si conferma un punto centrale, fissato a livello normativo e assorbito nell'attività dell'intermediario. Un obiettivo che, nell'ottica del distributore, necessita di una conoscenza del prodotto e dell'utilizzatore finale ben più circostanziata di quanto lo sia per il produttore. Chi colloca lo strumento sulla base del servizio prestato è responsabile della sua compatibilità con le caratteristiche del fruitore, tenuto conto poi che la corretta corrispondenza dipende da uno studio puntuale e fondato sulle necessità concrete di chi investe. Così, in mancanza di precise informazioni "a valle", si assume necessario un legame collaborativo con la fase "a monte" nell'intento comune di preservare l'investitore e la stabilità di sistema.

⁶⁸ Come ricordano le *Guidelines* al punto 44 la valutazione *ex ante* del mercato, può essere effettuata in modo più o meno approfondita in base al livello di informazioni disponibili relative ai clienti e che, a loro volta, dipendono dal tipo di servizio svolto e dalle regole di comportamento che li accompagnano. Perciò, ad esempio, la consulenza in materia di investimenti e la gestione di portafoglio, consentono l'acquisizione di un maggior numero di informazioni rispetto agli altri.

⁶⁹ In una simile ipotesi, a fronte di un ammontare assai limitato delle informazioni disponibili, il distributore potrebbe consentire al cliente di agire in mancanza della necessaria consulenza, dietro l'avvertenza dell'impossibilità dell'impresa di poter valutare la compatibilità tra il profilo del cliente e il prodotto. Così precisa il punto 47 delle *Guidelines*.

⁷⁰ *Ibid.*, punti 45-46.

3. *L'estensione degli obblighi di product governance: self-placement e manufacturers non sottoposti alla disciplina MiFID II*

Il corpo centrale del governo del prodotto ha iniziato a delinearci con maggiore precisione, le sue singole fasi hanno preso forma coagulandosi attorno ad un elemento comune che emerge da un'analisi congiunta della regola in entrambe le direzioni, cioè quello di garantire uno strumento conforme al profilo del cliente finale e per migliorare la qualità del servizio fornito. Il baricentro della *governance* è mosso da un simile intento programmatico e impostato lungo questa linea direttiva trova spazio anche nelle ipotesi in cui produttore e distributore corrispondono e quando chi progetta il prodotto non è sottoposto ai requisiti fissati dalla disciplina MiFID II.

Principiando dalla prima ipotesi, non può che notarsi che le disposizioni in materia di *product governance* trovano perciò applicazione quando la fase di distribuzione è curata direttamente dall'emittente. Con “*self-placement*” si fa riferimento infatti ad un'operazione grazie alla quale le imprese di investimento vendono strumenti che loro stesse emettono, così delineandosi una pratica diffusa tra le società d'investimento, utilizzata per raccogliere capitale tra la clientela *retail* quando l'approvvigionamento dagli investitori istituzionali risulta più complicato o eccessivamente costoso⁷¹ e che la Direttiva stessa ingloba all'interno dei servizi di investimento allorché, fornendo la definizione di “ordini per conto dei clienti”, vi ricomprende anche «la conclusione di accordi per la vendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da un ente creditizio al momento della loro emissione»⁷². Il tratteggio fornito in materia di *self-placement* di prodotti finanziari consente perciò di sviluppare una considerazione ulteriore, che abbraccia le dinamiche tipiche dell'impresa societaria, tenendo assieme anche gli intenti protettivi sospinti dal reticolato di MiFID II⁷³. Una simile prassi consente all'interprete di valutare un conflitto tra due piani non semplicemente ideologici, se non anche legati alle finalità dell'attività dell'intermediario, che potrebbero financo

⁷¹ *Consultation paper MiFID II/MiFIR*, 22nd May 2014, Esma/2014/549, punto 34, 82.

⁷² Art. 4 par. 1(5), Direttiva 2014/65/UE.

⁷³ Sul *self-placement*, così come disciplinato dalla Direttiva MiFID II, quale esempio del rapporto tra interesse imprenditoriale e garanzie di tutela per il cliente finale si veda L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in Client's Best Interest: The Italian Case*, in *Italian Law Journal*, 2017, III, 501.

confliggere e che si sviluppano, in un senso, nell'esigenza di aumentare le proprie risorse finanziarie, supportata per giunta dal perseguimento di un interesse lucrativo da un soggetto che, va detto, opera sia nelle vesti di emittente che di controparte; nell'altro è nel dovere di agire nel miglior interesse del cliente, ispirato all'art. 24 della Direttiva, che si concentra l'agire del *provider*. Non può che notarsi, dunque, che attraverso la prassi di collocare i propri prodotti si riduce quella dialettica tra lucratività e protezione dell'investitore che, più generalmente, investe la normativa europea e infine quella interna in materia di governo del prodotto. Gli è che con riferimento alla collocazione di strumenti emessi da un medesimo operatore, più in generale, devono essere seguite le obbligazioni previste dal legislatore dell'Unione⁷⁴, tra cui vi rientrano anche gli obblighi di *product governance* considerati tra i presidi necessari per gestire al meglio l'emersione di conflitti di interessi e, globalmente, per garantire una migliore qualità del servizio⁷⁵.

La cura dell'investitore da obiettivo di sistema si afferma financo come contrappeso nella predisposizione delle politiche interne all'impresa finanziaria, sia nel caso di una divergenza tra produttore e distributore sia, anche e soprattutto, di una sovrapposizione, cioè allorché è l'emittente a intermediare un prodotto da lui stesso realizzato. Va detto che le medesime finalità programmatiche che si posano lungo il processo di approvazione e di individuazione del mercato di riferimento, coinvolgono un'ulteriore situazione ravvisabile nei rapporti con l'intermediario e in un simile frangente il riferimento si rivolge all'ipotesi in cui vengano distribuiti strumenti ideati da soggetti non sottoposti alla disciplina MiFID II. Affinché i rischi derivanti dall'opacità del prodotto non incidano sulle scelte decisionali di chi investe, la normativa delegata precisa che le disposizioni in materia di *governance* debbano essere rispettate anche dalle entità autorizzate, benché non soggette ai requisiti della Direttiva⁷⁶. In virtù di simili

⁷⁴ Così come previsto da Esma, in risposta ai riscontri provenienti dagli *stakeholders* nel *Final Report, Esma's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19th December 2014, Esma/2014/1569, 87.

⁷⁵ Sulla *product governance* quale presidio a protezione dell'interesse della clientela anche in ipotesi di *self-placement* di strumenti finanziari, si veda il documento prodotto dal *Joint Committee* composto da Eba, Esma ed Eiopa, *Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ("Self-placement")*, JC 2014 62, 31st July 2014, punto 50, 10.

⁷⁶ Considerando 16, Direttiva delegata Ue 2017/593. Tra questi soggetti vi rientrano gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, i gestori di fondi di investimento alternativi. I requisiti del governo del prodotto vanno estesi anche a quegli strumenti ideati dagli emittenti prima dell'entrata in vigore della Direttiva – cioè il 3 gennaio 2018 – e distribuiti solo in seguito. In questo senso si vedano le *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5th February 2018, Esma 35-43-620, punto 65, 17. Per un approfondimento su questo aspetto si veda F. MOCCI, J. FACCHINI, *Product governance: le linee guida ESMA di definizione del target market*, in www.dirittobancario.it, luglio 2017, 13-14.

presupposti di fatto, la disciplina del governo del prodotto devia lievemente, in conformità ad un mutamento dei soggetti coinvolti, sicché si determinano una serie di oneri aggiuntivi in capo al distributore che, di fatto, diventa l'unico attore a predisporre le garanzie necessarie a tutela dell'investitore. Innanzitutto, deve adottare una solida *due diligence* così che il servizio/prodotto risulti compatibile con le condizioni previste in tema di *product governance*⁷⁷, ma le conseguenze si ripercuotono anche sul processo di approvazione, dove l'accento ricade sul flusso informativo instauratosi con il produttore. Infatti, posto che l'emittente non è sottoposto ai contegni fissati per il governo del prodotto, in assenza di una descrizione del *target market* potenziale il distributore dovrà definire il proprio mercato di riferimento⁷⁸ e raccogliere le informazioni attraverso modalità differenti da quelle previste dal regime della direttiva⁷⁹, variabili in base al produttore e al tipo di prodotto coinvolti nel processo. Così, in caso di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi alternativi di investimento, saranno trattenuti i dati previsti nel *Key investor information document*⁸⁰, mentre, se lo strumento intermediato rientra tra i Priips, sarà necessaria l'analisi del *Key information document*⁸¹.

⁷⁷ *Ibid.*, punto 60, 15.

⁷⁸ «Therefore, even where the firm does not receive a description of the target market from the manufacturer or information on the product approval process, it has to define its “own” target market». Così *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 2018, Esma 35-43-620, punto 61, 16.

⁷⁹ *Ibid.*, punto 61, 16, laddove si stabilisce che «Where all relevant information is not publicly available (for example, through the PRIIPs KID or a prospectus), the reasonable steps should include entering into an agreement with the manufacturer or its agent in order to obtain all relevant information enabling the distributor to carry out its target market assessment».

Per una descrizione chiara e sintetica della distribuzione di strumenti prodotti da “*out-of-scope manufacturers*”, si vedano M. HOBZA, A. VONDRAČKOVA, *Target market under MiFID II: the distributor's perspective*, in *Cap. Mark. Law J.*, 2019, IV, 526-527.

⁸⁰ Il *Key Investor Information Document* è un documento che gli organismi collettivi di investimento in valori mobiliari, fondi alternativi di investimento e gestori, devono mettere a disposizione dell'investitore qualora sottoscriva quote degli stessi. Il Kiid è regolato dalla disciplina normativa europea contenuta nel Regolamento (Ue) n. 583/2010 e nella Direttiva 2009/65/Ce (in particolare art. 78). Nel tentativo di garantire una maggiore trasparenza e di far sì che i contenuti siano facilmente comprensibili, concentra una serie di informazioni relative agli obiettivi e alla politica di investimento, al rischio e rendimento, ai risultati ottenuti nel passato dall'organismo o dal fondo e altre informazioni pratiche. Sulla disciplina Kiid si veda N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 251-254 ; K. LANNOO, *The Great Financial Plumbing*, Lanham, 2015, in part. 44-45.

⁸¹ Con *Key Information Document* è il documento, di massimo tre facciate di dimensioni A4, che l'impresa d'investimento deve redigere e rendere disponibile alla clientela, nell'ipotesi in cui produca e distribuisca prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati. Le “informazioni chiave” contenute in tale documento sono previste dall'art. 8 del Regolamento Ue 1286/2014. In questa disposizione vengono indicate le varie sezioni in cui il Kid deve essere suddiviso: “Cos'è questo prodotto?”, in cui vengono fissate le informazioni sulla forma giuridica dello stesso, sugli obiettivi e sugli investitori al dettaglio; “Quali sono i rischi e qual è il potenziale rendimento?”, dove vengono stabiliti i livelli di rischio dello strumento, di liquidità, gli scenari di *performance*; “Cosa accade se [nome dell'ideatore del Priip] non è in grado di corrispondere quanto dovuto?”, “Quali sono i costi?”, “Per quanto tempo devo detenerlo? Posso ritirare il capitale prematuramente?”. I contenuti di ogni singola sezione sono stati di seguito approfonditi con

Il contenuto essenziale della procedura deve essere esteso perciò anche a quelle ipotesi in cui il collegamento tra i due momenti non si presenti in termini lineari, determinandone un sensibile scostamento rispetto a quanto cristallizzato dal legislatore derivato. Grazie soprattutto al diritto secondario dell'autorità di regolazione, gli estremi della protezione dell'investitore e dell'integrità del sistema vengono preservati anche quando l'attività viene posta in essere esclusivamente dal *manufacturer* o dal *distributor*.

4. Riesame del prodotto ed eventuale ridefinizione del mercato di riferimento

Legata come al versante dei requisiti organizzativi così anche a quello delle “disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori”, vi è l'obbligazione del riesame dello strumento⁸², che investe in primo luogo colui che lo produce, il quale, prima di ogni nuova emissione o rilancio, deve compierne una valutazione regolare la cui cadenza è basata sulla complessità e sulle strategie di investimento perseguite. Ulteriormente, la revisione viene programmata grazie all'analisi di alcuni eventi che potrebbero incidere sul rischio e sulle aspettative di rendimento dello strumento finanziario⁸³ e richiede dunque che il prodotto venga monitorato in corrispondenza dell'andamento del *business* dell'intermediario che, a fronte delle alterazioni che si riverberano lungo il lato del contratto, adotta una serie di misure precauzionali, tra cui viene compreso anche il cambiamento del processo di approvazione⁸⁴.

maggior dettaglio nel Regolamento delegato Ue 2017/653. La funzione del Kid si riassume, dunque, nella possibilità da parte dell'investitore di conoscere il prodotto, i rischi, i costi e i guadagni e di facilitare il confronto con altri prodotti.

Per una completa panoramica sulla normativa europea sui Priips e sull'evoluzione delle modalità di *disclosure* che hanno investito il mercato dei servizi di investimento si veda F. SARTORI, F. PARRINELLO, *Minimalist Design Principles for Prospectus, Key Information Document and Priips' Regulation*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2016, 5, 249-256; A. LUPOI, *The Sunset of Literal Information, the Dawn of “Data” Information (Financial Products, EU Prospective)*, available at SSRN, October, 2017, <http://ssrn.com/abstract=3049273>. Per una visione di insieme si veda K. NOUSSIA, M. SIRI, *The Legal Regime and Relevant Standards*, in P. MARANO, I. ROKAS (ed.), *Distribution of Insurance-Based Investment Products. The EU Regulation and the Liabilities*, Cham, 2019, 39-42.

⁸² Un obbligo che ricade in capo sia ai produttori che ai distributori, come precisato dalle *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05/02/2018, Esma 35-43-620, punto 56, 16.

⁸³ «a) il superamento di una soglia che inciderà sul profilo di rendimento dello strumento finanziario; b) la solvibilità di alcuni emittenti i cui titoli o garanzie possono incidere sull'andamento dello strumento finanziario», così art. 9 par. 15(1), Direttiva delegata Ue 2017/593.

⁸⁴ Art. 9 par. 15(2), lett. b), Direttiva delegata Ue 2017/593. Le altre misure che vengono approntate dalla legislazione delegata sono la fornitura di informazioni pertinenti sull'evento e le sue conseguenze sullo strumento finanziario ai clienti e ai distributori dello strumento qualora l'impresa d'investimento non offra o venda lo strumento finanziario direttamente ai clienti (lett. a); bloccare le ulteriori emissioni dello

La revisione coinvolge inevitabilmente anche il *distributor* con riferimento alla fase del collocamento, per cui è tenuto a porre in essere una riesamina periodica che consti di una supervisione continua della compatibilità del prodotto con il cliente e con il mercato e che si traduce in una verifica che, se dovesse conformarsi in una rimodulazione di quanto fornito e della platea di riferimento, necessiterebbe dell'aggiornamento dei dispositivi di *governance* del prodotto⁸⁵. Il dato normativo attraverso la puntuale fissazione dei requisiti previsti tra legislazione primaria e secondaria, blinda questa fase “correttiva” o “modellatrice” della *product governance* ed esalta il ruolo della funzione di *compliance*⁸⁶.

Tra la fase di realizzazione e quella di collocamento sussiste uno stretto legame, rinforzato dal flusso informativo che intercorre tra produttore e distributore in forza del quale l'emittente deve ottenere le informazioni relative alla fase distributiva, ai canali utilizzati, alla percentuale delle vendite effettuate fuori dal mercato di riferimento, al tipo di clienti⁸⁷. Di contro, il distributore collabora fornendo qualsiasi informazione pertinente proveniente dal proprio riesame periodico, tra cui quelle da cui si può dedurre di aver qualificato erroneamente il mercato o che confermano l'incompatibilità del prodotto o del servizio⁸⁸.

Più che di revisione sarebbe più corretto parlare di “revisioni”, condotte a livelli differenti del ciclo vitale del prodotto, interrelate, compenetratesi vicendevolmente, necessitanti di presidi organizzativi adeguati e che, allo stesso tempo, risultano caratterizzate da una cifra di elasticità che consente di modellare, a seconda delle mutate esigenze dell'investitore e del mercato, la strategia imprenditoriale comprensiva della *governance* del prodotto.

strumento finanziario (lett. c); cambiare lo strumento finanziario per evitare clausole contrattuali abusive (lett. d).

⁸⁵ Art. 10, par. 5, Direttiva delegata Ue 2017/593.

⁸⁶ Art. 10, par. 6, Direttiva delegata Ue 2017/593, laddove viene ricordato che la funzione di verifica della conformità «[...]monitori lo sviluppo e la revisione periodica dei dispositivi di *governance* dei prodotti al fine di individuare i rischi di mancato adempimento degli obblighi definiti dal presente articolo da parte dell'impresa».

⁸⁷ *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 2018, Esma 35-43-620, punti 57, 16.

⁸⁸ *Ibid.*, punti 58-59.

5. Il rapporto tra product governance e regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento

Le norme di condotta costituiscono uno degli assi portanti della normativa MiFID II e nella politica di protezione dell'investitore, benché modulata differentemente nel corso degli anni, questi obblighi hanno trovato un proprio spazio, costituendo uno dei pilastri su cui il legislatore europeo ha posto le basi dell'attuale sistema.

Le regole di adeguatezza e di appropriatezza, in questo senso, hanno rappresentato due riferimenti di primaria importanza nel panorama dei servizi di investimento. Dirette espressioni della *suitability rule* di origine statunitense⁸⁹, la loro funzione protettiva si esprime nella predisposizione di un articolato informativo incentrato sull'investitore.

⁸⁹ Con “*suitability rule*” si fa riferimento a una regola nata e diffusasi nel diritto delle *securities* statunitense. Essa richiede che l'intermediario abbia una completa conoscenza della propria clientela, così che il prodotto o il servizio collocati siano conformi alle caratteristiche dell'investitore. Una compatibilità che deve fondarsi sulle conoscenze del cliente, sulla sua capacità di sopportare il rischio e le perdite, sulle sue preve esperienze in tema di investimento.

La sua origine si deve riscontrare non tanto nella legislazione federale quanto nella normativa prodotta dalle SROs (*Self Regulatory Organizations*) e in ordine cronologico, la prima epifania della *suitability rule* risale al 1938 e si deve alla Nasd (*National Association of Securities Dealers*). È in particolare grazie al *Nasd Manual*, ¶ 2152, nella sezione *Nasd Rule of Fair Practices*, art. 3, § 2 – conosciuta anche come *Rule 2310(a)* – che La Nasd ha stabilito che «In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs». In seguito sia la *Securities Exchange Commission* (Sec) che la *New York Stock Exchange* (Nyse) hanno predisposto le proprie versioni della regola, la prima, nel 1963, ha adottato la *Rule 15b10-3*, facente parte del *Code of Federal Regulations*, §240. Per coloro che non erano membri della Nasd si precisava che essi, in caso di consulenza in merito alla negoziazione, vendita o scambio di strumenti finanziari, sulla base di motivi fondati, potessero statuire che «[...] the recommendation is not unsuitable for such customer on the basis of information furnished by such customer after reasonable inquiry concerning the customer's investment objectives, financial situation and needs, and any other information known by such broker or dealer or associated person». La Nyse, nel 2001, ha dato attuazione ad una regola assimilabile a quella di adeguatezza e che, di fatto, costituisce un misto tra un dovere di *fair dealing* e *know your customer rule*. Così, con la *Rule 405*, CCH, *Nyse Guide* ¶ 2405, stabilì che qualsiasi membro dell'organizzazione «[...] use due diligence to learn the essential facts relative to every customer, every order, every cash or margin account accepted or carried by such organization».

Lo sviluppo che questa regola ha conosciuto nel corso degli anni è stato di non poco momento e la dottrina, che di conseguenza vi ha dibattuto, è stata quanto meno corposa. Perciò, senza pretesa di esaustività, tra i contributi più significativi sulla regola di adeguatezza, sulle sue origini e successive articolazioni, si vedano R. MUNDHEIM, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: the Suitability Doctrine*, 3 *Duke Law J.* (1965) 448-451; 458-460; H. H. B. COHEN, *The Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers' Professional Responsibilities*, 3 *J. Corp. Law* (1978) 533, 540-548, 571-573; J. KERR, *Suitability Standards: A New Look at Economic Theory and Current SEC Disclosure Policy*, 16 *Pac. L. Rev.* (1985) 808-812; D. C. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers*, 84 *Cal. Law Rev.* (1996) 690-691. Tra gli studiosi italiani che si sono interessati alle vicende della *suitability rule* negli ordinamenti di *common law*, si veda in particolare D. IMBRUGLIA, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Persona e mercato*, 2016, I, 20 e ss.; ID., *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, in particolare parte I, 41-167.

Sulla sua conoscenza o esperienza in tema di investimenti, sulla sua situazione finanziaria, comprensiva della capacità di sostenere le perdite, sugli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio⁹⁰. Sono elementi che caratterizzano la valutazione di adeguatezza, come prevista dal Regolamento Intermediari, e che la distinguono da quella di appropriatezza, fermando una differenza che è «non ontologica, ma normativa»⁹¹.

Tali premesse non si collocano casualmente in questa sede, in particolare se confrontate con il contenuto dell'obbligazione di *product governance*. Volta com'è ad intercettare le preferenze dell'investitore, garantendogli perciò un prodotto/servizio conforme al proprio profilo, essa presuppone un forte legame con gli obblighi di comportamento, da un lato necessariamente consequenziale, dall'altro rafforzativo.

Il governo del prodotto risente della vicinanza della regola di adeguatezza – e inevitabilmente anche dell'appropriatezza, intesa come suo sottoinsieme – con cui, in termini contenutistici e procedimentali, si riscontrano diversi punti in comune. L'adeguatezza prevede innanzitutto che vengano predisposte «appropriate politiche e procedure»⁹² che consentano all'intermediario di comprendere natura e caratteristiche dei servizi e degli strumenti e la loro conformità al profilo del cliente individuato⁹³. Il *suitability assessment*⁹⁴, antecedente al momento della distribuzione, condiziona le scelte

⁹⁰ Riferimenti previsti dal Regolamento Intermediari 20307/2018, all'art. 40. Dello stesso tenore si veda la disposizione dell'art. 25 par. 2(1), Direttiva 2014/65/Ue.

⁹¹ Per usare le parole di M. MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento*, in F. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (diretto da), *Tratt.dir.civ.comm.*, Milano, 2012, 395.

Si ricordi infatti che, a differenza della valutazione di adeguatezza, quella di appropriatezza viene prevista per servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli e l'intermediario è tenuto a richiedere al cliente informazioni relative esclusivamente alla conoscenza ed esperienza in merito al prodotto o servizio proposto (art. 42, Regolamento Intermediari 20307/2018). Tale distacco è stato prontamente sottolineato da F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv.dir.priv.*, 2008, I, 40; F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, in *Quaderni di Banca borsa e titoli di credito*, Milano, XXXII, 47 e ss.; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza tra intermediario e cliente*, in E. GABRIELLI e R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, II, Milano, 2010, 292-298; D. IMBRUGLIA, *La regola di appropriatezza nei contratti di risparmio amministrato*, in *Riv. dir. priv.*, 2017, III, in particolare p. 458-460.

⁹² Le procedure e le politiche predisposte dalle imprese devono consentire una valutazione delle informazioni «[...] in a consistent way irrespective of the means used to collect such information», così gli orientamenti Esma, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 6th November 2018, Esma 35-43-1163, punto 22, 7.

⁹³ Art. 54 par. 9, Direttiva delegata Ue 2017/565.

⁹⁴ La valutazione di adeguatezza è prevista dall'art 25 par. 2, Direttiva 2014/65/Ue, che stabilisce che l'impresa d'investimento deve ottenere «le informazioni generali in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di

di *business* dell'impresa, in quanto volto a perseguire il miglior interesse del cliente attraverso una precomprensione del rischio dell'investimento percepito e del rapporto tra rischio e utile sul capitale investito⁹⁵. Una simile impostazione richiede un intenso lavoro da parte dell'intermediario in termini di raccolta delle informazioni sia con riferimento al prodotto intermediato⁹⁶, sia rispetto al destinatario dello stesso⁹⁷. Di fatto, si tratta di due profili che si condizionano vicendevolmente, poiché la natura dello strumento o del servizio e il soggetto che ne beneficerà costituiscono un corpo unico, oggetto di successiva valutazione.

Con particolare riferimento alla previa conoscenza del profilo dell'investitore, i punti di sovrapposizione con la *governance* del prodotto sono di tutta evidenza. Rispetto al tipo di strumento collocato è necessario, ad esempio, apprendere informazioni in merito al reddito, ai beni compresi negli eventuali investimenti finanziari, alla situazione debitoria dell'investitore⁹⁸. In un ideale combaciamento con la regola di appropriatezza, in dipendenza del servizio prestato, l'intermediario deve valutare la capacità della controparte di comprendere i rischi e la natura degli strumenti raccomandati⁹⁹. Il tipo di

investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere le perdite». La valutazione, il suo scopo, devono essere comunicati «in modo semplice e chiaro» ai clienti, così che gli stessi siano incoraggiati a fornire informazioni precise e sufficienti in relazione alle proprie conoscenze ed esperienze. A proposito si vedano gli orientamenti Esma, *ibid.*, punti 15-16, 6.

⁹⁵ *Ibid.*, punto 26, 8.

⁹⁶ La conoscenza in merito al prodotto offerto è oggetto delle disposizioni previste dai sopraccitati orientamenti Esma, con particolare riferimento alla sezione intitolata “*Arrangements necessary to understand investment products*”, laddove le procedure e gli strumenti solidi e obiettivi adottati dalle imprese devono investire i fattori di rischio (di credito, di mercato, di liquidità), il livello di “complessità” dei prodotti e le informazioni che vi attengono.

⁹⁷ Lo stretto legame tra regola di adeguatezza e governo del prodotto è stato sottolineato efficacemente da Esma nel *Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 13rd July 2017, Esma 35-43-748, 14-16. Soprattutto allorquando si sottolinea la centralità del carico informativo rivolto sia verso il cliente che verso il prodotto, nell'uno e nell'altro caso. In particolare, viene ricordato che «There is therefore a twofold interaction between product governance and suitability requirements: * information gathered by firms both on clients and products, for the purpose of conducting the suitability assessment is used to identify *ex-ante* target market for the products they intend to offer [...] * a correct *ex-ante* identification of the target should ensure that the product ends up with the “correct” type of customers for whose needs and objectives it had been designed, instead of another group of clients with which the product may not be compatible». Ma il profilo che emerge con maggior forza è quello riguardante il vicendevole scambio di influenze tra questi due momenti, in base al quale, si instaurerebbe un circolo virtuoso che, da un lato, consentirebbe che «[...] the data and results from the suitability assessment can be used to help outline and refine strategies and policies approved by the management body [...]», mentre dall'altro «[...] the more effective the product governance arrangements, the lower the risk of “failure” of investor protection rules that apply at the point of sale, included suitability».

⁹⁸ *Ibid.*, punto 37, 12.

⁹⁹ Ciò significa che le informazioni sul grado di comprensione del servizio da parte del cliente possono essere più dettagliate – in ipotesi, ad esempio, di consulenza in materia di investimenti – o meno – come

cliente, più generalmente, deve essere precisamente considerato, insieme alle sue esigenze e alla tolleranza al rischio: così, i dati di cui l'intermediario necessita saranno maggiori in ipotesi di clienti vulnerabili, che per la prima volta richiedono una consulenza in materia di investimenti o qualora gli obiettivi di investimento siano multipli e a lungo termine¹⁰⁰.

Una simile raccolta preventiva di informazioni, un sistema di revisione periodica¹⁰¹, l'assunzione di un modello organizzativo fatto di *policies* e procedimenti necessari per distribuire un prodotto compatibile rappresentano aspetti che potrebbero far pensare a una totale simmetria tra l'adeguatezza e il governo del prodotto. Non è mancato, peraltro, chi ha riconosciuto nel secondo un'anticipazione della *suitability* nella fase di ingegnerizzazione¹⁰², laddove l'impresa è tenuta a valutare la compatibilità dello strumento con le esigenze della clientela¹⁰³.

Ma una certa distanza sussiste ed è confermata dal dato normativo che non manca di sottolineare le diversità che intercorrono tra i due istituti, tant'è che il legislatore europeo precisa che l'individuazione del mercato non possa sostituire la valutazione di adeguatezza¹⁰⁴ e che la prima deve essere esperita ogniqualvolta un nuovo prodotto venga ideato e successivamente distribuito e la comprensione della sua natura e delle caratteristiche non può essere soddisfatta in conformità delle sole regole della *governance* del prodotto¹⁰⁵. Dunque, benché entrambe condividano gli stessi presupposti teleologici,

accade nel caso della gestione di portafogli. *Ibid.*, punto 38, 12. Anche la portata del servizio di investimento può incidere sull'ammontare di informazioni che l'intermediario deve ottenere.

¹⁰⁰ *Ibid.*, punti 39-43, 13-14.

¹⁰¹ Per poter fornire un prodotto compatibile con le esigenze del cliente, le imprese devono aggiornare le informazioni ricevute, così che non diventino obsolete, imprecise o incomplete, così come previsto dalla sezione "*Updating client information*" (punti 52-57)

¹⁰² Si veda in questo senso V. TROIANO, *op. cit.*, 220-221, il quale sostiene che «Il governo del prodotto vuole anticipare, fra l'altro, alla fase di ingegnerizzazione una valutazione di adeguatezza del prodotto rispetto al target di clientela identificato [...]» e che questa retroversione sia dovuta ad un passaggio dal momento del rapporto a quello dell'attività, dell'impresa, allorquando specifica che «[...] si passa ora ad una logica che trascende e anticipa la vicenda bilaterale della erogazione del servizio, collocando la valutazione delle caratteristiche e dei bisogni dei clienti, della clientela, nelle dinamiche d'impresa, relative al momento della configurazione del servizio (e non in quello successivo della sua erogazione)».

¹⁰³ In totale adesione con la previsione dell'art. 24 par. 2(2), Direttiva 2014/65/Ue.

¹⁰⁴ Si veda innanzitutto l'art. 16 par. 3(7), Direttiva 2014/65/Ue, oltre che le *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 2018, Esma 35-43-620, punto 33, 10.

A ben vedere, è la stessa dottrina a rendersi conto che la *product governance* anticipa la protezione dell'investitore, ma in funzione del mercato *target* di riferimento e non esclusivamente alle esigenze del singolo investitore atomisticamente considerato. Elemento che si coglie dalla lettura di F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.* 2018, IV, 23.

¹⁰⁵ *Final Report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 28th May 2018, punto 31, 23.

non solo si collocano in due fasi distinte dello sviluppo del prodotto, ma si distinguono in termini contenutistici per porsi infine su un piano di complementarità senza sostituirsi vicendevolmente¹⁰⁶. Il governo del prodotto costituisce semmai un mezzo differente di protezione dell'investitore, uno strumento che, anticipando la fase distributiva e in via preventiva, limita i comportamenti opportunistici al fine di evitare casi di *mis-selling*¹⁰⁷ e che si afferma soprattutto grazie al processo di approvazione che varia da prodotto a prodotto¹⁰⁸ e che viene modulato in termini differenti nella fase “a monte” e in quella più prossima al contatto con la clientela. E se la procedura che si riscontra nel momento dell'ideazione del prodotto mostra il rischio di un'eccessiva genericità legata al *target* degli utilizzatori finali, dovuta all'approccio teorico che la spiega, nel momento della distribuzione l'approvazione si condensa attorno a valutazioni puntuali e che, declinate in termini concreti, ritagliano l'area dei destinatari ancor più analiticamente. In un momento successivo e grazie a un maggior grado specificità¹⁰⁹, si inserisce poi la valutazione di adeguatezza – o appropriatezza – che, nel considerare le analisi del *target market* condotte in successione, si atteggia con maggior consapevolezza, sulla scorta delle informazioni che l'intermediario possiede o che ha ottenuto dal produttore¹¹⁰. Le regole che si addossano alla fase distributiva e che si attagliano in conformità al servizio prestatato non possono che discostarsi dal plesso di disposizioni che innervano il governo del prodotto che, seppur riversandosi sul momento contrattuale, si determina come una regola divergente per contenuti – in cui la relazione tra atto e attività è condotta ad un livello di consapevolezza maggiore – e che ricalibra anche il panorama dei medesimi obiettivi consolidati dal legislatore, raggiunti attraverso divergenti modalità che sottintendono altrettanto distanti approcci teorici.

¹⁰⁶ *Ibid.*, 23.

¹⁰⁷ Sull'efficacia anticipatoria della tutela dell'investitore, nella prospettiva di evitare casi di collocazione di strumenti incoerenti con il profilo del mercato e del cliente di riferimento si veda nuovamente *supra*, cap. 1, par. 2, 14 e ss.

¹⁰⁸ Si veda in questo senso il punto 22, all'interno della sezione dedicata all' *Identification of the potential target market: differentiation on the basis of the nature of the product manufactured*, contenuta a sua volta nelle *Guidelines on MiFID product governance requirements*, 5th February 2018, Esma 35-43-620, 8, per cui «Consequently, for more complicated products, such as structured products with complicated return profiles, the target market should be identified with more detail. For simpler, more common products, it is likely that the target market will be identified with less detail».

¹⁰⁹ Esma ricorda come il livello di dettaglio necessario per l'identificazione del mercato di riferimento possa essere “meno granulare” rispetto a quanto previsto per la valutazione di adeguatezza. Si veda *Final Report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 28th May 2018, punto 31, 23.

¹¹⁰ *Ibid.*, punto 49, 70.

Il ragionamento che si è concentrato sul confronto e financo sulla relazione tra *product governance* e regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento consente di mettere ordine all'interno dell'intricato intrecciarsi delle *rules* che informano il diritto dei mercati finanziari e che, se non adeguatamente approfondito, rischia di creare confusione non solo in termini di comprensibilità delle stesse, ma, ancor prima, potrebbe determinare un inopportuno sovrapporsi di superfici concettuali quanto meno lontane cui comunque vanno agganciate. L'approfondimento sul governo del prodotto attraverso lo studio del versante normativo echeggia, in realtà, il retroterra non solo fenomenico ma anche assiologico che sostiene la ricerca. Si intende dire che, una volta segnati i confini che la separano da adeguatezza e appropriatezza e realizzatosi intorno alla *governance* uno spazio fattuale e teorico dalla portata distintiva, il punto di caduta della critica torna di nuovo ad essere quello della tutela, intesa nella sua dimensione privatistica. E che, peraltro, non vuole essere sostenuto esclusivamente a fronte di una preoccupante assenza di protezione dell'investitore insoddisfatto, bensì deve essere indagato per confermare il segno di diversità di questa regola, vivificata da una base teorica e da un apprezzamento in fatto suoi propri.

Le corti, dapprima quelle di merito per poi giungere fino alle Sezioni Unite del Supremo Collegio, hanno sviluppato da più di un decennio le proprie posizioni¹¹¹, a tratti altalenanti e in seguito puntualizzate dai commentatori, impegnati in un non banale sforzo di cesellatura, se non addirittura di più ampia critica degli arresti esaminati. Il *milieu* per

¹¹¹ Con riguardo alla giurisprudenza di merito, si ponga attenzione ad un primo filone interpretativo, incline ad accogliere la pronuncia di accertamento di nullità, considerato che la violazione delle norme relative agli obblighi di comportamento, una volta penetrate nello statuto contrattuale, ne avrebbero inciso direttamente gli elementi essenziali, così da determinarne l'invalidità. A tal proposito si vedano le pronunce del Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2005, I, 55, con nota di F. SARTORI; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, IV, 489; Trib. Monza, 27 gennaio 2005, in *Dir. banca merc. fin.*, 2006, IV; Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2005, VI, con commento di V. ROPPO; Trib. Trani, 31 gennaio 2006, in *I Contratti*, 2006, VII, 691; con ciò non va dimenticata anche quell'intervento che ha rinvenuto nella violazione della disciplina delle regole di condotta un rimedio pur sempre invalidante e confortato dall'annullamento come nel caso di Trib. Roma, 11 marzo 2005, in *Giur. mer.*, 2006, I, 112; Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *Giur. it.*, 2005, III, 357. Infine, la giurisprudenza di legittimità si è pronunciata anche in punto di responsabilità, come nel caso di Trib. Perugia, 27 marzo 2018, in www.ilcaso.it.

Per vero, la posizione di merito centrata sull'invalidità dell'atto ha trovato una prima ferma opposizione della giurisprudenza di legittimità sia con Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giur. it.*, 2006, VIII-IX, 1602 e poi, di seguito, con Cass. Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, ampiamente commentate e che hanno percorso il sentiero della responsabilità (pre)contrattuale dell'intermediario in violazione delle norme sugli obblighi di condotta. In seguito, sulla medesima scia interpretativa, Cass., 12 giugno 2016, n. 12262, in www.dirittoegiustizia.it, 25 maggio 2016; Cass., 23 maggio, 2016, n. 10640, in *Resp. civ. prev.*, 2017, IV, 1265; Cass., 16 febbraio, 2018, n. 3914, in *Giur. comm.*, 2020, IV, 805.

giunta si arricchisce anche delle istanze provenienti da altri ordinamenti, in cui la pressante richiesta di certezza del diritto a fronte della violazione delle *conduct of business rules* ha reso necessaria la risposta del giudice¹¹².

Si è di fronte a un palese disequilibrio in punto di protezione del cliente finale che vede soltanto alcune disposizioni coperte da un perimetro rimediabile, che per il governo del prodotto è invece assente e che, per poter essere indagato e infine condotto ad un punto fermo, abbisogna di un passaggio successivo. Quello rimesso ad una ancor più profonda ricognizione dello sfondo teorico e allo stesso tempo esegetico del lavoro, rappresentato dalla teoria del contratto costitutivo d'impresa e che, infine, condurrà alla

¹¹² Per quanto riguarda la giurisprudenza straniera in materia di violazione della regola di *suitability*, un riferimento di sicura importanza è rappresentato dalle pronunce delle corti americane, in particolare di quelli statali. Tra queste non manca chi vi ha riconosciuto una responsabilità extracontrattuale basata sul criterio della *negligence*, a sua volta fortemente legato all'esperienza dell' *agency law* e del *trust law*. Sull'adeguatezza quale espressione di un *tort of negligence*, si vedano, *Piper, Jaffray & Hopwood Incorporated v. Ladin*, 399 F. Supp. 292 (S.D. Iowa 1975); *Scott v. Dime Sav. Bank of N.Y.*, FSB 886 F. Supp. 1073 1080-1081 (SDNY 1995); *Vucinich v. Paine, Webber, Jackson, Curtis* 803 F.2d 454, 461 (9th Cir. 1986). Non sono mancate le pronunce in cui si è stabilito che la *suitability rule*, quale regola che impone all'intermediario di informarsi sulle caratteristiche dell'investitore di riferimento, si manifesti quale violazione dei cc.dd. "*fiduciary duties*", come nel caso di della pronuncia *MidAmerica Federal Savings and Loan v. Shearson/American Express*, 886 F.2d 1249 (10th Cir. 1989). In questo caso viene specificato il significato di tali doveri e stabilito che da una loro violazione ne deriva un obbligo risarcitorio e in virtù di quanto stabilito dal giudice del decimo circuito, il risarcimento va collocato tra le «[...] provision of noncontractual damages».

Negli ordinamenti europei gli obblighi di condotta degli intermediari sono stati oggetto dell'attenzione delle decisioni delle Corti supreme, intente a trovare una soluzione rimediabile a delle prescrizioni di ampio respiro, necessitanti comunque di un adeguato grado di *enforcement* civilistico.

In Inghilterra, l'investitore avrebbe potuto ottenere, ai sensi del *Financial Service Act*, il risarcimento del danno sulla base della disciplina del *tort of breach of statutory duty*, confermata anche dalla riforma del mercato finanziario occorsa a seguito del *Financial Services Market Act* del 2000. La legge di riforma del diritto mobiliare aveva fornito alla Fsa notevoli poteri regolamentari, tradottisi nelle cc.dd. *conduct of business rules*. Quest'ultime impongono agli investitori dei ben precisi oneri probatori, in particolare in merito alla prova dell'esistenza del dovere che obbliga la controparte a prestare il servizio e a quella della mancanza della condotta prudente e ragionevole nei suoi confronti. Tra i *leading cases* successivi alla riforma del 2000, si vedano *Seymour v. Ockwell* [2005] EWHC 1137, QB; *Rubenstein v HSBC Bank plc*. [2012] EWCA Civ. 1884; *O'Hare v Coutts* [2016] EWHC 224 (QB).

In Francia, la violazione delle regole di comportamento sono da ascrivere all'alveo della responsabilità contrattuale, ai sensi del novellato art. 11471 code civil (attuale art. 1231-1). A tal proposito si vedano le sentenze della C. Cass, comm., 5 Novembre 1991, n. 89-18005; C. Cass, comm., 19 Settembre 2006, n. 5-13264; C. Cass, comm., 26 Fevrier 2008, bull. 2008, IV, 42, n. 07-10761.

In Germania, a seguito della sentenza del Bundesgerichtshof – si tratta della pronuncia BGH 22.3.2011, XI, ZR 33/10 – si è invece attestato un filone interpretativo che riscontrava nel mancato rispetto degli obblighi di comportamento un'ipotesi di responsabilità contrattuale, benché collocata in fase pre-contrattuale.

Lungo la scia della responsabilità contrattuale derivante dalla violazione delle regole di comportamento si collocano anche le seguenti decisioni dell'*Hoge Raad* olandese, HR 5 June 2009 RvdW 2009, 683 (*De T. v. Texia Bank Nederland NV*); HR 5 June 2009, RvdW 2009, 684 (*Levob Bank NV v. B en GBD*); HR 5 June 2009, RvdW 2009, 685 (*Stichting Gedupeerden Spaarconstructie v. Aegon Bank NV*). Con queste pronunce si è stabilito che, benché il dovere di conoscere la clientela non fosse positivamente prescritto dalla legislazione olandese all'epoca vigente, questo si dovesse consolidare quale obbligo immanente in capo agli intermediari stessi.

IL FUNZIONAMENTO DELLA *PRODUCT GOVERNANCE*
TRA DIRITTO DERIVATO EUROPEO E FONTI DI *SOFT LAW*

puntuale esplorazione della regola nei gangli organizzativi dell'intermediario e nella sua concreta traduzione in forma contrattuale.

CAPITOLO TERZO

LA *PRODUCT GOVERNANCE*

NELLA TEORIA DEI CONTRATTI D'IMPRESA

1. Una premessa sul rapporto tra attività finanziaria e contratto

Il governo del prodotto, introdotto dalla MiFID II e rinforzato dalla legislazione europea delegata, acquista un rinnovato valore all'interno del diritto dei mercati finanziari. Il plurale è d'obbligo per via della sua portata trasversale in quanto, pur attestatasi nel diritto finanziario in senso stretto, si è poi consolidata nel bancario¹ come pure nel settore assicurativo².

Una preliminare panoramica derivante dallo studio dei referenti normativi europei ed interni pone le basi per le premesse metodologiche necessarie per un'analisi più approfondita, che consentirà di comprendere la portata della regola esaminata. Già a

¹ Come nel diritto finanziario, anche nel diritto bancario, l'implementazione della regola in esame ha avuto origine nel diritto dell'Unione, conservata in particolare nelle misure di *soft law* di Eba. L'atto che ha costituito un essenziale riferimento nell'indicazione dell'operatività della *product governance* è il *Final Report. Guidelines on product and oversight governance arrangements for retail banking products*, 15 July 2015. Recentemente Eba è intervenuta con il *Report on Application of the Guidelines on Product Oversight and Governance (POG) Arrangements* (EBA/GL/2015/18) in cui, nel ribadire che gli elementi costitutivi della *product governance* sono «[...] an integral part of manufacturer's governance [...]», ripercorre le single fasi di cui la POG si compone, fornendo un prezioso strumento interpretativo della *Guidelines* del 2015.

² La *product and oversight governance* nel settore assicurativo è stata sospinta in particolare grazie alla Direttiva 2016/97/UE (c.d. IDD Directive) che all'art. 25 fissa i requisiti in materia di governo e controllo del prodotto, ricalcando il contenuto dell'art. 16 e 24 della Direttiva MiFID II. Eiopa, anticipatamente, aveva posto le basi per una puntuale definizione della POG, sottolineandone la natura destinata alla tutela degli assicurati da casi di *mis-selling* e marcando lo stretto legame tra l'organizzazione aziendale e contratto attraverso il *Consultation Paper on the Proposal for Preparatory Guidelines on Product Oversight and Governance Arrangements by Insurance Undertakings and Insurance Distributors*, Eiopa, 30th October 2015; le *Preparatory Guidelines*, Eiopa, 16th March 2016 e il successivo *Final Report on Public Consultation on Preparatory Guidelines on Product Oversight Governance Arrangements by Insurance Undertakings and Insurance Distributors*, Eiopa, 6th April 2016. Per rinforzare il presidio della POG, Eiopa ha pubblicato in data 8 ottobre 2020 un documento intitolato *Eiopa's Approach to Supervision of Product Oversight and Governance*, in cui si affronta l'azione di controllo dell'*authority* rispetto agli obblighi rinvenibili in capo a *manufacturers* e *distributors*, dall'individuazione del *target market* (par. 3), al *product testing* (par.4), passando dalla strategia di distribuzione (par. 5) e giungendo fino alla fase di *monitoring* successiva alla collocazione del prodotto nel *target market* (par. 6).

partire dal dato riscontrabile nelle disposizioni che la regolano, la notazione semantica, in lingua inglese come pure nella traduzione italiana, non può lasciare indifferenti: il legislatore interno ha tradotto il lemma “*product governance*” come “governo del prodotto”, ancorché il termine “*governance*” pare possa dirci qualcosa in più a livello di lessico comune³ nonché giuridico. Esso, infatti, sottintende un’accezione che nella traduzione italiana si presenta evidentemente edulcorata, in cui non sembra emergere quel particolare significato che la stessa sprigiona quando associata alla “*corporate*”, in termini di amministrazione, sana e prudente gestione, l’insieme di procedure necessarie per lo svolgimento dell’attività, nell’interesse degli azionisti e degli investitori⁴. La “*governance*” legata al prodotto ripropone quell’insieme di significati riversati però sullo strumento finanziario e sottintende dunque come l’emittente, sin dal momento della “creazione”, così il distributore nel rapporto “a valle”, creino e distribuiscano un “bene” frutto di una segmentazione di fasi e processi finalizzati alla sua collocazione all’interno del mercato di riferimento e presso una clientela previamente individuata⁵. “Governare”

³ Nel lessico comune, tra i significati che vengono attribuiti al lemma “*governance*”, vi rientrano quelli di “*government*”, “*rule*”, “*management*”, ma non vanno dimenticati anche quelli che si riferiscono a profili comportamentali e di attitudine del soggetto nell’esercizio della propria attività (“*behaviour*”, “*manners*”). Si veda a proposito in S. JOHNSON, *Dictionary of English Language*, I, London, 1785.

⁴ Con “*corporate governance*” non si sottintende un significato univoco, le sfumature sono diverse e dipendono dalla prospettiva da cui la stessa viene approfondita. Al netto della definizione che affonda le proprie radici nella *ownership* della società e che vede opposti gli angoli visuali di *shareholders* e *stakeholders*, la valenza che deve essere sottolineata e che meglio si avvicina alla realtà della *product governance* è quella che si riferisce al governo societario come un insieme di procedure e fasi funzionali volte ad una gestione corretta dell’impresa. In questo senso si vedano B. TRICKER, *Corporate Governance: Practices, Procedures and Powers in British Companies and Their Boards of Directors*, Oxford, 1984, 6; T. CANNON, *Corporate Responsibility. A Textbook on Business Ethics, Governance, Environment: Roles and Responsibilities*, London, 1994, 38; K. KEASEY, S. THOMPSON, M. WRIGHT, *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, Oxford, 1997, 2.

⁵ Nella prospettiva di analisi adottata, che individua nel prodotto un’espressione contrattuale, non si sbaglia nel ricordare quella dottrina che, nello studio della “*governance*”, la applica proprio al contratto, dando luce ad un indirizzo interpretativo definito infatti “*contract governance*”. *Ex multis*, conta ricordare F. MÖSLEIN, K. RIESENHUBER, *Contract Governance. A Draft Research Agenda*, 5 *Eu. Rev. Contr. Law* (2009) 272-75, 281, dove gli Aa. plasmano un simile concetto attorno all’architettura del contratto. Nell’accezione di “*governance by means of contract law*”, le fasi che portano alla formazione del contratto costituiscono il mezzo attraverso cui il legislatore vi fa confluire fini eteronomi, che travalicano quelli stabiliti nel regolamento tra le parti, così trasformando il contratto in quello strumento di regolazione che in precedenza avevamo incrociato nell’analisi del fenomeno del diritto privato regolatorio. Un’accezione ulteriore è quella di “*governance through contract*”, in base alla quale le parti predispongono le regole del loro rapporto, assumendo un peso particolare in quei legami contrattuali che rilevano all’interno di una struttura organizzativa complessa e sviluppata come quella d’impresa e, secondo gli Aa., mantenendo molti punti in comune con il governo societario. Quest’ultimo significato, peraltro, è stato ripreso e sviluppato da P. ZUMBANSEN, *The Law of Society: Governance Through Contract*, 14 *Indiana J. Glob. St.* (2007) 191. Riguardo invece alla prima accezione “regolatoria” del contratto, e per giunta con specifico riferimento al plesso degli obblighi di condotta imposti agli intermediari dalla normativa MiFID I e II, si veda invece O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, 21 *Eu. Law J.* (2015) 500.

lo strumento finanziario ne presuppone dunque uno studio accurato e richiede piena consapevolezza dei destinatari finali, di cui vengono analizzate conoscenze, obiettivi e capacità di sopportazione del rischio.

Sulla scorta del perimetro normativo che è stato fornito nelle pagine precedenti e delle prime considerazioni affrontate in tema di governo del prodotto, non si possono sottacere alcuni aspetti che lo connotano e che ne determinano le cifre innovative all'interno del panorama del diritto dei mercati finanziari. Si tratta di profili che investono da un lato l'attività esercitata dagli intermediari, la prestazione dei servizi finanziari che questi realizzano; dall'altro non può essere sottovalutato il profondo legame che la *governance* instaura con il plesso dell'atto, del contratto, non più inteso esclusivamente come norma privatistica che regola il rapporto tra le parti, bensì vera e propria *res*, espressione di un valore, in questo caso, finanziario.

Partendo dall'analisi dell'assetto organizzativo dell'intermediario, questo acquista un peso specifico nello schema normativo predisposto dal legislatore europeo, che richiede che le imprese adottino “disposizioni amministrative e organizzative efficaci” al fine di agire nel miglior interesse dei clienti, garantendo un corretto indirizzamento degli strumenti finanziari. Quanto previsto dal considerando 71, dagli articoli 16 e 24 della MiFID II conferma che i servizi forniti dagli intermediari finanziari non possono che essere prestati professionalmente, in forma organizzata e secondo il metodo economico, costituiscono cioè attività d'impresa. Una precisa connotazione che investe la società emittente, una Sgr o più generalmente un fondo di investimento⁶, come pure il distributore, solitamente una Sim o una banca nello svolgimento di «ogni altra attività finanziaria»⁷: entrambi svolgono, in veste societaria, un'attività imprenditoriale⁸. Non

⁶ All'orientamento III di Esma, del febbraio 2018, (*Guidelines on MiFID II product governance requirements*, Esma 3543-620), le “imprese” per cui si ritengono applicabili gli orientamenti dell'autorità di vigilanza in materia di governo del prodotto sono: imprese di investimento di cui all'art. 4, par. 1, punto 1 MiFID II, ivi compresi gli enti creditizi quando prestano servizi e attività d'investimento ai sensi dell'art. 4, par. 1, punto 2 della MiFID II; le imprese di investimento e gli enti creditizi quando vendono o consigliano ai clienti depositi strutturati, le società di gestione degli OICVM e i gestori dei fondi di investimento alternativi (GEFIA) esterni, di cui all'art. 5, par. 1, lett. a) della Direttiva GEFIA quando forniscono servizi di gestione dei portafogli di investimento su base individuale o servizi accessori (ai sensi dell'art. 6, par. 3, lett. a e b della Direttiva OICVM e dell'art. 6, par. 4, lett. a e b della Direttiva GEFIA.

⁷ Ai sensi dell'art. 10 co. 3 T.u.b.

⁸ In merito all' “impresa d'investimento” o “impresa finanziaria”, questa ha da sempre sofferto di una mancanza di tipicità, a più riprese sospinta dai commentatori, anche a fronte di un legislatore che ha lasciato, di fatto, combaciare la nozione di impresa d'investimento con quella di Sim. A tal proposito si veda F. ANNUNZIATA, *Impresa di investimento* (voce), in A. FALZEA, P. GROSSI, E. CHELI (a cura di), *Enciclopedia del diritto. Annali*, Milano, 2011, 572-573; ID., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2019, 6-7.

deve sorprendere perciò che la *governance* del prodotto presupponga a sua volta un robusto governo societario, ispirato ai principi di corretta amministrazione e che dunque sottintenda una gestione sana e prudente da parte dell'intermediario, presidiata da uno strutturato apparato di monitoraggio e di controlli interni. Vieppiù, la struttura organizzativa interna, nella prospettiva della corretta collocazione dello strumento al cliente, determina un costante controllo sull'idoneità del prodotto nel soddisfare le aspettative dell'utilizzatore finale: essa si traduce così in periodici momenti di *testing*, sorveglianza e di collaborazione con i canali distributivi. Di fatto, e lo si comprenderà in seguito, la *governance* del prodotto innerva il sistema amministrativo dell'operatore e ne ispira l'assetto aziendale oltre che la successiva condotta sul mercato e verso la clientela.

Il pieno significato del governo del prodotto però non si consuma esclusivamente nel polo dell'attività; al contrario, sarebbe riduttivo ritenere che gli effetti della regola si esauriscano nel momento in cui gli organi amministrativi adottano le decisioni necessarie per condurre il proprio *business* o in quello di controllo interno. La *governance*, invece, non lascia impregiudicato il profilo dell'atto, di quell'atto che consente all'impresa di porre in essere il proprio oggetto sociale, di svolgere cioè un'attività finanziaria⁹. La

Altrettanto interessante, per cogliere le difficoltà interpretative relative all'impresa finanziaria, il lavoro monografico di A. PRINCIPE, *L'impresa finanziaria*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1998, *passim*.

⁹ Sulla nozione di "attività finanziaria" sono sorti non pochi dubbi in capo ai commentatori, dovuti principalmente alla mancanza di una definizione positiva. Tutt'al più nel T.u.f. possono riscontrarsi delle disposizioni che richiamano i "servizi e attività d'investimento" (si pensi agli artt. 1 co. 1, lett. d-*quater*) e all'art. 18 co. 1), prestate in virtù di un'organizzazione imprenditoriale, ma non accordano un significato preciso alla nozione di attività finanziaria. Tra gli studiosi più sensibili a questa lacuna definitoria vi è stato chi si è occupato più specificamente di diritto bancario, per via del riferimento ad "ogni altra attività finanziaria" contenuto all'art. 10 co. 3 T.u.b. In particolare si veda P. FERRO-LUZZI, *Attività bancaria e attività delle banche*, in *Banc. imp. soc.*, 1996, I, 9-14, in cui l'A. sottolinea come l'attività finanziaria fosse il risultato del compimento «in serie coordinata» di più operazioni finanziarie che iniziano e finiscono con il denaro, intermedie dal fattore tempo o spazio – o non inframezzate da nessuno dei due –. La medesima posizione viene sostenuta, in merito al bancario, anche in *La "connessione" delle attività connesse delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, II, 148-149; ID., *Lezioni di diritto bancario. Parte generale*, I, Torino, 2012, 12, dove, a ben vedere, l'A. si sofferma sulla nozione anche in merito all'attività finanziaria, oggetto dei servizi di investimento; nuovamente sul tema ID., *Attività e "prodotti finanziari"*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 134-135. In questa sede, dopo aver precisato che l'operazione finanziaria inizia e finisce con il denaro, statuisce che l'attività finanziaria «[...] di impresa finanziaria, consiste nel porre in essere in via sistematica, continuativa e coordinata, cioè organizzata operazioni finanziarie». A costituire l'oggetto dell'operazione finanziaria, caratteristica dell'attività, non sono né il tempo né lo spazio, termini intermedi tra denaro e denaro, bensì un «dato» che determina la differenza tra denaro iniziale e finale e che costituisce il parametro di calcolo per la qualificazione dell'ammontare conclusivo. A titolo esemplificativo, vengono ricordati i titoli e gli immobili nella gestione individuale di fondi comuni, il "sottostante" nei contratti di *swap*. Sul contenuto dell'attività d'investimento, quale insieme di operazioni finanziarie seriali considerate produttive di ricchezza, si ricordino le parole di A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il tempo e il denaro: riflessioni di un giurista*, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, Torino, 2018, 1, in cui si precisa come questa «in un certo senso crea soldi da soldi».

regola esaminata si manifesta perciò quale vero e proprio *trait d'union* tra due momenti: quello interno, organizzativo, che si manifesta fra gli organi del singolo operatore e quello esterno, che si riversa nel contratto, lo strumento con cui si esplica in termini concreti l'attività dell'imprenditore. Il legame tra quest'ultima e gli atti che le consentono effettivamente di esplicarsi si eleva proprio nell'espressione del governo del prodotto, laddove i soggetti abilitati sono tenuti a seguire i precetti di una regola imperativa. Questa si sostanzia in una serie di fasi, ciascuna delle quali gioca un ruolo preciso nella composizione dello strumento che infine verrà indirizzato al mercato e agli investitori previamente individuati e consente, attraverso i due momenti dell'"assemblaggio" e della distribuzione, di dar vita a un prodotto finanziario congruo al profilo dell'utilizzatore finale e conforme al mercato *target*.

L'affondo, in termini contrattuali, che la regola ha mostrato agli occhi dei commentatori non può che lasciare però spazio a una precisazione sulla nozione di contratto, così legato a quella di attività finanziaria, e che consentirà di liberare il campo da difficoltà interpretative; una puntualizzazione funzionale alla comprensione del fenomeno della *product governance* che, come detto, è volta a garantire un adeguato sviluppo e *design* del prodotto. Quest'ultimo rappresenta, insieme all'attività, uno dei punti cardini attorno cui la *governance* ruota e, al netto di una definizione positiva¹⁰ che di per sé non fornisce significati autoevidenti, è nella sua dimensione contrattuale che va analizzato. L'accezione accolta in questa sede e finora intesa comprende infatti, più precisamente, quegli strumenti finanziari¹¹ che sono essi stessi dei contratti¹² e tra i quali rientrano *options*, *futures* e *swaps*. Un rimando preciso che apre un varco sull'orizzonte in cui il contratto si colloca e si è posto negli ultimi decenni, non più e non solo mezzo di autoregolazione degli interessi privati, ma elemento-chiave di un sistema produttivo

¹⁰ Le indicazioni fornite dal legislatore settoriale sono contenute all'art. 1 co. 1, lett. u) e i prodotti finanziari sono identificati come «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari» e, vieppiù, il prodotto finanziario rileva ai fini della disciplina prevista dal T.u.f. agli artt. 93-bis e ss. in materia di appello al pubblico risparmio.

¹¹ Sull'inclusione, nella nozione di prodotto finanziario, degli strumenti finanziari, si vedano i commenti di V. V. CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, 102, che, in riferimento al rapporto tra *genus* e *species* intercorrente tra i due insiemi, lo definisce come "un sistema di cerchi concentrici"; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018, 11-14; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020, 27.

¹² Una precisazione che si coglie precisamente in L. GUALANDI, *Valori mobiliari (voce)*, in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., Milano, 1999, 388; D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, III, 69, n. 4, laddove precisa che tra i "contratti su strumenti finanziari" vi rientrano gli *swaps*, strumenti finanziari che sono contratti.

imprenditoriale e massificato e che ha investito anche il mercato dei capitali. Il dato contrattuale, plurilaterale, che permette all'imprenditore di fornire i beni e i servizi all'*audience* di riferimento, attraverso una metamorfosi che lo ha condotto ad una costante standardizzazione, si "reifica": emancipandosi dall'originaria connotazione codicistica, non è più riconoscibile esclusivamente come l'accordo con cui le parti costituiscono, regolano o estinguono tra loro un rapporto giuridico patrimoniale. Ancor di più, nella "società della finanza", così come tratteggiata da Galgano, i contratti che «un tempo servivano solo per far circolare le cose», oggi «servono anche per farle, per creare "prodotti finanziari"»¹³. E il prisma teorico che ispira lo studio, incentrato sullo stretto intrecciarsi tra attività e atto e che proprio nel contratto dischiude la sua portata autentica, ne sostiene la carica innovativa. Con e attraverso la *governance*, piattaforma in cui è nettamente percepibile l'incidenza dell'impresa sull'atto, il contratto vive una delle sue "stagioni"¹⁴, in quanto primo e unico presidio giuridico che riesce ad intercettare i caratteri di un contesto economico transnazionale e in continua evoluzione¹⁵.

Il dato che si attesta con vigore da questa analisi e dalla configurazione del prodotto (finanziario) è l'imposizione del polo dell'attività su quello dell'atto: le dinamiche della produzione in serie che abbracciano anche il settore degli intermediari finanziari accompagnano il contratto dall'autoregolamento al risultato conclusivo dell'agire organizzato, professionale ed economico. Esso diviene in questo senso vero e proprio "prodotto" dell'attività¹⁶ e, nel contesto oggetto di studio, attraverso lo spettro

¹³ F. GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, 2001, 229.

¹⁴ Quella stagione che deve affrontare i problemi della post-modernità e, in generale, della complessità. Questi sono dati dalla dimensione transnazionale e massificata del sistema di produzione moderno e, aggiungiamo noi, anche dal portato innovativo derivato dallo sviluppo delle nuove tecnologie. Ad ogni modo, si leggano, per una visione d'insieme sull'argomento, le pagine di G. ALPA, *Le stagioni del contratto*, Bologna, 2012, in part. 139 e ss. che sottolinea come in un simile contesto torni a ottenere nuova luce anche la categoria dei contratti d'impresa, dall'A. intesi come proposti dalle imprese nell'esercizio delle loro attività.

¹⁵ F. GALGANO, *I rapporti di scambio nella società post-industriale*, in *Vita notarile*, 1992, I-II, 57.

¹⁶ In relazione alla natura di strumenti finanziari complessi intesi quali veri e propri prodotti dell'attività del soggetto emittente, il contributo della dottrina americana è stato probabilmente il più significativo. Si vedano a proposito O. BAR-GILL, E. WARREN, *Making Credit Safer*, 157 *Un. Penn. Law Rev.* (2008) 1, il cui testo è permeato dal continuo parallelismo tra *consumer credit products* e *physical products*; E. A. POSNER, E. G. WEYL, *An FDA for Financial Innovation: Applying the Insurable Interest Doctrine to 21st Century Financial Markets*, 107 *North. Un. Law Rev.* (2012) 1307, 1349, laddove, nel ripercorrere il processo di ideazione e i rischi legati alla produzione e distribuzione di un prodotto finanziario complesso e nell'apprestare un'adeguata risposta regolatoria di tipo preventivo, gli strumenti finanziari venivano paragonati a quelli dell'industria farmaceutica. La lezione dei due autori è stata seguita successivamente anche da S. OMAROVA, *License to Deal: Mandatory Approval of Complex Financial Products*, 90 *Wash. U. Law Rev.* (2012) 64.

della disciplina dei servizi e delle attività d'investimento, il contratto da mezzo di circolazione della ricchezza diventa il risultato del processo produttivo, cioè un “bene”¹⁷, lo stesso che si risolve nel rapporto tra l'emittente e il risparmiatore finale. Contestualmente, per via di un meccanismo che potremmo definire riflesso, la disciplina contrattuale sembra riverberarsi a sua volta sul comportamento dell'imprenditore che deve offrire o raccomandare gli strumenti finanziari solo quando ciò sia nell'interesse del cliente¹⁸. La condotta, ispirata dai principi della solidità del mercato e della protezione dell'investitore, richiede precisi obblighi di conoscenza di quest'ultimo oltre che dello strumento compravenduto, sottoposto ad una costante vigilanza che si snoda lungo tutto il ciclo vitale del prodotto e che determina una concreta traduzione della c.d. *product regulation*.

1.1. (segue) *L'approccio metodologico nella conduzione della ricerca: la teoria dei contratti d'impresa*

La natura del governo del prodotto si presenta anfibia, una regola cioè che da un lato assorbe gli aspetti dell'attività, intesi soprattutto come l'insieme di organi e procedure interne all'impresa che investono il polo amministrativo/organizzativo e di controllo dell'intermediario; dall'altro, si conferma come un insieme di prescrizioni che incidono anche sul rapporto che si instaura in prima istanza tra emittente e investitore e che investe anche quello tra quest'ultimo e il distributore. Considerazioni che, seppur di ordine generale, pongono le basi per un'analisi che necessita di un preciso piano prospettico in cui deve essere collocata e che ne faccia emergere le cifre rilevanti. Quelle che non solo si carpiscono dallo studio della regola di per sé, cioè dall'analisi delle singole articolazioni

¹⁷ In questi termini si vedano R. COSTI, *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca, impr. soc.*, 1989, II, spec., 209, dove un simile aspetto si coglie con nettezza quando l'A. specifica che «I negozi aventi ad oggetto prodotti finanziari hanno ad oggetto, a loro volta, dei contratti, o meglio, delle situazioni giuridiche»; G. CARRIERO, *MiFID, attività assicurativa, autorità di vigilanza*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, III, in particolare 434. Più in generale, sulla natura contrattuale di questi “nuovi beni”, oltre al sopracitato FERRO-LUZZI, *op. cit.*, si ricordino M. LOBUONO, *I “nuovi beni” del mercato finanziario*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, I, 48, 61; A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MiFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, X, 823; P. SPADA, M. COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente. Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 410-411. Nel bancario si veda invece A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2012, 7, allorquando, con riferimento alla disciplina della trasparenza dei contratti bancari precisa che «per esprimersi anche qui in maniera evocativa, è a dire che nel bancario il contratto è proprio il “bene”, non solo quello che al bene sta intorno [...]».

¹⁸ Art. 21 co. 2-ter, T.u.f.

che assume così come previste dal substrato normativo che la caratterizza, ma che, attraverso un riscontro in termini operativi non può che comprendersi attraverso un approfondimento sugli effetti successivi ad una sua inadeguata se non del tutto assente applicazione. L'orizzonte valutativo della regola si pone dunque al livello dell'*enforcement* della stessa, che si mostra parziale poiché affidato esclusivamente all'intervento dell'autorità di vigilanza attraverso il mezzo della *product intervention*¹⁹. Lo sforzo compiuto dalle istituzioni europee per garantire una disciplina armonizzata relativa ai rimedi civilistici susseguenti alla violazione delle regole di condotta fissate nella MiFID II è stato a dir poco debole²⁰ e un tale deficit sanzionatorio non ha escluso nemmeno l'azionabilità della *product governance*, anch'essa mancante di un adeguato assetto rimediario. Per via della scarsa sensibilità del legislatore e – conta dirlo – di una giurisprudenza europea e nazionale del tutto assenti rispetto agli effetti rimediari legati al governo del prodotto, l'identificazione del rimedio efficiente è diventata una questione di primario rilievo. Non fosse altro che valutare caso per caso l'efficienza del rimedio permette di misurare concretamente la capacità degli intermediari di gestire non solo e non tanto i rischi tipici dell'impresa finanziaria, quanto quello derivante dall'incongrua distribuzione dello strumento al cliente di riferimento. La scelta tra la soluzione demolitoria, e conseguentemente restitutoria, e quella risarcitoria si incrocia vieppiù con le linee direttrici su cui poggia la *policy* della *product governance*, volta cioè a coniugare l'inevitabile tendenza alla massimizzazione del profitto dell'impresa, con i principi di

¹⁹ Sulla *product intervention*, considerata «keystone of the EU investor protection system», si veda V. COLAERT, *The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention?*, 17 *Eu. Comp. Fin. Law Rev.* (2020), 118.

Nonostante una predominanza del *public enforcement*, non solo rispetto alla violazione della *product governance*, ma più generalmente delle regole di condotta fissate dal legislatore europeo, vi è chi intravede lo spazio per delle soluzioni intermedie, meglio ancora, ibride di *enforcement*. Un approccio che preveda l'utilizzo di un sistema composito di regole pubblicistiche *ex ante* e rimedi di natura privatistica e una simile soluzione sembra promossa da una certa dottrina, a tal proposito si veda O. CHEREDNYCHENKO, *Public Supervision over Private Law Relationships: Towards European Supervision Private Law?*, 22 *Eu. Rev. Priv. Law* (2014) 37, in cui l'A. fa riferimento ad un plesso normativo che riguarda le regole di condotta di natura contrattuale degli intermediari ma che, di fatto, vengono sottoposte al *public enforcement* delle autorità di vigilanza e che compongono un insieme regolamentare che l'A. definisce con il termine "European supervision private law"; ID., *Public and Private Enforcement of European Private Law in Financial Sector*, 4 *Eu. Rev. Priv. Law* (2015) 643, in cui il rapporto tra *public* e *private enforcement* viene considerato, ai fini rimediari, come espressione di un modello ibrido.

²⁰ Sull'assenza di una disciplina armonizzata in tema di rimedi a fronte della violazione delle regole di comportamento fissate dalla Direttiva MiFID II, si vedano in particolare le riflessioni di F. DELLA NEGRA, *The civil effects on MiFID II between private law and regulation in private and public enforcement of EU investor protection regulation*, in R. D'AMBROSIO, S. MONTEMAGGI (ed.), *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, 4 ottobre 2020, 122-123.

natura protettiva degli investitori e del mercato. L'individuazione tra nullità e risarcimento del danno non si riduce dunque ad una dimensione atomistica, a quella cioè della singola operazione economica, ma comporta delle ricadute sistemiche.

Le premesse sugli obiettivi non possono trascurare il substrato metodologico su cui si basa la conduzione della ricerca. Torna nuovamente in gioco il rapporto che tra atto e attività si attesta nel governo del prodotto e al cui interno trova una sintesi che si eleva nel contatto tra il polo amministrativo-decisionale e quello che si estrinseca nell'attività concretamente svolta, esprimendosi nel momento contrattuale.

Sulla scorta di una simile configurazione, l'approccio analitico che viene sospinto non può che riscontrarsi nel presupposto teorico del contratto d'impresa. Più correttamente si dovrebbe far riferimento al contratto "qualificativo"²¹ d'impresa, per mezzo del quale essa offre e presta i propri beni e servizi sul mercato, in buona sostanza, pone in essere il proprio oggetto sociale, motivo per cui l'angolo visuale dell'approfondimento non può che dipartirsi proprio da una simile categoria dogmatica. Posto che i contratti conclusi dagli intermediari²² costituiscono atti esplicativi dei servizi e dell'attività e che la *governance*, la cui portata unifica le aree del comportamento e dell'organizzazione, si inserisce nelle dinamiche strutturali dell'impresa – che riguardano le decisioni adottate dagli organi apicali in merito al prodotto da distribuire e che, quindi, necessitano un adeguato assetto aziendale e societario –, è lecito chiedersi quale ruolo assuma in seno all'atto che connota l'attività. Comprendere, dunque, come gli elementi costitutivi della regola incidano sull'organizzazione imprenditoriale e di qui sull'atto e,

²¹ Prima ancora che la definizione del contratto d'impresa quale "qualificativo", è la stessa identificazione della categoria che si deve ad A. DALMARTELLO, *I contratti delle imprese commerciali*, Padova, 1962. In particolare, a p. 100 specifica che i «Contratti attinenti all'esplicazione dell'attività economica (contratti qualificativi) [...] Sono i contratti attraverso i quali si esplicano tutte o quasi le attività previste dall'art. 2195 c.c.». Una simile configurazione del contratto d'impresa, inerente all'esplicazione dell'attività economica della stessa, è stata seguita anche da G. DE NOVA, *Contratti di impresa (voce)*, in *Enc. dir. Annali*, IV, Milano, 2011, 243; A. D'AMATO, *L'interpretazione dei contratti d'impresa*, Napoli, 2012, 12-13. In precedenza, un altro autore aveva frequentato il campo dei contratti d'impresa, anticipando la definizione di Dalmartello e il riferimento corre a G. VALERI, *Autonomia e limiti del nuovo diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, II, 38-39.

²² Conta ricordare che i contratti su cui si concentrano le attenzioni della ricerca sono gli stessi strumenti finanziari (si pensi ad esempio al contratto di *swap*), in quanto, essendo il frutto di precise decisioni imprenditoriali e strategie di mercato, sono proprio questi ad essere direttamente investiti dalla disciplina del governo del prodotto. Non va dimenticato però che, lungo il lato della distribuzione, la *product governance* che si esplica nella fase "a valle" non può che condizionare anche i contratti che il distributore conclude con l'investitore finale, quei contratti con cui lo strumento finanziario viene di seguito compravenduto attraverso la prestazione di un servizio o attività d'investimento, originariamente considerati quali "contratti di intermediazione mobiliare".

conseguentemente, valutarne le ripercussioni in termini rimediali. Con questo intendendosi, in primo luogo, se l'incapacità di amministrare il rischio derivante alla collocazione del prodotto, l'assenza di collaborazione tra le due fasi, l'inadeguata protezione dell'investitore, più generalmente, possano essere giustiziabili in sede civile. Di seguito, e condizionatamente, quale sia l'arsenale sanzionatorio azionabile più efficiente.

La visuale prospettica fornita attraverso la teoria dei contratti d'impresa più di altre sembra sostenere la piattaforma teorica dell'analisi, le sue finalità ultime, primariamente perché il governo del prodotto non può esistere se non all'interno del concreto operare dell'impresa, in seno a quei contratti che ne costituiscono piena estrinsecazione. Alla luce del più volte sospinto rapporto tra atto e attività, in cui l'istituto esaminato trova il proprio terreno d'elezione, e dell'insistenza dell'attività economica sul contratto, una simile connotazione metodologica permette di comprendere più chiaramente la "morfologia" del governo del prodotto. Ed è proprio a seguito della sua particolare connotazione che anche la prospettiva definitoria in cui va inserito il contratto d'impresa è quella di una nozione che gode di una propria autonomia strutturale e concettuale²³, categoria dal valore dommatico indipendente rispetto al paradigma codicistico a cui si ispirano le forme giuridiche proprie del diritto dei contratti. Se quest'ultime ripercorrono lo schema dell'atto isolato, del contratto che si esaurisce in un unico momento di scambio, concluso in via occasionale, la connotazione assiologica che sottostà al sistema dei contratti d'impresa vi si discosta e si riscontra nella capacità del contratto di essere espressione di un'attività svolta professionalmente, strumentale rispetto all'esercizio economico dell'oggetto sociale dell'imprenditore²⁴. Così, la distanza

²³ La volontà di delineare una categoria contrattuale autonoma, benché non eversiva, rispetto a quelle poste codicisticamente si avverte in A. DALMARTELLO, *Contratti d'impresa* (voce), in *Enc. giur. Treccani*, IX, Roma, 1988, 2, laddove, nella premessa metodologica, sostiene che non vi siano ostacoli ad una considerazione unitaria e autonoma di una simile categoria. Più tardi, sarà A. DOLMETTA, *Sui "contratti d'impresa": ipoteticità di una categoria (ricordo di Arturo Dalmartello)*, in *Jus*, 2009, II, 293, a precisare che la categoria dei contratti d'impresa debba essere considerata «in senso tecnico e forte».

²⁴ L'opposizione assiologica e strutturale tra contratti che rappresentano atti occasionali di scambio e di disposizione di beni e risorse e contratti che fissano le modalità di ordinario svolgimento dell'attività imprenditoriale – in questa occasione definiti "contratti dell'impresa" –, viene posta in risalto da M. LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia dell'impresa*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI (a cura di), *I contratti d'impresa. Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, Bologna, 2012, 49. Sul rapporto di strumentalità non occasionale tra contratto e attività d'impresa si veda poi E. GABRIELLI, *I contraenti*, in P. SIRENA (a cura di), *Il diritto europeo dei contratti d'impresa. Autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, Milano, 2006, 128, benché il riferimento agli atti che si pongono in un rapporto di strumentalità

che emerge tra la categoria dei contratti d'impresa e lo statuto dei contratti in generale contenuto nel codice civile, consente di individuare un riferimento disciplinare proprio dei primi²⁵ che fornisce una precisa lente di analisi delle dinamiche e degli sviluppi dell'attività. La connotazione "forte" di tale categoria dottrina consente di imbastire le premesse del legame tra attività e atto per cui, da un lato, quest'ultimo è segnato dal "fatto" dell'agire imprenditoriale, dall'altro è il contratto stesso che condiziona i presidi interni dell'imprenditore. Intendendosi con questi gli organi nonché i procedimenti decisionali con cui vengono adottate le determinazioni che ne segnano la politica d'impresa e il concreto operare sul mercato, così che il contratto si fa latore delle decisioni programmatiche assunte in sede amministrativa²⁶.

Il contratto d'impresa, quale punto di caduta e di contatto tra i plessi dell'atto e dell'attività, assurge perciò a premessa assiologica e sostegno teorico dell'analisi sul governo del prodotto. La *governance*, sulla scorta di simili presupposti valoriali, manifesta dunque il suo peculiare ruolo nel diritto dei mercati finanziari, sublimando il profilo contrattuale e quello dell'attività. Vieppiù, lo sfondo teorico in cui si sviluppa consente una rinnovata lettura normativa del rapporto tra operatore e cliente. I nuovi registri interpretativi che il contratto d'impresa ambisce a scovare, sembrano rafforzarsi

non occasionale con l'attività, sono inseriti dall'A. nella più ampia disputa dei cc.dd. contratti dei consumatori.

²⁵ Il portato di autonomia che caratterizza i contratti d'impresa, che ne determina «particolarità materiali» le quali, a loro volta, possono condurre a «*diversità di trattamento giuridico* (rispetto a fattispecie civili strutturalmente identiche o comunque consimili)», viene puntualmente ricordato da U. MALVAGNA, *Clausola di «riaddebito» e sistemi di pagamento. Una ricerca sul rischio d'impresa*, Milano, 2018, in particolare 14. Sulla medesima scia, volta a riscontrare la cifra dell'indipendenza concettuale dei contratti d'impresa si pone anche P. SIRENA, *La categoria dei contratti d'impresa e il principio di buona fede*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, IV, 425. *Contra*, A. GENTILI, *I contratti d'impresa e il diritto comune europeo*, in P. SIRENA (a cura di), *Il diritto europeo dei contratti d'impresa. Autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, Milano, 2006, 106-111; L. NONNE, *Contratti tra imprese e controllo giudiziale*, Torino, 2013, 55-56, laddove l'A., nonostante l'individuazione di talune disposizioni del codice civile in cui ricorre una differenziazione di disciplina rispetto al diritto comune dei contratti – si tratta degli artt. 1330 c.c., 2558 c.c., 1722 c.c. n. 4, 1341-1342 c.c., 1368 co. 2 c.c., oltre che altre disposizioni relative ai singoli contratti in cui l'elemento impresa giustifica la deviazione della disciplina del diritto comune –, ritiene che, per via della loro esiguità ed episodicità oltre che per le indicazioni contraddittorie che dall'esegesi se ne ricavano, non possano concorrere a formare una categoria autonoma di contratti d'impresa.

²⁶ Tale aspetto è puntualmente sottolineato da C. ANGELICI, *La contrattazione d'impresa*, in B. LIBONATI, P. FERRO-LUZZI (a cura di), *L'impresa*, Milano, 1985, 194; M. LIBERTINI, *op. cit.*, 46.

Più recentemente una simile espressione della categoria dei contratti d'impresa è stata acutamente osservata da U. MALVAGNA, *Contratti "di settore" e struttura della contrattazione d'impresa*, in *An. giur. ec.*, 2018, II, in part. 487-488, laddove si precisa che il contratto d'impresa in senso tecnico è «[...] dipendente, nei suoi contenuti, da altri atti ed esecutivo di questi» e che gli atti da cui dipende non possono che essere «[...] quelli della pianificazione dell'attività d'impresa da parte dei titolari del potere interno dell'organizzazione, poi veicolati sul contratto a mezzo di predisposizione standardizzata».

proprio nel complesso di prescrizioni richieste dalla disciplina del governo del prodotto. Questa mira al raggiungimento di nuovi schemi e concetti, al fine di attribuire rilevanza giuridica ad aspetti patologici che un'analisi, condotta esclusivamente in base alle categorie codicistiche, non riuscirebbe a dirimere. Da un lato, per mezzo delle sue precipue articolazioni, che si sviluppano come nell'ideazione così anche nella distribuzione, che si traducono nei doveri di identificazione del mercato di riferimento, nel processo di approvazione, nel riesame degli strumenti, condotti secondo il principio di proporzionalità. Dall'altro, grazie alle clausole generali che sostengono la prestazione dei servizi e dell'attività d'investimento, la *governance* del prodotto indirizza l'operatività dell'intermediario, così che i presidi interni e il regolamento contrattuale siano declinati al perseguimento di valori protettivi dei singoli investitori e del sistema finanziario.

Quanto previsto dall'insistenza dell'attività sul polo negoziale, con particolare riferimento al mercato dei capitali, assume un significato ancor più pregnante se si pone attenzione alla presenza nel rapporto della regola di governo. Il formante normativo, infatti, non può evitare l'incontro con gli aspetti problematici che scaturiscono dalla pervasività del dato produttivo e che proprio la categoria dei contratti d'impresa pone sul tappeto. Uno spunto, questo, colto principalmente dal legislatore europeo dei mercati finanziari che, non a caso, ha voluto fissare un completo assetto normativo in materia di governo del "prodotto". La normativa primaria, la *soft law*, hanno ad oggetto il "prodotto" prima, durante e financo a seguito del collocamento, con riferimento ai poteri delle autorità di vigilanza che possono evitarne o proibirne la commercializzazione. Il soggetto autorizzato all'ideazione è definito "*manufacturer*", a sottolineare, anche dal punto di vista semantico, la prossimità con il risultato del proprio sforzo produttivo. Il dato della norma è perciò parso dare cittadinanza alla teoria del contratto qualificativo d'impresa, nella forma in cui l'attività non ricade semplicemente sull'atto, ma ne dà concretezza in termini contenutistici. Per essere chiari, una simile categoria contrattuale conferma la preminenza del fenomeno produttivo sull'assetto negoziale: in buona sostanza, attraverso il proprio paradigma di riferimento il contratto stesso costituisce l'impalcatura normativa che fornisce rilevanza giuridica al prodotto (finanziario) che l'intermediario offre all'investitore e dunque al proprio mercato di sbocco.

Lo sfondo teorico fornito dal contratto d'impresa ha in primo luogo inquadrato la regola di *product governance*, conferendole un substrato dogmatico che le consente di collocarla nello scenario del diritto dei mercati finanziari. In questi termini essa sarà investita da un'analisi che coinvolgerà le regole di organizzazione e quelle di comportamento entro cui si articola. Più in generale, il sostegno dei contratti d'impresa consentirà di impostare un discorso sulla sanzionabilità che non si soffermi esclusivamente sul *public enforcement*.

2. Il rapporto tra product governance e art. 21 T.u.f. tra regola di organizzazione e regola di condotta

Apprezzare l'andamento dell'attività sull'atto che ne permette l'esercizio e la capacità della prima di conformare il secondo, consente un approfondimento che si dirama lungo il versante della struttura interna dell'imprenditore e su i comportamenti di fonte contrattuale che è tenuto ad ottemperare nella prestazione del servizio d'investimento. Ragionando in termini binari, si potrebbe riconoscere che il governo del prodotto e la possibilità di una sua sindacabilità in sede giudiziale – il potere d'intervento dell'autorità trova cittadinanza di già nella normativa settoriale –, passino da una rintracciabilità che si esaurisce negli obblighi di organizzazione e nei doveri comportamentali che disciplinano il rapporto con la controparte. In parte è così, ma è d'obbligo precisare alcuni aspetti.

In primo luogo che il governo del prodotto attraversa entrambi i momenti, quello dell'impresa, cioè dell'attività e dell'organizzazione, e quello del contratto.

Riguardo al primo conta precisare che questa regola, ed è il dato normativo che lo ricorda, impone all'intermediario di dotarsi di risorse e procedure, anche di controllo interno, per assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività; di mantenere disposizioni amministrative e organizzative a tutela dei clienti, affinché i conflitti d'interesse non incidano negativamente su i loro interessi.

Con riferimento all'emersione contrattuale del governo, è altrettanto evidente che questo si manifesti nella portata regolatrice del rapporto tra emittente/distributore e cliente finale, per cui l'intermediario deve operare nel rispetto dei criteri generali fissati

alla lettera a) dell'art. 21 co. 1 T.u.f.. Gli stessi, peraltro, da cui traggono il proprio sostegno anche le disposizioni in materia di organizzazione interna.

Quanto si coglierà nel prosieguo è che, non solo il governo del prodotto tiene uniti in un unico frammento questi due aspetti, ma consente, vieppiù, che l'impalcatura interna dell'impresa, la struttura organizzativa, si riversi nel contratto, influenzando concretamente la condotta di chi il prodotto lo idea, lo assembla e, infine lo distribuisce²⁷. Sarà proprio l'intermediario che, attraverso il rafforzamento del sistema amministrativo/organizzativo, potrà plasmare il contenuto del contratto.

Affinché la visione del governo del prodotto sia completa, il momento appare dunque maturo per affrontare una panoramica del suo impatto in termini di governo societario, controlli interni e obblighi di condotta.

2.1. La relazione con il governo societario

L'impatto del governo del prodotto sull'organizzazione d'impresa è di non poco momento, a partire dall'assetto organizzativo e dall'impalcatura societaria degli intermediari. Il dato normativo lascia intravedere come il rapporto tra la gestione e il controllo sull'attività imprenditoriale sia stato profondamente segnato da questa regola. E la necessità di mantenere e applicare «disposizioni organizzative e amministrative efficaci» – pur sempre adottate nell'interesse del risparmiatore –, l'adozione del processo di approvazione e ciò che questo, in termini organizzativi, comporta²⁸, ne sono un esempio.

Il richiamo al comma 3 dell'art. 16 della MiFID II, a conferma dell'incisiva presenza della *governance* nel dato dell'organizzazione societaria, ha delle ripercussioni di sicuro impatto. Meglio, la regola esaminata comporta la conseguente conformazione

²⁷ Un aspetto, quello della struttura organizzativa che si riflette sull'attività e sul comportamento dell'imprenditore infine regolato contrattualmente, che era già stato sottolineato dalla dottrina, ben prima dell'affermazione della *product governance*. In particolare si ricordi P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, in P. RESCIGNO (dir. da), *Tratt. contr.*, II, Torino, 2011, 258.

²⁸ Ci si riferisce all'individuazione del mercato e della clientela *target*, l'analisi dei rischi, l'attività di riesamina dello strumento, indicate in termini più generali all'art. 16 della Direttiva 2014/65/Ue. Procedimenti di seguito approfonditi con maggior dettaglio sia nelle disposizioni della Direttiva delegata Ue 2017/593 (artt. 9 e 10) e del Regolamento delegato Ue 2017/565 (considerando 30, 31, 59, oltre all'intera sezione I del capo II relativo proprio ai requisiti organizzativi) sia nella normativa che li ha tradotti nell'ordinamento interno (in particolare si vedano gli articoli contenuti nel titolo VIII del Regolamento Intermediari, n. 20307/2018).

dell'organigramma societario e l'adattamento della disciplina degli amministratori ai suoi principi ispiratori, finalistici, volti all'equilibrio tra istanze dei risparmiatori e solidità del mercato.

Con riferimento al primo profilo, l'accento viene posto su un organo dell'impresa finanziaria già in precedenza esaminato²⁹ e che si muove tra le sponde gestionale e di controllo dell'attività: l'organo di gestione. Mantenendo in sé entrambe le componenti, esso non esercita esclusivamente un controllo effettivo sul processo di *product governance*³⁰, necessario per determinare la gamma dei prodotti offerti alla clientela.

Lo spettro d'azione, a dir poco ampio, delle sue competenze non può che essere condizionato dalla *product governance*, laddove viene indicato responsabile della strategia d'impresa alla luce dell'attività e del profilo di rischio della stessa. La centralità, in termini di amministrazione societaria, si scorge allorché la fonte europea³¹ sancisce la sua responsabilità per la «definizione di obiettivi strategici», ma soprattutto nella «strategia in materia di rischi» e nella definizione «della *governance* interna all'impresa d'investimento». Seppur sussidiariamente poi, assume un ruolo di coordinamento tra l'amministrazione e le singole funzioni dell'impresa d'investimento, garantendo il coinvolgimento in particolare del controllo di conformità³².

Ma il governo degli strumenti finanziari ha enfatizzato il ruolo dell'organo di gestione³³ e la lente dell'analisi va dunque tanto più puntata sul versante dell'amministrazione e del controllo societario. Se infatti l'ingegnerizzazione del prodotto comporta un'anticipazione della valutazione di adeguatezza, la necessità di agire nel miglior interesse del cliente indirizzandovi prodotti concepiti per soddisfarne le esigenze assume evidente preminenza. È così che le caratteristiche e i bisogni della clientela costituiscono parte integrante della progettualità dell'impresa, ne definiscono

²⁹ V. *supra* cap. 2, par. 1, spec. p. 58-59.

³⁰ In riferimento all'organo di gestione dei produttori si veda l'art. 9 par. 6, mentre relativamente allo stesso rispetto ai distributori vedasi l'art. 10 par. 8, Direttiva delegata (Ue) 2017/593.

³¹ Si tratta del considerando 54 par. 1 della Direttiva 2014/65/Ue.

³² Art. 22 par. 2, lett. c), Regolamento delegato (Ue) 2017/565, laddove la funzione di controllo di conformità è tenuta a riferire all'organo di gestione, almeno una volta all'anno, in merito all'attuazione e all'efficacia dell'ambiente di lavoro complessivo per i servizi e l'attività di investimento, ai rischi individuati e all'informazione sul trattamento dei reclami, nonché alle misure correttive adottate. È sempre l'organo di gestione che nomina e sostituisce i funzionari preposti alla funzione di controllo della conformità (par. 3, lett. b) e che ottiene un riscontro diretto con il controllo di conformità laddove venga rilevato un rischio rilevante di inadempimento dell'impresa. Ancora, si confronta con gli organi competenti della funzione di *compliance* per approvare la politica retributiva dell'impresa, come previsto dall'art. 27 par. 3., Regolamento delegato (Ue) 2017/565.

³³ Che, ai sensi del considerando 53 Direttiva 2014/65/Ue, «è necessario rafforzare».

cioè il modello di sviluppo e il *business plan*³⁴. Viene così ad instaurarsi un legame tra politica imprenditoriale e valori fondanti del governo del prodotto, che si sviluppa e raggiunge il centro decisionale dell'impresa. Un simile rapporto, così informato, richiede un'impostazione organizzativa sufficiente a garantire che l'oggetto sociale dell'impresa finanziaria possa essere effettivamente realizzato. In termini concreti, necessita che il distributore e, soprattutto, il produttore si dotino di un sistema amministrativo e gestionale coerente con le dimensioni e la complessità dell'attività.

Con riferimento alle imprese d'investimento, l'art. 16 par. 3 della MiFID II, seppur attraverso l'utilizzo di un'espressione lata, richiede che gli intermediari si dotino di "disposizioni amministrative e organizzative efficaci". Ciò comporta, innanzitutto, l'adozione e il costante controllo del processo di approvazione di ogni strumento finanziario e delle conseguenti modifiche³⁵. Operazione che richiede, previamente, un vero e proprio studio del cliente, che ne determini la valutazione delle esigenze e caratteristiche, dell'esperienza pregressa, degli obiettivi finali³⁶. E per garantire che lo strumento non rechi pregiudizio ai clienti finali e all'integrità del mercato, vengono adottate delle misure che ne rafforzino la corrispondenza con gli investitori: l'analisi dei

³⁴ Di come i criteri fondanti della *product governance* influiscano sulla politica dell'impresa in termini così incisivi da penetrare nel *business plan* e nel *business model* della stessa, si veda V. TROIANO, *op. cit.*, in particolare p. 221.

³⁵ I principi generali che ispirano il processo di approvazione si riscontrano sia all'art. 16 par. 3, Direttiva 2014/65/UE, oltre che, nell'ordinamento interno, all'art. 63, Regolamento Intermediari.

³⁶ Come si coglie nettamente dalla lettura dell'art. 64 Regolamento Intermediari, par. 4. Nella stessa disposizione è previsto che gli intermediari stabiliscano se uno strumento sia o meno rispondente alle caratteristiche del mercato di riferimento esaminando due ulteriori elementi: a) la coerenza del profilo di rischio/rendimento dello strumento finanziario con il mercato di riferimento e; b) la rispondenza dello strumento finanziario all'interesse del cliente, prestando attenzione a eventuali conflitti determinati dal modello di *business* redditizio per l'intermediario e svantaggioso per il cliente.

possibili conflitti d'interesse³⁷, l'adozione degli scenari di rischio³⁸, la valutazione dei costi e degli oneri proposta per lo strumento³⁹ e il suo periodico riesame⁴⁰.

La strutturazione di tali obblighi richiede, pertanto, che i sistemi amministrativi previsti dalla Direttiva si traducano in assetti organizzativi interni adeguati, che non si riscontrino semplicemente in una mera formula dal carattere generale⁴¹, ma appaiano semmai irrobustiti dalla disciplina della *product governance*⁴². Questa, in quanto norma organizzativa, impegna direttamente gli amministratori dell'intermediario che, ai sensi dell'art. 2380-*bis*, «compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale». Nella realizzazione di strumenti finanziari da offrire in vendita alla clientela, la predisposizione di tali assetti spicca per l'elevato grado di procedimentalizzazione che, più generalmente, caratterizza il sistema gestorio di qualsiasi impresa commerciale e che,

³⁷ Gli intermediari devono, ai sensi dell'art. 65 co. 2 Regolamento Intermediari, valutare se lo strumento finanziario generi una situazione per cui i clienti finali possano subire un pregiudizio qualora assumano: a) un'esposizione opposta rispetto a quella precedentemente tenuta dall'intermediario; b) un'esposizione opposta a quella che l'intermediario intende detenere dopo la vendita dello strumento.

³⁸ Lo scenario di rischio, come previsto dall'art. 65 co. 4 Regolamento Intermediari, comporta che lo strumento venga valutato alla luce delle circostanze negative quali il deterioramento del contesto di mercato, delle difficoltà finanziarie del produttore o dei soggetti terzi coinvolti nella realizzazione e/o nel funzionamento dello strumento, la non sostenibilità dello strumento sul piano commerciale, di una domanda non più alta del previsto che comprometta le risorse dell'intermediario.

³⁹ Nel rispetto dell'art. 65 co. 5, lett a)-c), Regolamento Intermediari, tale profilo comporta l'esame della compatibilità degli stessi con esigenze, obiettivi e caratteristiche del mercato di riferimento, con i costi che non compromettano le aspettative di rendimento dello strumento finanziario e che siano trasparenti rispetto al mercato di riferimento.

⁴⁰ Disciplinato ai sensi dell'art. 67 Regolamento Intermediari

⁴¹ In merito alla definizione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile rispetto alla natura e alle dimensioni dell'impresa, così come prevista dall'art. 2381 co. 5 c.c., essa è stata comunque considerata come una clausola generale dell'ordinamento con specifico riferimento agli aspetti societari del diritto commerciale da M. IRRERA, *L'obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati*, in M. LUBRANO DI SCORPIANELLO (a cura di), *Modelli di corporate governance e responsabilità degli amministratori e manager*, Milano, 2010, 140, laddove si specifica che il requisito dell'adeguatezza «costituisce anch'esso una clausola generale» che viene circostanziata dal legislatore grazie al riferimento ai parametri della natura e delle dimensioni; G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, 42-43, che fa riferimento ad un «dovere a contenuto generico»; *contra* V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381 commi terzo e quinto del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 8, che distinguendo l'adeguatezza degli assetti dall'organizzazione, ha ritenuto che per poterla considerare quale canone di portata generale, essa debba essere correttamente «metabolizzata» e adattata rispetto alle possibilità applicative.

⁴² Che il governo del prodotto sia una regola che traduce in termini concreti la clausola degli assetti adeguati, è un aspetto puntualmente riconosciuto da F. MEZZANOTTE, *Regulation of Business-Clients Relationships Through "Organisational Law"*, 13 *Eu. Rev. Contr. Law* (2017) 151, allorché nel ricordare lo sforzo compiuto con la Direttiva MiFID II nel consolidamento e nell'aumento della qualità dei requisiti organizzativi degli intermediari, puntualizza che «Significantly, an analysis of those rules demonstrates that they fit perfectly into the general description of "structural", procedural and technical adequacy of the business provided for the Italian national context as an application of the corporate law principle dictated by Article 2381 codice civile».

nel caso di quella finanziaria, è evidentemente più accentuato⁴³, in particolare conseguentemente all'entrata in vigore della normativa sulla *governance* del prodotto⁴⁴.

Un'articolazione, quella che la fase *design* richiede in termini di impalcatura organizzativa, che trova anche e soprattutto nella gestione del rischio la sua principale giustificazione⁴⁵. Riuscire a governarlo, in particolare attraverso il filtro della *governance* dello strumento, significa che gli amministratori per mezzo della sua profonda conoscenza e della profilatura dei clienti devono comprendere e valutare i rischi legati alla successiva distribuzione. Quanto precisato si riferisce alla serie di operazioni che, in successione, nascono nel momento dell'ideazione per poi svilupparsi lungo l'intero ciclo vitale del prodotto e che lasciano trasparire un approccio nella gestione del rischio che non è semplicemente anticipato, cioè collocato nel momento della pianificazione dell'attività. Diversamente, l'approntamento delle misure organizzative e amministrative societarie, innestato sui criteri "protettivi" che danno forma alla regola, sembra rispolverare l'accezione dell'adeguatezza degli assetti organizzativi quale strumento di prevenzione del rischio⁴⁶.

⁴³ Con "procedimentalizzazione" della corretta amministrazione, s'intende l'insieme di procedure e metodologie che vengono adottate dalle imprese, principalmente nella veste di società per azioni, al fine di condurre la propria attività nel rispetto proprio dell'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e, quindi, nella prospettiva di una gestione profittevole ma, allo stesso tempo, accorta e sufficientemente robusta per sopportare il rischio d'impresa. Affinché un simile risultato possa essere effettivamente ottenuto si tende a predeterminare puntualmente l'agire societario, indicando puntualmente processi interni all'impresa e imputandoli a organi previamente individuati. Sul concetto di "procedimentalizzazione", attinto dalla dottrina aziendalistica ed elaborato da quella giuscommerciale, si vedano B. LIBONATI, *L'impresa e la società. Lezioni di diritto commerciale*, II, Milano, 2004, 264; P. MONTALENTI, *La società quotata*, in G. COTTINO (diretto da), *Tratt. dir. comm.*, Padova, 2004, 265; N. ABRIANI, *L'organo di controllo (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo della gestione)*, in U. TOMBARI (a cura di), *Corporate governance e "sistema dei controlli" nelle s.p.a.*, Torino, 2012, 100; A. TOFFOLETTO, *Amministrazioni e controlli*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, V, Milano, 2012, 219.

⁴⁴ Il governo del prodotto, esempio delle necessità da parte dell'impresa di dotarsi di assetti organizzativi adeguati e per sua stessa natura altamente procedimentalizzato, fa sì che proprio la suddivisione in singole fasi del complesso gestorio si attesti, per usare le parole di P. MONTALENTI, *La corporate governance degli intermediari finanziari*, in M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, Padova, 2014, 2179, quale «[...] strumento di tracciabilità dei processi [...]». Si tratta di una notazione di non poco conto: ciò significa che la regola di *product governance*, in quanto espressione dell'assetto organizzativo adeguato, oltre che per via della sua evidente parcellizzazione in singoli passaggi, potrebbe considerarsi quale strumento di valutazione *ex post* della correttezza dell'attività d'impresa, consistente nella creazione e distribuzioni di contratti-prodotti coerenti con il profilo di clientela individuato.

⁴⁵ Sulla costituzione di assetti societari adeguati quali principale presidio del rischio d'impresa, si veda M. RABITTI, *Responsabilità da deficit organizzativo*, in M. IRRERA (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance*, Bologna, 2016, 957, 958 e 973, dove si sottolinea la relazione tra mezzo e fine insistente tra gli assetti adeguati e il governo del rischio.

⁴⁶ Sulla predisposizione di adeguati assetti societari intesi come mezzo di prevenzione dei rischi d'impresa, si veda V. BUONOCORE, *op. cit.*, 2006, I, 23, 32, 33, il quale ravviva quanto già anticipato da C. PECORARO,

Il legislatore, nell'impostare il sistema del governo societario, scomponendolo in una serie di passaggi seppur differenti ma necessariamente concatenati fra loro, lo ha forgiato ispirandolo a principi cautelativi, finalizzati al rafforzamento del mercato, passando dalla tutela dell'investitore. È così che la sana e prudente gestione dell'impresa finanziaria si è tradotta concretamente per mezzo di un «sistema integrato e coordinato di operazioni tra di loro correlate, idoneo ad assicurare risultati “soddisfacenti”, riducendo – grazie alla suddivisione in fasi – la possibilità d'errore»⁴⁷.

La cornice entro la quale sono fissati i doveri organizzativi determina dunque, in primo luogo, il coinvolgimento degli amministratori, tenuti a dotare l'impresa delle procedure volte all'attuazione del proprio *core business*, consistente nella realizzazione di strumenti finanziari per la vendita alla clientela. Quelle stesse poc'anzi ricordate che rendono possibile la valutazione globale dei rischi dei prodotti distribuiti dall'intermediario e che ne stabiliscono la compatibilità con il mercato di riferimento dei clienti finali⁴⁸. Il produttore, perciò, nella determinazione del mercato di riferimento potenziale incorre nei passaggi che sostanziano l'art. 64 del Regolamento Intermediari: fissare le caratteristiche di ogni singolo segmento di clientela e definirne il *cluster* in base alla propensione al rischio e alla durata dell'investimento (“clienti al dettaglio”, “clienti professionali” e “controparti qualificate”). Dal lato del distributore, invece, le decisioni degli organi gestori sono finalizzate all'individuazione del mercato effettivo. Ma anche nel momento del contatto diretto con il cliente, le sue caratteristiche, esigenze e i suoi obiettivi rimangono l'epicentro della strategia imprenditoriale⁴⁹. Di più, richiedono una maggiore attenzione al *distributor*, tenuto ad un'identificazione precisa, non per forza

Gestione del rischio da ignoto tecnologico: prime riflessioni sull'adeguatezza dell'organizzazione, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, II, Milano, 2005, 1430-1433, che riscontra, nell'art. 2381 c.c. riformato a seguito della novella del 2003 uno degli strumenti di prevenzione del rischio insito nell'attività d'impresa.

⁴⁷ M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 76.

⁴⁸ Il legislatore europeo, all'art. 24 par. 2(2) della Direttiva 2014/65/UE, stabilisce che l'impresa deve «conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali». In concreto, le procedure che si richiedono all'intermediario per raggiungere tale obiettivo, sono riportate nelle disposizioni del Regolamento Intermediari, contenute al titolo VIII (“Governo degli strumenti finanziari”) e di cui abbiamo dato conto precedentemente.

⁴⁹ Si veda a proposito l'art. 72 commi 1-4, Regolamento Intermediari.

definitiva del destinatario finale⁵⁰, ma pur sempre dipendente dal complesso informativo messo a disposizione dal produttore⁵¹.

Se, per un verso, gli amministratori sostengono un preciso dovere gestorio che consiste nella conduzione dei passaggi brevemente tratteggiati e nel loro costante monitoraggio, per l'altro, la funzione di controllo e supervisione non può che spettare ai sindaci. Non è un caso che, a seguito della riforma del diritto societario del 2003, il codice civile abbia fatto propria la lezione proveniente da uno dei settori regolati e abbia traslato nel diritto comune i criteri ordinanti il controllo societario previsto per le società quotate e disciplinato dall'art. 149 T.u.f⁵². Quest'ultimo, come pure l'art. 2403 c.c., sanciscono un dovere di "vigilanza"⁵³ sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e, in particolare, sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, che ne rappresenta in concreto una diretta emanazione⁵⁴. Una funzione, quella del controllo, che peraltro non si limita a un monitoraggio passivo, a una verifica *ex post* delle espressioni del potere amministrativo, bensì fa parte del più complesso meccanismo dell'organizzazione gestoria, diventandone parte integrante, quasi a dettare le linee

⁵⁰ Si ricordi che anche il distributore può procedere al riesame dello strumento finanziario, ai sensi dell'art. 75, Regolamento Intermediari.

⁵¹ Aspetto consolidato sia nelle *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, Esma 5th February 2018, 35-43-620, in particolare al punto 38 laddove «When refining the manufacturer's target market, the distributor should not deviate from the fundamental decisions made therein».

⁵² Sull'estensione delle tecniche aziendalistiche di controllo sull'adeguatezza degli assetti organizzativi, dalla normativa secondaria in materia di società quotate a quella codicistica, su tutti P. MONTALENTI, *Commento sub art. 2381*, in G. COTTINO (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Milano, 2005, 682.

⁵³ Che la vigilanza del collegio sindacale, presidio essenziale dell'attività, differisca dal mero "controllo" presente nel testo originario dell'art. 2403 c.c. antecedente alla riforma del 2003, è emerso quale dato certo sin da subito agli occhi dei commentatori. In questo senso già si sono espressi, *ex multis*, S. FORTUNATO, *Art. 149*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 1378; G. CAVALLI, *Art. 149*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Testo unico della finanza. Commentario*, Padova, 2002, 1238, che non riconosce nella vigilanza del collegio un controllo del merito dell'attività degli amministratori, bensì «un' esame delle regole tecniche di prudente e assennata gestione»; G. RIOLFO, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella spa: dal sistema tradizionale ai modelli alternativi di amministrazione e di controllo*, in G. MERUZZI, G. TANTINI (a cura di), *Le clausole generali nel diritto societario, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia.*, LXI, F. GALGANO (diretto da), 2011, Padova, 146.

⁵⁴ Sull'adeguatezza degli assetti quale *species* del più ampio *genus* dell'obbligo della corretta amministrazione si veda S. AMBROSINI, *Collegio sindacale: doveri, poteri, responsabilità*, in *Le società per azioni*, in G. COTTINO (a cura di), *Tratt. dir. comm.*, IV, Padova, 2004, 761; P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Le società*, 2005, III, 296. Vieppiù, vi è chi ha valutato un rapporto di strumentalità tra la costituzione dei primi e il più ampio dovere sopracitato. In questo senso, si vedano in particolare M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni, tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. soc.*, 2011, II, 359; ID., *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controllo e bilancio*, Padova, 2009, 24. Un simile legame viene sottolineato anche da C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti responsabilità degli amministratori e business judgement rule*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016, 1004.

operative dell'attività imprenditoriale⁵⁵. Benché non si tratti di un controllo del merito delle decisioni del consiglio di amministrazione, il collegio sindacale è tenuto a verificare l'adeguatezza delle procedure organizzative, tra cui non possono che rientrarvi anche quelle che si sostanziano negli obblighi di *product governance*.

Perciò, in un sistema in cui gli amministratori sovrintendono il merito dell'attività, valutano l'adeguatezza dell'impalcatura organizzativa e i sindaci vigilano su i principi di corretta amministrazione che la informano, il criterio della *product governance* si attaglia ad entrambi le fasi, adattandosi alle competenze degli organi coinvolti.

Nel primo caso, da obbligo procedurale, non solo detta la politica imprenditoriale ma ne caratterizza i presidi dell'organizzazione. Con riguardo ai sindaci, nelle vesti di clausola radicata nella protezione degli investitori e nella solidità di sistema, assume le vesti di criterio-chiave nel controllo sull'adeguatezza degli assetti.

Questa, che prende forma sulla base della natura e delle dimensioni dell'impresa, assume poi per le società quotate e in particolare per gli intermediari finanziari e per le banche un significato specifico. Più precisamente, si traduce nella costituzione dei cc.dd. controlli interni che i legislatori domestico ed europeo hanno riempito di contenuti ulteriori, informati dalla disciplina del governo del prodotto.

⁵⁵ Rifuggono dalla concezione "passiva" del controllo sindacale, per abbracciarne una propositiva che mira a condurre verso l'attuazione di assetti organizzativi adeguati e che si attesta quale elemento costitutivo e fisiologico dell'agire imprenditoriale P. FERRO LUZZI, *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in M. BIANCHINI, C. DI NOIA (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, 126; M. STELLA RICHTER, *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione*, in *Riv. soc.* 2012, IV, 663; P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, I, 51; M. IRRERA, *Assetti organizzativo e sistema monistico*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 528.

Sulla proattività dell'organo sindacale si è pronunciata anche la giurisprudenza di legittimità che, con particolare interesse al dovere di comunicazione del collegio sindacale alle autorità di vigilanza, ha sottolineato la centralità della funzione di controllo e degli organi ad esso preposti. A proposito si veda Cass. Sez. Un., 30 settembre 2009, n. 20934, in *Foro it.*, 2010, I, 3128, con nota di M. CASORIA; Cass., 29 marzo 2016, n. 6037, in www.ilsocietario.it, 30 marzo 2016; Cass., 7 marzo 2018, n. 5357, in *Giur. comm.*, 2020, I, 343, con nota di R. RUSSO, in cui, nel percorrere l'indirizzo sostenuto nelle precedenti pronunce, viene precisato che le complesse struttura e articolazione di una società quotata non comportano «l'esclusione o il semplice affievolimento del potere-dovere di controllo», gravando casomai sui sindaci un «[...] l'obbligo di vigilanza – in funzione non soltanto della salvaguardia degli interessi degli azionisti dagli atti di abuso gestionali ma anche dell'adeguatezza delle metodologie finalizzate al controllo interno della società di investimenti [...]».

2.2. (segue) *La relazione con il sistema dei controlli interni*

Il tema dei controlli interni consegue al discorso impostato in termini di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati. In particolare, in virtù del collegamento all'oggetto sociale e, conta dirlo, alle scelte strategiche che la distribuzione del prodotto finanziario comporta⁵⁶, hanno avuto una particolare diffusione proprio tra gli intermediari finanziari, comprese le banche⁵⁷ e le assicurazioni⁵⁸.

Di nuovo, anche con riferimento alle funzioni costitutive dei controlli interni riemerge la dialettica tra collegio sindacale e consiglio d'amministrazione, con il primo cui spetta un preciso dovere di monitoraggio nei confronti delle procedure che il secondo pone in essere per condurre la strategia d'impresa nel rispetto dei principi di corretta

⁵⁶ Che gli assetti societari adeguati debbano valutarsi non solo alla stregua delle dimensioni e dell'attività, ma anche alla strategia produttiva – e distributiva, in questo caso – dell'impresa, viene sostenuto da V. CALANDRA BONAURA, *L'amministrazione delle società per azioni nel sistema tradizionale*, in R. COSTI (diretto da), *Tratt. dir. comm.*, Torino, 2019, 295. Il rapporto tra “assetti adeguati” e controlli interni, in cui i secondi costituiscono un obbligo organizzativo di secondo livello richiesto all'impresario in virtù e in funzione del tipo di attività svolta e a seguito di una valutazione valoriale ispirata proprio al principio dell'adeguatezza dell'impalcatura organizzativa, viene precisamente colto da A. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, 2014, VI, in part. 1171-1172.

⁵⁷ Il tema dei controlli interni nel settore bancario è da sempre stato al centro dell'interesse dei commentatori e, più in generale, ha costituito uno snodo centrale dell'ordinamento bancario. Una svolta significativa si è riscontrata senza dubbio a seguito delle crisi del 2007 e del 2011, a seguito delle quali è entrato in vigore il CRD IV *Package*, in cui la solidità degli istituti di credito è stata garantita anche grazie ad un irrobustito sistema dei controlli interni. Questi, sospinti soprattutto grazie alla Direttiva 2013/36/UE e dalla normativa secondaria di Eba, sono stati recepiti principalmente con Circolare di Banca d'Italia 285/2013, periodicamente aggiornata. Sul nuovo sistema dei controlli interni introdotto dalla normativa dell'Unione si vedano P. MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazioni e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, II-III, 413-415; S. SCOTTI SCAMUZZI, *Le nuove disposizioni di vigilanza sul sistema dei controlli interni nelle banche. Un commento introduttivo*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, II, in part. par. 6 e 7 sull'art. 74 della Direttiva 2013/36/UE; V. CALANDRA BONAURA, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle disposizioni di vigilanza sulla “corporate governance” e sui sistemi di controllo delle banche*, in *Banca, impr., soc.*, 2015, I, 19 e ss; I. H-Y CHIU, M. MCKEE, *The Law on Corporate Governance in Banks*, Cheltenham, 2015, 32-36.

⁵⁸ Rispetto alle assicurazioni le disposizioni relative ai controlli interni, plasmate secondo le prescrizioni della direttiva Solvency II, sono previste dai novellati artt. 30 *quater*, *quinquies* e *sexies*, del Codice delle assicurazioni private (D.Lgs., 7 settembre 2005, n. 209), circostanziati dalle disposizioni del Regolamento Ivass n. 38 del luglio 2018 in cui, al titolo III vengono, in ordine e approfonditi al capo VI (“Funzioni fondamentali”) la funzione di gestione dei rischi (sezione II), di verifica di conformità alle norme (sezione III), di revisione interna (sezione IV) e quella attuariale (sezione V) che ricopre un ruolo di centrale importanza in relazione all'attività svolta. Sull'aspetto dei controlli interni delle imprese assicurative si vedano A. MINTO, *Nuove responsabilità amministrative nel governo dei rischi dell'impresa di assicurazione: brevi riflessioni a margine del recente aggiornamento della disciplina sui controlli interni*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2014, IV, 653; P. MONTALENTI, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Ass.*, 2014, III, 399-405, laddove precisa che le funzioni attuariale, di *risk management*, *internal audit*, *compliance* hanno costituito la precondizione per il corretto esercizio dell'attività assicurativa.

amministrazione. L'agire così informato da parte dell'organo amministrativo determina inevitabilmente l'obbligo di una gestione del rischio che si articola attraverso la costituzione di presidi come *risk management*, *compliance* e *internal audit*⁵⁹. Una trama organizzativa indispensabile per la conduzione dell'attività, che trova il proprio terreno d'elezione negli *oversight or monitoring duties*⁶⁰ sostenuti dagli amministratori proprio per mezzo di queste funzioni. Le stesse che hanno affondato le proprie salde radici nella legislazione bancaria e finanziaria, permettono di condurre l'attività in termini profittevoli, pur sempre sorvegliando differenti profili di rischio⁶¹. Si tratta di un insieme di risorse, procedure e uffici predisposti per fornire un costante monitoraggio delle singole operazioni, ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse – oltre a quelli fisiologicamente irrelati all'intermediazione mobiliare – e più in generale per svolgere una gestione indipendente, sana e prudente, tale da salvaguardare i diritti degli investitori⁶². Un apparato, quello dei controlli interni, fulcro del controllo ed elemento centrale nell'organigramma imprenditoriale, con ricadute di livello sistemico. Elementi

⁵⁹ Sull'obbligo del consiglio di amministrazione di disporre un articolato sistema di controlli interni, la dottrina d'oltreoceano si è sempre dimostrata sensibile. A questo proposito, si veda M. EISENBERG, *The board of directors and internal control*, 19 *Card. Law Rev.* (1997) 237.

⁶⁰ Con queste espressioni si fa riferimento ad un dovere, che pare avere una portata generale, ma che di fatto si concretizza nella predisposizione da parte dell'impresa di strutture e procedure interne – consistenti nella gestione del rischio, in processi di *auditing* e di *legal compliance* – volte al perseguimento della sana e prudente gestione della stessa nell'esercizio del proprio oggetto sociale. Per una definizione dell'*oversight duty* o del *monitoring duties* si veda S. BAINBRIDGE, *Caremark and Enterprise Risk Management*, 34 *J. Corp. L.* (2009) 982, laddove l'autore, nel commentare la decisione *In Caremark Int'l* 698 A.2d 959 (Del.Ch. 1996), ritiene che la portata degli *oversight duties* si estenda oltre la funzione di *legal compliance* per includervi anche quella di *business risk management*; E. J. PAN, *A Board's Duty to Monitor*, 54 *N.Y.L. Sch. Law Rev.* (2009) 720; ID. *Rethinking the Board's Duty to Monitor: a Critical Assesment of the Delaware Doctrine*, 38 *Flo. St. Un. Law Rev.* (2011) 210, in cui inizialmente considera tale dovere la connessione tra *duty of care* e *duty of loyalty*, entrambi finalizzati «[...] to protect the interests of corporation»; R. F. BURCH, *Director Oversight and Monitoring: the Standard of Care and the Standard of Liability Post-Enron*, 6 *Wyo. Law Rev.* (2017) 488, 489. Per un'ulteriore e più specifica definizione dell'*oversight function* si vedano gli *A.L.I. Principles of Corporate Governance*, Washington, 1992, 89, dove viene indicata come «[...] a basic function of the board to select (senior) executives and to oversee their performance [...] to determine whether the business is being properly managed, having in mind the objective and conduct of the corporation under § 2.01».

⁶¹ Un equilibrio che viene ricordato da S. BAINBRIDGE, *op.cit.*, 967, allorquando, riferendosi all' *enterprise risk management*, lo definisce come «[...] the process by which the board of directors and executives of a corporation define the firm's strategies and objectives so as "to strike an optimal balance between growth and return goals and related risks. It encompasses determining an appetite for risk consistent with the interests of the firm's equity owners and identifying, preparing for, and responding to risks».

⁶² La cruciale importanza di corretti sistemi di controllo, con specifico rilievo per le società quotate, è stata oggetto di contributi di sicuro interesse in dottrina. La priorità dei sistemi di controllo nella predisposizione di un efficiente governo societario viene sottolineata da B. LIBONATI, *Noterelle a margine dei nuovi sistemi di amministrazione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2008, II-III, 281; P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e "corporate governance": dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, 243, in part. par. 6, laddove vengono definiti vera e propria "architrate" per l'esercizio di un corretto governo societario.

che hanno consentito al giudice, con particolare riferimento alle corti di *common law*⁶³, di sindacare l'inefficace o mancata adozione dei presidi⁶⁴: un simile deficit organizzativo non costituirebbe semplicemente un inadempimento di natura gestionale, ma avrebbe ricadute sulla prestazione del servizio d'investimento e quindi sull'obbligazione contrattuale⁶⁵.

E dunque, proprio alla luce della cifra innovativa della *product governance* introdotta dal sistema MiFID II, la risposta del legislatore rispetto all'incidenza che questa

⁶³ A partire dalla seconda metà degli anni 90' la giurisprudenza statale americana, in particolare quella dello stato del Delaware, ha dato corpo ad un cospicuo indirizzo incentrato sulla sindacabilità dell'operatività degli amministratori, in caso di violazione degli *oversight duties*, e sui profili di responsabilità personale degli amministratori stessi. Il *leading case*, con riferimento alle dinamiche del controllo sull'adozione di sufficienti sistemi organizzativi e di controllo interno, è la pronuncia *In re Caremark* 698 A2d at 959, in cui Chancellor Allen, a seguito della violazione della normativa federale che regolava l'attività degli operatori del mercato farmaceutico, ha stabilito che gli *oversight duties* violati dagli amministratori si sono tradotti in «[...] sustained or systematic failure of the board to exercise oversight», in concreto consistenti in un «utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exists». Nell'identificare il buon funzionamento della funzione di *legal compliance*, Chancellor Allen ribadisce che il dovere degli amministratori «[...] includes a duty to attempt in good faith to assure that a corporate information and reporting system, which the board concludes is adequate, exists, and that failure to do so under some circumstances may, in theory, at least render a director liable for losses caused by non-compliance with applicable legal standards». Nel solco tracciato dalla giurisprudenza statale del Delaware si sono inserite altre pronunce, tra cui *Guttman v Jen-Hsun Huang*, 823 A.2d 492, 2003 Del. Ch.; *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362, 2006 Del.; *In re Citigroup Inc. S'holder Derivative Litig.*, 964 A.2d 106, 2009 Del. Ch. Quest'ultima pronuncia, che giunge a seguito di un'azione condotta dagli azionisti della banca d'affari americana Citigroup contro il *management* della stessa, ha posto nuovamente l'accento sull'importanza del presidio dei controlli interni, vero e proprio “termometro” della corretta amministrazione dell'impresa. In questo caso, più che la centralità della funzione di *auditing* o di *legal compliance*, viene posta l'attenzione sulla capacità della banca di prevenire e gestire il rischio imprenditoriale. Laddove Chancellor Chandler precisa che «There are significant differences between failing oversee employee fraudulent or criminal conduct and failing to recognize the extent of the risk of company» e che per valutare il corretto funzionamento del *risk management* sarebbe necessario che i giudici effettuassero «hindsight evaluations of decisions at the heart of the business judgment of directors».

⁶⁴ Conta ricordare che la giurisprudenza federale americana, analizzata *supra*, in nota 63, si è dimostrata contrastante rispetto alle posizioni degli *shareholders' plaintiffs*. I giudici del Delaware hanno infatti posto in capo agli attori un onere della prova molto complesso. Come viene previsto in *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362, 2006 Del., nel ricordare le condizioni fissate dal caso *Caremark*, «Caremark articulates the necessary conditions predicate for director oversight liability: a) directors utterly failed to implement any reporting or information system or, b) having implemented such a system of controls consciously failed to monitor or oversee its operations thus disabling themselves from being informed of risks or problems requiring their attention. In either case, imposition of liability requires a showing that directors knew». In sostanza, chi intenta l'azione di responsabilità personale degli amministratori, deve provare che essi abbiano agito “*scienter*”, cioè con dolo.

⁶⁵ Stando alle parole pronunciate nel decreto di App. Milano, 13 novembre 2008, la mancanza di procedure interne che siano in grado di valutare i rischi per l'impresa e per gli investitori, costituirebbe il riscontro di un «[...] difetto genetico di strutturazione del prodotto finanziario». Su come l'inadeguata struttura organizzativa dell'intermediario determini incida sulla prestazione finale, che inevitabilmente sarà viziata nell'*an* o nel *quomodo*, si veda il commento al decreto della Corte d'appello milanese di B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. “rimodulazioni”*, in *Giur. it.*, 2009, VII, 1695-1696.

ha avuto anche sulle funzioni interne dell'impresa ha lasciato un'impronta forte. La matrice normativa dell'intervento e dell'influenza su i controlli interni si riscontra pur sempre in seno alla Direttiva 2014/65/Ue, laddove l'accento cade sulla predisposizioni di misure «ragionevoli per garantire la continuità e la regolarità della prestazione di servizi e nell'esercizio dell'attività di investimento»⁶⁶ e sulle procedure amministrative e contabili ma, soprattutto, sulla costituzione di meccanismi di controllo interno e di procedure efficaci per la valutazione del rischio⁶⁷. La normativa europea derivata prima e quella interna poi, hanno plasmato concretamente ogni singola funzione.

A partire dal controllo di conformità, che necessita l'attuazione di procedure adeguate per individuare e limitare il rischio di inadempimento degli obblighi previsti dalla Direttiva 2014/65/Ue. La funzione di *compliance* legale appare espressione diretta dell'adeguatezza degli assetti, coerente con la dimensione e l'oggetto sociale dell'imprenditore⁶⁸, confermata dai compiti e dalle responsabilità che deve sostenere. Essa infatti è tenuta a un monitoraggio e una revisione periodici delle misure per garantire il rispetto della MiFID II⁶⁹ e, in particolare della disciplina del governo del prodotto⁷⁰, che avvengono anche grazie alla cooperazione con l'organo di gestione a cui periodicamente deve relazionare sull'efficacia del controllo⁷¹, sugli strumenti e sulla strategia di distribuzione⁷². Un aspetto, quello che riguarda il *reporting*, di non scarsa importanza e che impegna gli uffici competenti nella comunicazione dell'attività di revisione della *policy* in tema di *product governance*, dell'adempimento degli obblighi previsti dall'art 22 par. 2 del Regolamento delegato e, generalmente, delle caratteristiche dei prodotti⁷³.

⁶⁶ Art. 16 par. 4, Direttiva 2014/65/Ue. Ad ulteriore conferma dell'obbligo di dotarsi di un adeguato assetto organizzativo, non si dimentichi di ricordare anche l'art. 21 Regolamento delegato (Ue) 2017/565, con particolare attenzione al par. 1, laddove viene richiesto alle imprese d'investimento di rispettare i seguenti requisiti organizzativi: a) adottare procedure decisionali e struttura organizzativa che specifichi rapporti gerarchici, funzioni e responsabilità; b) che i soggetti rilevanti conoscano le procedure da seguire per il corretto esercizio delle proprie responsabilità; c) costituire opportuni meccanismi di controllo interno tesi a garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure a tutti i livelli dell'impresa; e) predisporre un adeguato sistema di segnalazione interna.

⁶⁷ Art. 16 par. 5 (2), Direttiva 2014/65/Ue.

⁶⁸ Art. 24 par. 1 (2) Regolamento delegato (Ue) 2017/565.

⁶⁹ Art. 24 par. 2, lett. a) Regolamento delegato (Ue) 2017/565.

⁷⁰ Art. 66 co. 2, Regolamento Intermediari; Art. 73 co. 2, Regolamento Intermediari.

⁷¹ Art. 24 par. 2, lett. c).

⁷² Art. 66 co. 3, Regolamento Intermediari; Art. 73 co. 3, Regolamento Intermediari.

⁷³ Si vedano in particolare il *Final report* di Esma, pubblicato il 5 giugno 2020, dove nelle *reporting obligations of the compliance functions*, vengono analizzati specificamente questi obblighi di comunicazione della funzione di *compliance* all'organo di gestione. Così le *Guidelines on certain aspects*

Rispetto ai restanti controlli interni, benché manchi un riferimento letterale al governo del prodotto, le procedure che lo compongono devono rientrare nello spettro come della gestione del rischio, così dell'*audit* interno. In entrambi i casi, le procedure su cui fondano la propria operatività si concentrano sulle dinamiche organizzative dell'intermediario, sui processi e le politiche relative all'ideazione e al collocamento degli strumenti. Essi dunque non possono che investire anche le fasi in cui si articola la *governance* del prodotto.

Il *risk management*, nello sviluppare procedimenti di gestione e nel monitorarne l'adeguatezza⁷⁴, prima misura e infine governa il rischio finanziario, nelle sue diverse sfaccettature, tra cui rientra anche quella di indirizzare uno strumento che non sia aderente al profilo di clientela categorizzato. Una certa dottrina comparata ha ravvisato peraltro come i controlli interni, e in particolare la gestione del rischio, giochino un ruolo chiave nella suddivisione dei segmenti in cui si snoda la *product governance*, se il prodotto è stato correttamente sviluppato, se è appropriato rispetto al mercato di riferimento, nella prospettiva di prevedere e mitigare rischi prudenziali e operativi⁷⁵.

In questo senso, benché l'*auditing* non corrisponda al *risk management*, in quanto espressione dei controlli interni garantisce quella funzione di monitoraggio dei sistemi d'impresa che consente all'operatore di svolgere efficientemente servizi e attività. Questo compito si traduce nell'elaborazione di un piano di *audit* che valuti l'adeguatezza dei dispositivi d'impresa e nella formulazione di raccomandazioni per poter farne rispettare l'osservanza⁷⁶.

of the MiFID II compliance function requirements, 5th June 2020, 35-36-1946, in particolare punto 29, p. 31.

⁷⁴ Ai sensi dell'art. 23 par. 1, lett a)-c) Regolamento delegato (Ue) 2017/565.

⁷⁵ Il riferimento corre a I. H-Y CHIU, *Regulating (From) the Inside: The Legal Framework for Internal Control in Banks and Financial Institutions*, Oxford-Portland, 2017, 97. Si tratta di una considerazione di più ampio respiro che si colloca nel ragionamento, condotto da alcuni autori, di come i controlli interni – e in particolare la funzione di gestione del rischio – possano assumere un ruolo dirimente se non nell'evitare, quanto meno nel contenere gli effetti pregiudizievoli della distribuzione di prodotti che, a seguito di una valutazione *ex post*, si rivelino del tutto inconferenti con il profilo di clientela prescelto. Sul rafforzamento dei requisiti organizzativi, con specifica attenzione al ruolo del *risk management*, si veda G. SPINDLER, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulation*, in *J. Cons. Pol.*, 2011, 329.

⁷⁶ Art. 24 Regolamento delegato (Ue) 2017/565.

2.3. Product governance *quale regola contrattuale*

Il preciso angolo visuale con cui si è condotta la ricerca ha fatto intendere sin dalle prime battute⁷⁷ come il governo del prodotto rinsaldi ancor più sensibilmente lo stretto rapporto tra doveri di organizzazione e di comportamento.

In questo senso, le disposizioni del considerando 71 e dell'art. 24 della MiFID II, lo connotano di un significato aderente ai secondi, finalisticamente orientati al raggiungimento del *client's best interest*.

Nella veste di obbligo di condotta, la *governance* si presenta perciò come una diretta estrinsecazione delle clausole generali di diligenza, correttezza e trasparenza, meglio ancora, una specificazione⁷⁸ che si traduce nella creazione di prodotti concepiti per incontrare le esigenze dei clienti del mercato di riferimento, nell'adozione di provvedimenti che garantiscano l'esatta distribuzione degli stessi, in una coerente strategia distributiva e nella conoscenza degli strumenti. Si tratta di oneri che vengono precisamente fissati dal legislatore, che impongono all'intermediario di predisporre quell'impianto organizzativo, fatto di assetti, procedure e singole fasi che infine danno contenuto e sostanza al governo del prodotto, espressione circostanziata di quei "criteri generali" previsti dall'art. 21 co. 1 lett. a) del T.u.f.

Rispetto agli obblighi comportamentali che il produttore deve mantenere, il governo del prodotto presuppone una precisa contezza della clientela, così che gli operatori prima della distribuzione di un nuovo strumento, nel definire il *target market*, devono tenere in conto di alcuni aspetti formanti il profilo del destinatario finale: la capacità di sostenere le perdite, la tolleranza al rischio, la compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto con il mercato individuato. Ma anche la conoscenza e l'esperienza rispetto al prodotto compravenduto, la situazione finanziaria del cliente, le sue esigenze e gli obiettivi⁷⁹ fanno parte della valutazione iniziale che da avvio al

⁷⁷ Si veda, a proposito, *supra* par. 2.1, cap. 1.

⁷⁸ La regola della *product governance*, pur collocandosi nei "criteri generali" dell'art. 21 T.u.f. ha acquisito un proprio grado di specificità dovuto ad una disciplina che si sviluppa principalmente, a livello interno, nel Regolamento Intermediari. Sulla distinzione tra obblighi di carattere generale e di dettaglio si veda G. SCOGNAMIGLIO, *Sulle regole di condotta degli intermediari finanziari (regole di condotta e regole di organizzazione: clausole generali e disposizioni particolari)*, in *I servizi del mercato finanziario: in ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2014, 111.

⁷⁹ Le categorie necessarie per definire il mercato *target* potenziale ed effettivo sono indicate precisamente dalle *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5th February 2018, punto 18, 6. Per una

processo di *product governance*. Elementi che lasciano trasparire la vicinanza contenutistica con la valutazione di adeguatezza con la quale non mancano dei punti di connessione, tantomeno delle divergenze che si fanno tanto più sensibili quanto più ci si addentra nello studio dello statuto normativo primario e derivato di origine europea. Un distacco che si coglie nei differenti gradi di profondità dell'analisi rispettivamente del *target market* e del singolo investitore, nell'opposta collocazione all'interno del ciclo produttivo, in generale, nel diverso atteggiarsi di due doveri comportamentali nella prestazione del servizio di investimento⁸⁰. Perché è pur vero che il governo del prodotto si possa qualificare come una valutazione di adeguatezza anticipata, che riscontra i bisogni di un certo *target* di clientela, più attendibile quanto più individuato in termini granulari. Addirittura, non è mancato chi vi ha riscontrato non tanto un superamento del canone della trasparenza, ma una specificazione qualitativamente migliorativa e rafforzativa di un simile criterio⁸¹. Ma non va dimenticato un aspetto, cioè che la *governance*, condotta dal *manufacturer*, poggia su una valutazione astratta e che sarà dunque il distributore che affinerà lo strumento, sia attraverso un'ulteriore precisazione del mercato di riferimento, sia esercitando la valutazione d'adeguatezza.

Le disposizioni normative che impongono precisi doveri in capo agli operatori settoriali, rispetto al rapporto con il cliente finale, paiono conferire a questa regola la veste di obbligo di comportamento. Un obbligo che condiziona il contratto nell'accezione di atto e rapporto, di più, le prescrizioni su cui si innerva la disciplina richiedono precisi sforzi da parte del professionista. Questi si rivolgono verso il lato del prodotto, ricorrendo in questo frangente quell'accezione che non si consuma esclusivamente nel significato tecnico, fatto proprio dal T.u.f., ma che, al contrario, riscontra nel contratto non solo un mezzo per la circolazione di un valore o di un bene, ma un bene esso stesso. Il momento in cui lo strumento viene "pensato" e "assemblato" comporta che l'intermediario ne

più approfondita analisi sul funzionamento del meccanismo di costituzione del mercato potenziale si veda *supra* cap. 2, par. 2.1.1., 64 e ss.

⁸⁰ Per una più puntuale comprensione delle differenze tra l'obbligo di *product governance* e quello di adeguatezza, si veda *supra*, cap. 2, par. 5, spec. 79-83. Al fine di cogliere ancor più puntualmente il rapporto tra governo del prodotto e regola di adeguatezza si rinvia invece al cap. 4, par. 3.2., 177-181.

⁸¹ In questo senso si veda G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, III, 93-94; ID., *Conformazione imperativa dei contratti nei mercati regolamentati. Disciplina del mercato e tutela del risparmio*, Napoli, 2019, 40, allorché l'A. intende la *product governance* come espressione di una «[...] nuova maniera di intendere la trasparenza quale strumento di rimozione di opacità non solo a livello negoziale ma anche a livello organizzativo e comportamentale».

conosca ogni dettaglio⁸², così che infine possa incontrare le preferenze dell'investitore. Ma, allo stesso modo, le attenzioni del produttore si indirizzano proprio sul cliente finale, nel segno di una politica normativa che vi indirizza prescrizioni di stampo protettivo e che, espressione della *know your customer rule*⁸³, ne richiede un'attenta profilatura precedente alla prestazione del servizio.

3. Un esempio di metaregolazione dalla portata unificatrice: gli effetti conformativi sul contratto e sul rapporto della product governance

Il governo del prodotto si snoda dunque tra regole di organizzazione e di condotta. Dalla normativa si evince semmai una natura duplice della *governance* che si esprime in entrambe le direzioni e che, allo stesso tempo, pare tenerle avvinte nella sua formula: in parte perché costituiscono un'evidenza dei principi generali dell'agire in modo onesto, equo e professionale; in parte perché gli obblighi sostenuti nella fase della distribuzione presuppongono un efficiente telaio organizzativo. E non si cade in errore nel ricomprendere la regola, che ne racchiude in sé altre a loro volta centrali nel settore dei servizi finanziari, all'interno di un percorso regolatorio preciso, quello della meta-regolazione.

La *product governance* sta alla base dell'attività come pure dell'architettura contrattuale e, senza voler anticipare la relazione e l'impatto che la lega al mercato mobiliare, ha rappresentato una precisa linea di tendenza anche sul versante della regolazione. La *policy* su cui si fonda permette all'impresa di dotarsi di un apparato organizzativo interno che ispira l'attività, si radica anche nell'atto e che, inoltre, consente una sindacabilità terza e imparziale da parte dell'autorità di vigilanza⁸⁴.

Quanto anticipato sul governo quale espressione di politica del diritto e strumento regolatorio del mercato finanziario non deve distogliere l'attenzione – al contrario la

⁸² In questo frangente non può che essere rievocata la pertinenza della *product governance* rispetto al precetto, largamente diffusa nel diritto dei mercati finanziari, della *know your merchandise rule*. Si tratta di una prossimità peraltro già ricordata al cap. 2, par. 2, 60, spec. nota 21.

⁸³ Sulla *product governance* quale espressione di un'attenta valutazione delle esigenze, degli obiettivi, più in generale delle caratteristiche del cliente finale, si veda V. COLAERT, *Product governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, in *Jan Ronse Institute for company and financial law Working Paper Series*, 2019, 2, disponibile sul sito SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3455413>.

⁸⁴ Sulla *product governance* quale esempio di metaregolazione, si veda *supra* cap. 1, par. 5.2. e 5.2.1., 47-53.

rafforza – sulla sua portata. A maggior ragione, la descrizione del fenomeno, la collocazione trasversale che attraversa interamente l’intermediazione finanziaria, conduce a consolidarne la portata conformativa, in particolare sul “prodotto” e di conseguenza sul contratto.

Conta precisare che l’autonomia privata, più generalmente nei settori regolamentati, e con specifico riguardo a quello dell’intermediazione mobiliare, è stata incisa dall’opera dei legislatori⁸⁵ – nonché delle autorità indipendenti⁸⁶ – che con atti di normazione primaria e secondaria hanno profondamente condizionato il regolamento negoziale. E in un certo senso il governo del prodotto viene inserito quale elemento integrativo, se non addirittura conformativo, del prodotto fornito attraverso il servizio finanziario. Il contratto, che racchiude gli obblighi di stampo prudenziale e protettivo che ispirano la *governance* e che ne segnano il contenuto, in parte si scosta dal paradigma della mera autodeterminazione in funzione dell’integrità di sistema e della promozione di istanze solidaristiche⁸⁷; per un verso volte al consolidamento delle dinamiche di mercato,

⁸⁵ Il plurale non è a caso, in quanto nel diritto finanziario e non solo, la presenza del legislatore comunitario non si è fatta attendere. Sull’integrazione contrattuale della normativa europea P. PERLINGIERI, *Nuovi profili del contratto*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, II, 239-242; A. M. LIVI, *L’integrazione del contratto*, in N. LIPARI (a cura di), *Tratt. dir. priv. europeo*, III, Padova, 2003, 380 e ss; P. SIRENA, *L’europeizzazione degli ordinamenti giuridici e la nuova struttura del diritto privato*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2014, I, 3-5, laddove, soprattutto nella disciplina consumeristica e in tema di rimedi contrattuali, ricorda l’incidenza del legislatore dell’Unione.

In senso critico rispetto al fenomeno conformativo del contratto da parte del legislatore europeo pre-crisi, attraverso un pervasivo apparato informativo che ha “oggettivizzato” il consenso e che instillato il germe dei *defaults* del mercato finanziario si vedano, *ex multis*, M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2002, 351 e ss.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le sezioni unite*, in *I contratti*, 2008, IV, 393 e ss.; F. DENOZZA, *I conflitti d’interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore imprenditore*, in *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, 141; R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. SARTORI, F. CORTESE (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 41 e ss.

⁸⁶ Il rapporto tra le *authorities* settoriali e l’autonomia dei privati è stato un tema su cui i commentatori non hanno lesinato periodiche incursioni e che si è manifestato soprattutto nei settori del diritto finanziario, nel bancario in maniera particolare. Di particolare profondità si dimostrano le pagine di A. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, 26 e ss., in cui l’A. si concentra sul co. 1 dell’art. 127 T.u.b., proponendone una lettura che, partendo dal rapporto contrattuale si estende fino ad abbracciare dinamiche di mercato; P. SIRENA, *Autonomia privata e vigilanza bancaria nel diritto europeo dei contratti di finanziamento*, in *I mutui ipotecari nel diritto comparato ed europeo. Commentario alla Direttiva 2014/17/UE*, *Quaderni della fondazione italiana del notariato*, Milano, 2016, in particolare 6-8; ID., *L’Unione bancaria e il suo impatto sul rapporto tra intermediari e consumatori*, in *Ec. dir. terz.*, 2016, I, 41 e ss.

⁸⁷ In questo senso le parole di A. Zoppini sembrano cogliere nel segno quando l’A. ricorda come, in un contesto come quello del mercato, «[...] gli atti e le scelte compiute dagli attori privati non sono isolate e irrelate manifestazioni della volontà individuale ma debbono essere apprezzate in ragione degli effetti sociali aggregati che producono», A. ZOPPINI, *Le domande che ci propone l’economia comportamentale ovvero il crepuscolo del “buon padre di famiglia”*, in G. ROJAS ELGUETA, N. VARDI (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, 18.

per l'altro a riequilibrare l'assetto del regolamento evidentemente sbilanciato a favore del soggetto autorizzato⁸⁸. Il governo del prodotto viene dunque predisposto dal formante normativo per forzare lo statuto contrattuale, per accedervi sin dalla formazione e penetrarvi, portandovi in dote ciò che forma l'assetto strutturale dell'attività, rappresentato dagli obblighi organizzativi: è la *product governance* lo strumento con cui l'anima dell'attività penetra nell'atto, di fatto affermando il proprio effetto conformativo sullo statuto negoziale e, più ampiamente, quello dell'attività sull'atto, sul regolamento contrattuale. Una dinamica che può comprendersi pienamente solo se considerata all'interno della dogmatica dei contratti d'impresa, una visuale assiologica che, giunti a questo punto, risulta più chiara nel senso in cui questa categoria è stata originariamente accolta e cioè non solo quale elemento oggettivo-funzionale necessario e connaturato all'esercizio dell'oggetto sociale⁸⁹, ma vero e proprio anello di congiunzione tra la pianificazione dell'attività predisposta dai titolari del potere interno all'organizzazione e la prestazione del servizio, punto di correlazione tra decisione d'impresa e sua stessa attuazione.

⁸⁸ Sull'intervento eteronomo del legislatore sul regolamento contrattuale, si veda V. SCALISI, *Il diritto europeo dei rimedi: invalidità e inefficacia*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, VI, 846-848; in particolare, nella prospettiva di sostegno ad istanze "personalistico-solidaristiche", ID., *Autonomia privata e regole di validità*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, VI, 739; ID., *Forma solenne e regolamento conformato: un ossimoro del nuovo diritto dei contratti?*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, III, in particolare 417-418; N. LIPARI, *Le categorie del diritto civile*, Milano, 2013, 149-150. Con specifico riferimento al mercato dei capitali e all'"intrusione" del legislatore nelle dinamiche contrattuali, rispetto al criterio della simmetria informativa che ispira la *ratio* della regola di adeguatezza, si veda F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, III, 98-101, che ritiene che l'intervento del formante normativo a sostegno di un riequilibrio degli assetti informativi non comprima l'autodeterminazione delle parti, al contrario ne consenta un pieno dispiegarsi. Relativamente all'eteronomia riguardante i contratti d'impresa, in precedenza richiamati, si pronuncia V. RICCIUTO, *L'integrazione dei contratti d'impresa. Dilatazione o estinzione della fattispecie?*, in *Riv. impr.*, 2017, II, 313, soprattutto 323-325, in cui rifiuta il tramonto dell'autonomia negoziale a fronte del fenomeno eteronomo che, al contrario, renderebbe il contratto – d'impresa in questo caso – compatibile con il contesto in cui opera «[...] attraverso un meccanismo di conformazione che lo renda corrispondente anche ad ulteriori esigenze».

⁸⁹ Viene utilizzata il sintagma di "contratti conclusi nell'esercizio dell'impresa" da G. OPPO, *Principi*, in V. BUONOCORE (diretto da), *Tratt. dir. comm.*, Torino, 2001, 30. Una comprensione di come il contratto d'impresa – e il discorso in esame ben si attaglia alla categoria dei contratti con cui l'intermediario presta servizi finanziari – risulti espressione dell'attività d'impresa e, in particolare, si atteggi quale esito di preve decisioni adottate dall'imprenditore nel suo momento amministrativo-organizzativo, è chiarito puntualmente da A. DOLMETTA, *Un maestro del diritto commerciale. Arturo Dalmartello a cento anni dalla nascita*, A. DOLMETTA, G. B. PORTALE (a cura di), Milano, 2010, 125, quando l'A. precisa che «[...] il contratto si manifesti subito come atto dipendente, nei suoi contenuti, da altri atti ed esecutivo di questi; come l'offerta si atteggi, cioè, quale seguito effettuale di (precedenti) decisioni interne [...] Decisioni, queste ultime, di natura non negoziale (qualcuno parlò per gli atti di organizzazione societaria, di semplici fatti) e di orizzonte diverso: dai singoli contratti, in particolare, che poi nel concreto si trovano posti in essere».

Se il governo del prodotto rappresenta dunque, in una simile cornice teorica, la più evidente manifestazione della conformazione di fonte normativa del contratto, vanno riscontrate le concrete epifanie di come tale fenomeno eterodiretto vi si sia proiettato, con un'analisi concentrata sull'incidenza che su quest'ultimo ha avuto il momento dell'attività. Un tema che, peraltro, alla vista dello studioso di diritto dell'economia non pare nuovo e che, al contrario, non può che aver frequentato negli altri settori del finanziario⁹⁰.

La prestazione di servizi finanziari, nella prospettiva della ricerca, risulta dunque terreno fertile per approfondire quel legame tra attività e atto che si sublima nella regola in esame. Pur rimanendo certo che la complessità dello strumento compravenduto e la natura del servizio prestato determinino una differente modulazione, più o meno "granulare", delle obbligazioni sorrette dall'intermediario, le interferenze dell'attività si rispecchiano nell'atto.

Le procedure interne che formano il processo di approvazione, investono in prima battuta il "prodotto" destinato ai canali distributivi, che deve essere appositamente "costruito" dal *manufacturer* tenuto conto della complessità o meno dello stesso e del

⁹⁰ Nel piano prospettico dei contratti d'impresa, l'incidenza dell'impresa sulla determinazione della disciplina del contratto si manifesta in termini significativi rispetto al contratto di assicurazione. Tra le pagine più significative sul tema, *ex multis*, L. BUTTARO, *Assicurazione (in generale)* voce, in *Enc. dir.*, Milano, 1959, 430-432; G. B. FERRI, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni*, Roma, 1963, 116; C. ANGELICI, *In tema di dissesto dell'assicuratore*, in *Riv. dir. comm.*, 1972, II, 79 e ss.; C. F. GIAMPAOLINO, *L'organizzazione societaria nella disciplina dell'attività assicurativa*, Milano, 1998, *passim*; O. CLARIZIA, *Indennizzo diretto e prestazione assicurativa*, Napoli, 2009, 11 e ss. Con riferimento alla disciplina risalente al codice del commercio, C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, IV, *Le obbligazioni: contratti e prescrizione*, Milano, 1928, 339 e ss.; più recentemente P. CORRIAS, *Il contratto di assicurazione. Profili funzionali e strutturali*, Napoli, 2016, 76; ID. *Incidenza dell'impresa e conformazione del contratto di assicurazione*, in *Giust. civ.*, 2017, II, 515-523.

Seppur con sfumature differenti, dovute alla pluralità di fattispecie contrattuali che lo contraddistinguono, anche nel diritto bancario il rapporto "attività-atto" si è attestato a partire da una letteratura risalente. Si ricordino B. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, *passim*, benché l'A. tenga a precisare che se «[...] discutere del contratto dall'angolo visuale dell'impresa assicuratrice non presenta difficoltà alcuna [...] quando si vuole compiere l'indagine con riferimento ad un'attività più generica – l'attività bancaria – che si frazione in più tipi di atti – lo sconto, l'apertura di credito, il deposito etc. – strutturalmente diversi fra loro, il rapporto tra atto e attività non è (e non può essere) di altrettanto immediata comprensione [...]»; F. ALCARO, *Soggetto bancario e attività bancaria*, Milano, 1981, in particolare cap. 1, par. 2,4,5,6,7; P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario. Parte generale*, I, Torino, 2012, 11-13, 43-58, 107-109.

Sull'incidenza conformativa dell'impresa sul contratto, attraverso una retrospettiva più ampia, che abbraccia le manifestazioni contrattuali bancarie, assicurative e finanziarie, ma che comprende, più generalmente, qualsiasi altra espressione dei contratti d'impresa, si veda G. FAUCEGLIA, *L'integrazione dei contratti d'impresa: profili generali ed introduttivi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 55 e ss.

modello di clientela e al quale sarà destinato⁹¹. Allo stesso modo, il percorso decisionale riguardante il servizio e il prodotto associato all'individuazione del mercato condotti dal produttore, conformemente alla strategia distributiva, determinano un "effetto diretto" sulla compatibilità degli stessi rispetto ai destinatari finali⁹². Il governo del prodotto concorre alla realizzazione di contratti standardizzati e, per via delle prescrizioni che regolano la struttura organizzativa e le procedure interne del soggetto vigilato – trasparenti e perciò sindacabili –, esso è tenuto a creare contratti (prodotti) aderenti al profilo del cliente previamente individuato. La normativa che regola la *governance*, che affonda le radici nei principi codicistici degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati, mostra un'incidenza di non poco momento sul "bene-contratto" che viene plasmato dal produttore in conformità all'investitore-tipo al quale è destinato⁹³.

Si coglie come già a livello di amministrazione aziendale, in termini strettamente operativi, i processi decisionali attinenti al prodotto e al servizio adottati si muovano dall'attività per ricadere sullo strumento offerto⁹⁴. E lo studio dell'operato dell'emittente, dall'angolo visuale del contratto che lo lega all'investitore finale, riassunto nella formula del prodotto finanziario, frutto di un processo seriale e standardizzato, ci suggerisce che le disposizioni analizzate, di fatto, lo plasmano. Un complesso che richiede a monte la predisposizione di presidi decisionali proceduralizzati e che traggono le mosse dall'assetto amministrativo dell'imprenditore che, "materialmente", crea il prodotto. Il predisponente, nell'aderire alle prescrizioni che sovrintendono il governo e che si

⁹¹ Le procedure che l'imprenditore *manufacturer* utilizza nell'assemblaggio del prodotto sono state richiamate in precedenza. Si ricordi semplicemente che, per un'analisi specifica delle modalità, si rinvia alle *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 018, Esma 35-43-620, in particolare le *Guidelines* V.2, dedicate alle procedure sostenute dai *manufacturers*.

⁹² *Ibid.*, *Guidelines* V.3, punto 29.

⁹³ A proposito, chiaramente l'art. 64 co. 4-5 Regolamento Intermediari, che a propria volta riecheggia le succitate *Guidelines on MiFID II product governance requirements*. In particolare le V.2) sulle categorie da tenere in conto per determinare il mercato *target*, oltre che i punti 21 e 22, laddove si comprende che «Consequently, for more complicated products such as products with complicated return profiles, the target market should be defined with more detail. For simpler, more common products it is likely that the target market will be identified with less detail».

⁹⁴ «The decision making process about the service and product universe in combination with the target market identification process should directly influence the way in which the firm's daily business is conducted, as the management body's choices are implemented along the firm's decision chain and hierarchy. Those processes will jointly have a direct impact on the compatibility of products and services offered and will influence all other relevant processes connected with the services provided, especially the definition of budgeting objectives and staff remuneration policies», così *Ibid.* punto 29, 9.

traducono come in regole di comportamento così in doveri organizzativi, lo conforma⁹⁵, pur sempre ispirato alle clausole di ordine generale che sostengono la disciplina settoriale.

L'angolatura prospettica rappresentata dall'atto da forma soltanto parziale alla portata della *product governance* nelle vicende che investono i contraenti che, invece, si riflettono anche lungo il lato del rapporto, dell'effettiva esecuzione del programma contrattuale. Il fatto che il *best interest* del cliente sia stato assunto ad epicentro della costruzione del prodotto e della prestazione del servizio d'investimento, ha coinvolto non solo la fase genetica del contratto tra emittente e investitore, ma inevitabilmente anche gli effetti che dal vincolo si dipanano e che costituiscono il momento attuativo dello stesso. Il complesso di doveri fissato in capo all'intermediario, benché non costituente un obbligo di risultato, deve essere correttamente realizzato anche nella dimensione del rapporto con la controparte che, oltre alla precisa individuazione del mercato e della clientela, si traduce infatti in una costante attività di monitoraggio. Guidata come dal produttore così dal distributore, essa esalta nuovamente la portata regolatoria della *governance* in cui l'accento tonico cade sulla gestione del rischio derivante da un'errata distribuzione – ad essere precisi, dell'indirizzamento a soggetti che non avrebbero potuto riceverlo in relazione ad una loro analisi preventiva adeguata – e i perniciosi effetti che potrebbero ricadere sul mercato e sugli investitori⁹⁶.

Una volta collocato lo studio nello spettro prospettico del contratto attuativo d'impresa, nell'accezione di atto che da concreta esecuzione all'impalcatura

⁹⁵ G. BERTI DE MARINIS, *op. cit.*, in particolare 72, che, con riferimento alla *product governance* non solo precisa che le disposizioni di cui si compone «[...] attraverso una regolamentazione della struttura organizzativa del soggetto vigilato impongono allo stesso di implementare procedure interne che dovrebbero portare quest'ultimo a creare contratti (prodotti) adeguati e rispondenti alla cerchia di potenziali clienti che compongono il mercato target di quel prodotto», ma, vieppiù, aggiunge che «Ciò implica, come pare evidente, una conformazione guidata del contratto da parte del predisponente che dovrà modulare i contenuti, gli obblighi e le facoltà cristallizzate nello stesso seguendo parametri che non possono prescindere dagli interessi e dai bisogni dei potenziali clienti ai quali è destinato».

⁹⁶ Il sistema del monitoraggio è garantito dalle norme sul "riesame". L'art. 67, 71 co. 1, lett. a) e 75 del Regolamento Intermediari sanciscono che gli intermediari riesaminino regolarmente gli strumenti finanziari da essi realizzati e distribuiti, valutando che ciascuno di essi permanga coerente con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi del mercato di riferimento ovvero a clienti verso i quali non è più compatibile.

La piattaforma normativa che costituisce l'obbligo di riesame in capo agli intermediari si arricchisce anche delle disposizioni che Esma, con le *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05th February 2018, Esma 35-43-620, fissa in termini generali, laddove si specifica che «Article 16 (3) MiFID II and Articles 9 and 10 of the MiFID II Delegated Directive require manufacturers and distributors to review products on a regular basis to assess whether the product remains consistent with the needs, characteristics and objectives of the identified target market and whether the intended distribution strategy remains appropriate».

organizzativa e amministrativa della stessa, in poche battute si è parso condensare alcuni dei passaggi maggiormente rilevanti che questa regola dalla duplice natura ha fissato nelle prescrizioni interne ed europee. Quelle stesse che hanno ispirato il contratto e che, di fatto, ne permettono la distribuzione a *clusters* di mercato e di clientela ben precisi: in estrema sintesi, il contratto, realizzato secondo i prismi della conservazione del mercato e della cura della clientela, è il frutto di un'attività che poggia le sue basi su precise decisioni adottate in seno all'impresa. Ribaltando, o forse invertendo, il piano visivo del legame tra impresa e atto, le conclusioni per cui esclusivamente la prima esprimerebbe la propria incidenza sulla sponda del contratto, pur associate a fronte dell'evidenze normative, non potrebbero dirsi del tutto esaustive e sufficienti. In sostanza, se la prestazione del servizio e la collocazione del prodotto si posano su una salda politica imprenditoriale, anche le regole che incidono sull'atto e sul rapporto si riflettono sull'attività. In una specie di rapporto osmotico tra i due poli, le disposizioni che formano la *product governance*, hanno sede nel contratto e da questo si riassumono verso l'impresa. Le prescrizioni, con particolare attenzione a quelle che concorrono a delimitare il perimetro del prodotto, oltre che a quelle che innalzano il governo a obbligo di condotta, tracciano il solco entro il quale l'intermediario è tenuto a comportarsi e a conformare la propria operatività⁹⁷.

4. La centralità dell'investitore in rapporto alla qualità del servizio nel governo del prodotto e il suo impatto sul mercato dei capitali

Il filtro d'analisi con il quale si sono ripercorsi premesse, natura e contenuti del governo del prodotto non può trascurare le incidenti ricadute sistematiche, con riferimento alle ripercussioni che la disciplina di *design* del prodotto ha determinato nel mercato finanziario.

Va innanzitutto precisato che nella dinamica macroeconomica in cui essa si posa, il contesto di mercato in cui si snoda la accompagna tra esigenze mercantilistiche, ispirate all'ordine della concorrenza, e finalità protettive: in termini concreti, si muove tra i meandri di un modello economico ispirato all'economia di mercato, che incentiva lo

⁹⁷ Un aspetto, quello dell'incidenza delle regole relative alla realizzazione del prodotto e/o del servizio sull'intera attività, colto esattamente da U. MINNECI, *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, in *Banca, borsa tit. cred.* 2012, V, in particolare 588-590; L. MEZZASOMA, *Meritevolezza e trasparenza nei contratti finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 187-188.

sviluppo di meccanismi concorrenziali, ma che non può autoregolarsi secondo leggi sue proprie e che, contrariamente, necessita di correttivi, perlopiù normativi, necessari per prevenire gli effetti patologici di una totale *deregulation*.

È in una simile cornice che il legislatore europeo ha fissato la tutela dell'investitore quale vero e proprio epicentro della disciplina del mercato dei capitali⁹⁸, entro la quale il governo del prodotto gioca un ruolo di primo piano. In realtà sarebbe meglio dire che si colloca a conclusione di un percorso cangiante, che ha assunto sfumature differenti nel corso degli anni, in concomitanza con la sistematicità e ciclicità dei *financial meltdowns* che hanno travolto i mercati e che hanno stimolato gli operatori del diritto a cercare le soluzioni normative più efficienti.

Benché la crisi finanziaria globale, quella del debito sovrano e, più in generale, gli scandali dovuti a comportamenti opportunistici degli intermediari abbiano determinato una pronta risposta da parte del potere legislativo⁹⁹, questa non è stata l'unica e, vieppiù, si è mostrata a dir poco frastagliata¹⁰⁰.

⁹⁸ Nel diritto dell'Unione europea la tutela degli investitori, con particolare riferimento agli interventi normativi più recenti, ha assunto il ruolo di principio programmatico con riferimento alle norme che regolano emittenti, intermediari e mercati. Si pensi, a titolo esemplificativo, in materia di prospetto al considerando n. 7 Regolamento (Ue) 2017/1129; in materia di servizi di investimento al considerando n. 7 Direttiva 2014/65/Ue e all'art. 1 Regolamento (Ue) 596/2014.

Sulla centralità dell'*investor protection* nel diritto dei mercati finanziari si vedano J. BENJAMIN, *The Narrative of Financial Law*, 30 *Oxford J. Leg. St.* (2010) 799,800, in cui, più che il termine "*investor protection*", il riferimento va alle "*consumerist narrative*" e "*consumer protection*" nella pur assodata prospettiva della finalità protettiva della "*weaker part*" benché «The focus of consumer protection in the financial markets is not to protect consumers from unfair harms, but rather from unfair odds. The protection is procedural and not substantive, and routinely overestimated by retail investors»; T. MOLLERS, *Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook*, 36 *N. C. J. Int'l L & Com. Reg.* (2010) 58.

⁹⁹ Appare una notazione autoevidente, ma le crisi finanziarie che si sono susseguite nel corso dei primi decenni del secolo, hanno reso palese l'inadeguatezza dei presidi normativi che disciplinano i mercati e le ripercussioni di non poco momento che si sono rivolte al contesto sociale. Sul punto, diffusamente, F. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, 867 e ss; U. MORERA, N. RANGONE, *Sistema regolatorio e crisi economica*, in *An. giur. ec.*, 2013, II, 383

¹⁰⁰ Compreso il modello d'intervento sostenuto dalla Direttiva MiFID II, l'evoluzione dell'*investor protection* è parsa il risultato di interventi normativi, misure di *soft law* e azioni di *enforcement* amministrativo e giudiziale. Con riferimento all'andamento della normativa interna si veda A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento, dalla trasparenza alla fiducia, in Banca, borsa tit. cred.*, 2015, I, 31 e ss. Una prospettiva più generale è fornita da N. MICHIELI, *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, in *Mercato concorrenza regole*, 2018, III, 555 e ss.; con riferimento allo sviluppo del diritto dell'Unione europea si veda in particolare C. TOKATLIDES, *Retail Depositor and Retail Investor Protection under EU Law in the Event of Financial Institution Failure*, London-New York, 2017, *passim*, con un particolare accento sulla disciplina dell'*investor protection* dalla *Investment Service Directive* fino a MiFID II che si concentra a p. 59-79; K. SERGAKIS, *The Law of Capital Markets in the Eu*, London, 2018, 13-14, 21-34. Sul ruolo della giurisprudenza civile J. BONAVITA, *The Regulation of "Speculative Interest-Rate Bets" by the German Federal Court of Justice – New Dimensions of Market Intervention Hidden Behind the Old Information Model*, 13 *Eu. Bus. Org. Law Rev.* (2012), 271 e ss.; F. DELLA NEGRA, *The*

A questo punto si tratta di ricordare come sia stato segnato il solco tra differenti metodologie di protezione dell'investitore che hanno conosciuto una svolta sensibile soprattutto a partire dall'emanazione della prima Direttiva MiFID¹⁰¹. Un approccio risalente che faceva perno sul concetto di trasparenza, declinato nella sua accezione più vicina a una *full disclosure*: i risultati di una tale impostazione, comprovando i limiti cognitivi degli individui¹⁰², del tutto distanti dall'agire proprio dell'*homo aeconomicus*, hanno dimostrato la palese inefficienza di un simile strumentario¹⁰³, non solo in termini di asimmetrie informative, ma anche di un disomogenea distribuzione del potere contrattuale¹⁰⁴, prologo scontato delle pratiche scorrette poste in essere dagli intermediari.

È in seguito però che la *policy* normativa adottata da Bruxelles, con la Direttiva 39/2004/Ce, ha rinsaldato strategie prudenziali con il complesso costituito dalle regole di comportamento, snellendo la struttura della produzione informativa messa a disposizione della clientela¹⁰⁵. Gli è dunque forte la nuova impronta che nel settore

private enforcement of the MiFID conduct of business rules. An Overview of the Italian and Spanish Experiences, 10 *Eu. Contr. Law Rev.* (2014), 571 e ss.

¹⁰¹ Per un'analisi attenta sul cambio di paradigma di *policy* normativa adottata nella prestazione dei servizi di investimento dalla Direttiva ISD alla MiFID I, si veda L. PURPURA, *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, II, 222 e ss.

¹⁰² Relativamente alle difficoltà di comprensione di strumenti finanziari complessi, anche a fronte di un potenzialmente adeguato sistema di informazione e trasparenza, con riferimento alla dottrina americana S. SCHWARCZ, *Regulating Complexity in Financial Markets*, 87 *Wash. U. Law Rev.* (2009), 212; H. T. C. HU, *Too Complex to Depict? Innovation, "Pure Information" and the SEC Disclosure Paradigm*, 90 *Tex. Law Rev.* (2012), 1606. Nel contesto degli autori continentali, *ex multis* E. AVGOULEAS, *What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from Behavioural Decision Theory and the Global Financial Crisis*, in I. MACNEIL, J. O'BRIEN (ed.), *The Future of Financial Regulation*, Oxford, 2010, 211. Tra i commentatori italiani, si vedano P. FERRO-LUZZI, *Introduzione*, in *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?*, Torino, 2011, 8 e ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, II, 1006-1011.

¹⁰³ Per ripercorrere le criticità legate all'approccio *disclosure oriented*, si veda *supra*, cap. 1, par. 2, 15, spec. nota 2.

¹⁰⁴ Il paradigma della trasparenza da sola non è sufficiente a garantire un rapporto contrattuale quanto più equilibrato. In questo senso si era già espresso G. MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, I, 101.

¹⁰⁵ Si tratta di un cambio di paradigma adeguatamente sottolineato da N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2008, 602; ID., *How Protect the Investors: Lessons from EC and the UK*, Oxford, 2010, in particolare 213 e ss. laddove l'A. specifica che «MiFID is also strongly associated with the eclipsing of disclosure and with a sharper focus on the supply-side reforms associated with the support of the trusting investor. Reflecting a more interventionist approach to the retail market, MiFID embraces a "conduct-shaping" style of regulation which emphasizes the firm/investor fiduciary relationship and which limits the extent to which disclosure and investor consent, strongly associated with empowerment strategies, can serve to ensure compliance with regulatory requirements. Nonetheless [...] disclosure persists as regulatory technique for managing the investor/firm relationship and is "designed to give regulators and investors the necessary tools to...discern and punish inefficiency and unprincipled conduct by firms. The Commission, however, sought to limit disclosure and to "reinforce the fiduciary duties of firms" through the conduct-of-business regime. Disclosure is limited to those elements essential for retail investors to understand the

dell'intermediazione finanziaria è stata introdotta dal primo filone MiFID, in cui l'obiettivo dell'*investor protection* pare perseguito non tanto – e non solo – permettendo all'investitore una piena comprensione dello strumento, ma in rimarcando gli obblighi dell'intermediario¹⁰⁶. La maggiore attenzione riposta in capo agli operatori professionali si è tradotta in un reticolato dispositivo il cui obiettivo è pur sempre rimasto il *client's best interest*, che si è però inteso raggiungere attraverso una strategia prudenziale¹⁰⁷, sviluppata preventivamente rispetto alle singole operazioni concretamente realizzate.

Il cambio di passo si è registrato con la seconda ondata riformatrice in materia di intermediazione finanziaria che, come si è ripercorso nel presente lavoro, ha aggiunto alle norme in tema di trasparenza un robusto articolato che si compone di nuove regole di comportamento che, con il governo del prodotto, richiedono precisi doveri di conoscenza dello strumento e del cliente¹⁰⁸. Ma la verifica della coerenza dell'investimento con il profilo dell'investitore passa attraverso la presenza di obblighi organizzativi posti a presidio dei conflitti di interesse e pensati per limitare condotte opportunistiche a scapito del cliente. Per giunta, il governo del prodotto ha financo rinvigorito questo complesso, rispondendo all'urgenza di un modello ancor più saldo e che risponda alla formula per cui si passa dal «non vendo un prodotto inadeguato, al [...] non realizzo un prodotto che in fase di vendita potrebbe essere inadeguato»¹⁰⁹.

Il passaggio che ha comportato una più netta concentrazione sul versante interno dell'organizzazione aziendale che, inevitabilmente, si ripercuote anche su i doveri comportamentali che si esprimono in sede contrattuale, ha innescato un'intensa svolta nell'attività del produttore e del distributore. Nella galassia delle tecniche regolatorie, che

nature of the investor/firm relationship, and the Commission was concerned to “avoid overloading client with information of no immediate use”».

¹⁰⁶ A. PERRONE, *op. cit.*, 4.

¹⁰⁷ A. PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, II-III, 529-534, in cui l'A., proprio a seguito della parziale inefficienza dei metodi di protezione fondati esclusivamente sulla trasparenza, da un lato sospinge la necessità di un cambio di passo fondato su dei meccanismi di carattere prudenziale, dall'altro, pone l'accento sull'implementazione delle regole di comportamento e sulla loro sindacabilità per mezzo anche di azioni di *private enforcement*.

¹⁰⁸ Per un approfondimento sulle regole di condotta previste dalla MiFID II, attraverso un'analisi comparativa con quelle previste da altre direttive del mercato finanziario, si veda V. COLAERT, *MiFID II in Relation to Other Investor Protection Regulation Picking Up the Crumbs of a Piecemeal Approach*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (ed.), *Regulation of the EU Financial Regulation Markets MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, 587 e ss.

¹⁰⁹ V. TROIANO, *op. cit.*, 215.

si traducono in susseguenti obblighi per il professionista, il frammento delle regole di condotta insieme ai presidi adeguati si orienta ad assicurare la qualità del servizio¹¹⁰.

La tutela dell'investitore con il governo del prodotto, che conclude la parabola paternalista iniziata con il progetto MiFID, sale di livello proprio in corrispondenza di una più accurata prestazione del servizio. Esso si aggiunge alla dinamica che comprende atto e attività e assume un valore specifico all'interno dell'operazione finanziaria, coinvolgendo la fase della produzione e della distribuzione. Nella prima, la strategia distributiva preordinata dall'emittente comprende la scelta del servizio compatibile con il mercato di riferimento¹¹¹; nella seconda, esso abbraccia l'identificazione del mercato effettivo¹¹² e, più generalmente, il processo decisionale riguardante il servizio associato all'individuazione del mercato *target* «[...] dovrebbe influenzare direttamente le modalità di svolgimento dell'attività quotidiana dell'impresa [...]»¹¹³, a conferma di come la piena comprensione del governo del prodotto passi anche attraverso il filtro del servizio di investimento fornito per mezzo dell'omonimo contratto¹¹⁴ da parte del *distributor*.

¹¹⁰ L'impostazione finalistica degli obblighi organizzativi e comportamentali, volta a garantire la qualità del servizio è efficacemente espressa da A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 4; ID., *Oltre la trasparenza. Product governance e product intervention e le "nuove" regole di comportamento*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 78-80. Relativamente alla letteratura straniera si veda V. COLAERT, *Building Blocks of Investor Protection: All-embracing Regulation Tightens Its Grips*, 6 *J. Eu. Cons. Mark. Law* (2017), 234.

¹¹¹ *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 05/02/2018, Esma 35-43-620, punto 26 «In defining the distribution strategy, a manufacturer should determine the extent of clients information necessary to the distribution to properly assess the target market for its product. Hence, the manufacturer should propose the type of investment service through which the targeted clients should or could acquire the financial instrument. If the product is deemed appropriate for a sale without advice, the firm could also specify the preferred acquisition channel».

¹¹² *Ibidem*, punto 27, in cui si precisa che «The distributor's target market identification [...] should be conducted as a part of the general decision making process about the range services and products the distributor is going to distribute. Hence, the actual target market identification should occur at an early stage, when the firm's business policies and distribution strategies are defined by the management body and, on *ex ante* basis [...]».

¹¹³ *Ibid.*, punto 29.

¹¹⁴ Sull'inquadramento teorico, sulla tipizzazione del contratto con cui l'intermediario, attraverso la prestazione di servizi di investimento, consente all'investitore di accedere a strumenti finanziari, non pochi sono stati i dubbi interpretativi. Alcuni autori preferiscono, con riferimento ai contratti disciplinati dall'art. 23 T.u.f., parlare di "operazione economica" o di "categoria" contrattuale, indifferente al tipo e sensibile semmai all'operazione economica nel suo concreto atteggiarsi, pur sempre nella prospettiva della tutela dell'affidamento del cliente, così ad es. G. LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali*, Torino, 2009, 286; E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti d'investimento dopo la MiFID*, in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Tratt. contr.*, II, Torino, 2011, 40-47. Su i contratti con cui un terzo intermediario garantisce al cliente la possibilità di investire in strumenti finanziari, intesi come "contratti di investimento", si veda V. ROPPO, *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1986, I, 261. Contrari a questa definizione si sono mostrati G. ALPA, *Una nozione pericolosa: il c.d. "contratto d'investimento"*, in G. ALPA (a cura di), *I valori mobiliari*, Padova, 1991, 393; G. DE NOVA, *Il contratto di investimento in valori mobiliari*

Questi singoli tasselli che consentono al cliente di acquistare un prodotto adeguato sono il risultato di un processo che parte dalla progettazione, passando per l'“assemblaggio” fino a giungere alla distribuzione vera e propria, seguita da un riesame costante e che quindi coinvolge non solo chi lo colloca, ma anche chi lo crea, entrambi alla luce delle *service quality rules*¹¹⁵. Le singole fasi che danno sostanza al governo del prodotto ricalcano un'impostazione trasversale che estende queste “regole di qualità” all'intera catena produttivo-distributiva¹¹⁶, di fatto condizionando come l'attività così anche gli atti di *manufactuer* e *distributor*, emissione e distribuzione, prodotto finanziario e contratto d'intermediazione finanziaria, applicando la disciplina del rapporto d'investimento bilaterale tra cliente e investitore all'intero ciclo di vita del prodotto¹¹⁷.

La *governance* del prodotto conferma nuovamente il proprio ruolo peculiare nell'esperienza del diritto finanziario, per via della cifra che risiede nell'essere punto di caduta delle tre dimensioni dell'operatività finanziaria: impresa, contratto e servizio. Un tratto distintivo della regola, che non si riduce esclusivamente alla singola e atomisticamente intesa operazione finanziaria, ma che si riverbera a livello sistemico, producendo i propri effetti anche sul versante del mercato. Il cambio di paradigma che il legislatore europeo ha introdotto con la *governance* ha assunto un preciso significato a livello regolatorio. Prova ne sia che l'impostazione ispirata a una sovrabbondanza informativa in sede precontrattuale è stata sostituita da procedure volte a rendere trasparente e intellegibile il *design* del prodotto, condotto dal produttore, protagonista di una prima e anticipata valutazione di adeguatezza al momento sindacabile solo attraverso l'*enforcement* pubblico.

dopo la legge sim e i regolamenti Consob di esecuzione, in M. BESSONE, F. D. BUSNELLI (a cura di), *La vendita “porta a porta” di valori mobiliari*, Milano 1992, 59-60, laddove l'A. parla di “contratto stipulato dal promotore” e dove pare preferir parlare di una disciplina generale delle Sim e dei promotori che vale per tutti i contratti conclusi nell'esercizio dell'attività, più che di un vero e proprio tipo legale.

¹¹⁵ Il termine si deve a V. COLAERT, *European Financial Regulation: Levelling the Cross Sectorial Playing Field*, V. COLAERT, D. BUSCH, T. INCALZA (ed.), Oxford, New York, 2019, 458, che specifica come le “*conduct of business rules*” possano altrimenti essere definite “*service quality rules*”.

¹¹⁶ A. MARCACCI, *European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance*, in 18 *Eu. Bus. Org. Law Rev.* (2017), 328; nuovamente A. PERRONE, *op. cit.*, 81, che, nella prospettiva della meta-regolazione, ricorda che le regole di *product governance* «[...] impongono agli intermediari di adottare assetti organizzativi capaci di assicurare che la produzione e la distribuzione di strumenti finanziari siano immuni da conflitti di interessi e rispondano alle esigenze di un determinato *target* di mercato».

¹¹⁷ La portata eterointegrativa del servizio d'intermediazione finanziaria sul contratto con cui viene prestato è stata puntualmente sottolineata da A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 367 e in termini analogici, sulla scorta della trasversalità della disciplina delle regole relative alla qualità del servizio, queste possono incidere come sul contratto d'intermediazione finanziaria, così come sul prodotto finanziario “assemblato” dal *manufacturer*.

In qualità di regola contrattuale, la *product governance* determina una sintesi in chiave regolatoria dei principi ispiratori del mercato dei capitali, ritrovando proprio nel contratto quella piattaforma in cui gli stessi si compongono. Così, al netto di chi ha attribuito al contratto una posizione residuale nel ciclo di vita del prodotto¹¹⁸, al contrario, la connotazione “d’impresa” diviene il “luogo” non solo della sua funzionale estrinsecazione, ma anche dell’affermazione di valori sistematici del mercato¹¹⁹. L’*investor protection*, promossa anche grazie al prisma del servizio, assume rinnovato vigore attraverso il meccanismo di valutazione anticipata delle caratteristiche dello strumento e del cliente, mezzo protettivo e di portata solidaristica, volto a riequilibrare un rapporto *ab initio* asimmetrico¹²⁰. Allo stesso modo, la protezione del cliente non appare quale fine unico proveniente dall’assetto normativo che dà corpo alla regola e più in generale all’ordinamento mobiliare: l’agire nel miglior interesse dell’investitore non può infatti andare disgiunto dalla stabilità del sistema finanziario, ulteriore principio fondante nell’assetto del mercato dei capitali¹²¹.

¹¹⁸ Il riferimento va a E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 112, che rispetto all’istituto della *product governance* sostiene l’ «[...] insufficienza della prospettiva contrattuale a pienamente realizzare il modello economico presupposto» e sottolinea come «All’interno di un tale modello il contratto perde tutta quella centralità che gli è stata modernamente attribuita nell’impostazione liberale e neo-liberale, per diventare la punta periferica di una determinazione la quale trova riconosciuto invece il suo cuore nella definizione delle regole organizzative dell’attività [...]».

¹¹⁹ Si è già in precedenza ricordato come con “contratto d’impresa” ci si riferisca al contratto funzionale all’esercizio dell’oggetto sociale della stessa. A rinforzarne il concetto, nel rispetto delle dinamiche e dei valori sistemici espressi dal mercato, si veda G. OPPO, *I contratti d’impresa tra codice civile e legislazione speciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, VI, 847, dove viene sottolineato come nel contratto si incontrino attività d’impresa e interessi collettivi insiti nella realtà settoriale del mercato; ID., *Impresa, contratto e mercato*, in *Vario diritto. Scritti giuridici*, Padova, 2005, VII, 193; V. BUONOCORE, *Contratto e mercato*, in *Giur. comm.*, 2007, IV, in particolare 394-395; A. PANCALLO, *Funzione del contratto e regolazione del mercato*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, 413.

¹²⁰ La funzionalizzazione del diritto dei contratti verso una protezione del soggetto in posizione contrattualmente svantaggiata è un aspetto che ha cittadinanza risalente in dottrina. A proposito si veda M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano, 1974; 26, 84-86; G. ALPA, *La protezione della parte debole di origine internazionale (con particolare riguardo al diritto uniforme)*, in M. BONELLI, F. BONELLI (a cura di), *Contratti commerciali internazionali e principi Unidroit*, Milano, 1997, 225 e ss.; S. MAZZAMUTO, *Libertà contrattuale e utilità sociale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, II, 370. Più in generale, analizza il rapporto tra autonomia contrattuale e istanze solidaristiche ispiratrici del mercato che questa promuove G. OPPO, *Impresa e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, IV, 426.

¹²¹ Sulla centralità dell’integrità del sistema finanziario e sull’inscindibilità dello stesso dalla tutela dell’investitore si veda H. GARTEN, *The Consumerization of Financial Regulation*, 77 *Wash. U. L. Quart.* (1999) 304-307; N. MOLONEY, *Building a Retail Investment Culture Through Law: The 2004 Market in Financial Instruments Directive*, 6 *Eur. Bus. Org. Law Rev.* (2005), 341; ID., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2016, 770 e ss.; S. OMAROVA, *The New Crisis for the New Century: Some Observations on the “Big Picture”. Lessons of the Global Financial Crisis of 2008*, 13 *North Car. Bank. Inst.* (2009) 161-163; M. ANDENAS, I. H-Y CHIU, *The Foundation and Future of Financial Regulation. Governance for Responsibility*, London, New York, 2014, 135. Tra i commentatori italiani, stimolanti le considerazioni di G. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela*

La forza centripeta mantenuta dalla tutela dell'investitore rimane saldamente presente anche nel rinnovato approccio adottato dalla MiFID II grazie al governo del prodotto, benché legato a filo doppio con l'integrità del mercato. Due termini che rimangono avvinti, quasi a formare un'endiadi, a ricordare che il *favor* approntato alla clientela, alla salvaguardia della sua fiducia, è un elemento centrale, ma allo stesso tempo non contrastante con l'efficienza e la competitività del mercato¹²². Le linee direttrici della *policy* messa in campo dal legislatore dell'Unione, e in seguito tradotte nell'ordinamento interno, prendono forma e sostanza anche grazie alla regola analizzata che, dalla dimensione contrattuale ambisce a plasmare il settore di appartenenza¹²³ mostrando così agli interpreti una portata di ampio respiro. Si è di fronte a un «arretramento topografico dell'intervento normativo»¹²⁴ e che richiederà un ragionamento più ampio sulle soluzioni rimediali applicabili, non più e non solo riconducibili a quelle di natura pubblicistica.

del risparmiatore, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, I, 372; M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, in *L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009, 138 e ss; G. LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011, 210 e ss.; R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, II, 1119.

¹²² La convivenza tra finalità di protezione degli investitori, stabilità, efficienza e competitività del mercato, è un dato appurato, superata oramai la concezione per cui potesse sussistere un antagonismo fra questi interessi. In questo senso si vedano le posizioni sostenute da M. BARCELLONA, *I nuovi controlli sul contenuto del contratto e le forme della sua eterointegrazione: stato e mercato nell'orizzonte europeo*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, III, 35, 39; D. SICLARI, *Gli intermediari bancari e finanziari tra regole di mercato e interesse pubblico*, Napoli, 2011, 63 e ss; R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 33 e ss.

¹²³ Su come le regole contrattuali pensate e predisposte dal legislatore europeo risultino strumentali alla realizzazione di un determinato assetto del mercato si veda A. NERVI, *Il contratto come strumento di conformazione dell'assetto di mercato*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, I, 102. Uno spunto simile è stato recepito in precedenza anche dalla letteratura straniera, in particolare da O. CHEREDNYCHENKO, *Public Supervision over Private Relationship: Towards European Supervision Private Law?*, 22 *Eu. Rev. Priv. Law* (2014) 38. Il rapporto di influenza vicendevole tra contratto e mercato, il primo funzionale alla conformazione del secondo e viceversa, viene ripreso nelle pagine di P. PERLINGIERI, *La contrattazione tra imprese*, in *Riv. dir. imp.*, 2006, III, 326; ID., *Diritto dei contratti e dei mercati*, in *Liber amicorum per Angelo Luminoso. Contratto e mercato*, I, Milano, 2013, 287.

¹²⁴ Così E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, IV, 2019, 595.

5. Le funzioni di *manufacturer* e *distributor*: le premesse per un discorso sulle soluzioni rimediali

L'inserimento del governo del prodotto in uno scenario che si è rivelato composito, non ha fatto venir meno i riferimenti che ne segnano l'autenticità, gli elementi che lo sistemano all'interno del panorama del diritto mobiliare. Il dettaglio normativo con cui in sede europea prende forma, perfezionata nell'ordinamento interno, plasma una regola articolata in precise prescrizioni che si manifestano lungo l'intero processo che si conclude con la collocazione del prodotto. Un collettore di due poli, quello dell'attività e dell'atto, che tramite la copertura teoretica del contratto d'impresa permette un riepilogo che unisce l'organizzazione aziendale con l'emissione e distribuzione di strumenti finanziari. Un risultato possibile però solo grazie alla portata precettiva¹²⁵ delle prescrizioni in cui la *governance* affonda le proprie radici, che prevedono precisi obblighi ripartiti tra *manufacturer* e *distributor* e la loro conseguente responsabilizzazione sulla scorta di un dispositivo che, in virtù della sua portata non solo atomistica ma di sistema, rientra nel novero delle norme imperative¹²⁶.

La transizione che si completa con il governo del prodotto coinvolge la regola di condotta resa operativa nel sistema organizzativo che consente il funzionamento dell'impresa, lo stesso che viene posto in risalto proprio dalla *product governance*, anche e soprattutto nella sua accezione amministrativo-decisionale. Gli organi apicali

¹²⁵ Sulla natura delle disposizioni che si identificano come "precettive", intendendovi quelle che consistono in un precetto in senso stretto, cioè che suscitano impulsi volitivi ad agire nel fruitore delle norme, si veda E. PATTARO, *Diritto oggettivo, norme e precetti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1979, I, 628-629. In merito al governo del prodotto, un discorso sulla portata immediatamente precettiva della normativa che ne disciplina forma e contenuto può essere ricondotto al dibattito che ha interessato, più generalmente, la precettività delle regole di condotta e su cui si sono spesi diversi commentatori, *ex multis*, C. RABITTI BEDOGNI, *Art. 21. Criteri generali*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 174; M. SEPE, *I servizi di investimento*, in L. LACAITA, V. NAPOLEONI (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano, 1998, 28; F. AUTELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I Contratti*, 2008, XII, 1157 e ss.; M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e la responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009, 48, che fa rientrare le regole di condotta, con particolare riferimento a quelle di trasparenza, alla categoria di norme imperative che "rispondono a una strategia positiva", volta cioè ad ovviare le asimmetrie informative che connotano i settori segnati dalla contrattazione di massa.

¹²⁶ Sulla natura imperativa della regola di *product governance* non si può che citare il lavoro monografico di G. BERTI DE MARINIS, *Contratti dei mercati regolamentati: norme imperative e conformazione*, Napoli, 2019, 40-84, in particolare 54-55, in cui si sottolinea la portata che la regola assume anche rispetto ai rapporti con il mercato mobiliare allorquando «[...] può essere considerata, in maniera estremamente agevole, quale elemento che ha portato a stimolare una più concreta attenzione dei regolatori verso i profili di *governance* aziendale e di contestuale responsabilizzazione dei soggetti vigilati».

dell'impresa vengono considerati centrali nella visione operativa di una regola che, pur prevedendo una segmentazione in singole fasi, non si riduce ad una procedura – o a una serie di procedure – meramente formale. Vale a dire, non è stata recepita all'interno del sistema amministrativo dell'imprenditore per segnare in termini esclusivamente solidaristici la collocazione di strumenti sul mercato; non si tratta insomma di una disposizione che formalisticamente connota un'attività di per sé ispirata da una logica di profitto. È qualcosa di più, che penetra nel contratto, trasfondendovi le prerogative organizzative di un'impresa, costituita in veste di società per azioni, condensando le necessità mercantilistiche dell'intermediario e i fini programmatici dell'*investor protection* e della stabilità di sistema. I predetti passaggi in cui si articola la *governance* ne sono una conferma e peraltro tengono alta la soglia di cura dell'imprenditore e non solamente rispetto alla robustezza del piano decisionale e organizzativo. I soggetti vigilati, in virtù di una simile parcellizzazione del processo di *governance*, potranno più facilmente valutare l'adeguatezza e la coerenza delle misure atte alla tutela dell'investitore, pur sempre migliorabili per mezzo di un costante e necessario processo di revisione¹²⁷.

Assunti la dimensione e il perimetro funzionale della regola, il punto di ricaduta si assesta sulla piattaforma rimediale, su quella che sottintende l'incessante ricerca dello strumento di *private enforcement* più adeguato, con ciò intendendosi di per certo la soluzione azionabile dal cliente che ha subito una diminuzione patrimoniale dovuta non tanto all'inaffidabile andamento dell'investimento, bensì ad un livello di diligenza professionale non rispondente agli *standards* richiesti agli operatori del settore finanziario. Vi è che un riferimento al rimedio civilistico preferibile, in risposta ad una *product governance* lacunosa se non addirittura del tutto inapplicata, presiede ad una scelta politica¹²⁸: da un lato rafforzativa della posizione contrattualmente debole e della

¹²⁷ Sulla funzione della *product governance*, intesa anche come strumento di autovalutazione dell'idoneità delle politiche interne a difesa del cliente finale, si vedano le considerazioni di A. SCIARRONE ALIBRANDI, U. MALVAGNA, *Misseling in Self-placement and Bank Resolution under BRRD2*, 5 *Eu. Comm. Fin. Law Rev.* (2020) 556.

¹²⁸ La scelta del rimedio, che si tratti di quello risarcitorio, demolitorio, restitutorio e quindi reintegrativo del patrimonio del soggetto, non si riduce semplicemente all'individuazione del comportamento e alla successiva sanzione. La soluzione rimediale sottende il più delle volte delle scelte di politica del diritto, volte a stigmatizzare, ma anche a compensare l'effetto della condotta, financo a prevenirla, vieppiù, ad esprimere una volontà precisa da parte del legislatore, vera e propria scelta di *public policy*. Così, con riferimento ai rimedi legati alla responsabilità civile in senso lato, contano di essere ricordati G. CALABRESI, *La responsabilità civile come diritto della società mista*, in *Politica del diritto*, 1978, I, 665, in cui l'A. sottolinea che la tendenza alla base degli ordinamenti futuri sarà quella che vede nella responsabilità civile

solidità sistemica – in questo senso, si tratta di finalità più volte sospinte e che già potrebbero dirsi quanto meno perseguite dal lato del *public enforcement* –, ma dall'altro ricognitiva del ruolo degli intermediari, funzionale agli obiettivi suddetti e perciò comportante un diverso e più alto grado di responsabilizzazione, specie con riguardo al *manufacturer*.

Il ricorrente riferimento alle “misure ragionevoli”¹²⁹ che l'intermediario deve attuare, legate alla predisposizione di idonee strutture e risorse che garantiscano adeguata collocazione degli strumenti entro un *cluster* di mercato e clientela predefiniti, spostano il focus sugli obblighi del distributore e dell'emittente. Ma se il primo esprime un approccio valutativo concreto, dovuto alla prossimità con la clientela, alimentato dalla costante collaborazione – di livello informativo in particolare – con il produttore, su quest'ultimo ricadono doveri altrettanto precisi.

Da un lato di stampo gestionale, legati all'organizzazione aziendale, prodromici alla composizione dello strumento, che richiedono l'adeguatezza degli assetti volti a garantire la congruità tra prodotto e cliente; dall'altro, la strategia distributiva nasce infatti proprio in seno al *manufacturer*, parte dagli organi amministrativi e necessita di un costante controllo dello strumento distribuito che si manifesta attraverso un riesame

una misura per «[...] promuovere scopi chiaramente collettivistici e per mitigare l'incapacità manifesta dei singoli a decidere ciò che è meglio per loro stessi [...]»; G. ALPA, *Ingegneria sociale e amministrazione del danno*, in G. ALPA, G. BESSONE (a cura di), *La responsabilità civile*, Milano, 1980, 6, in cui, tra le diverse finalità attribuite alla responsabilità civile rammenta non solo quella di «esercitare un controllo sociale sulle attività umane», ma anche di «preparare l'intervento del legislatore in settori nei quali mancano regole specifiche»; ID., *Diritto della responsabilità civile*, Bari, 2003, 289 e ss.; C. SALVI, *La responsabilità civile*, Milano, 2003, III, 318. Su una simile portata dei rimedi risarcitori all'interno del mercato dei capitali si veda F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 146. Con riferimento ai rimedi demolitori, diversi sono i contributi della dottrina soprattutto in tema di nullità relativa e della sua capacità di influire in via mediata su interessi pubblici di natura generale, a tal proposito si vedano V. SCALISI, *Nullità e inefficacia nel sistema europeo dei contratti*, in *Eur. dir. priv.*, 2001, I, 467; A. LA SPINA, *La nullità relativa degli accordi in materia di ritardi di pagamento*, in *Rass. dir. civ.*, 2003, I, 117; A. ALBANESE, *Contratto, mercato e responsabilità*, Milano, 2008, 74.

¹²⁹ L'art. 24 par. 1 della Direttiva MiFID II precisa infatti che «L'impresa d'investimento adotta inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato *target*». In materia di requisiti organizzativi poi, l'art. 16 impone alle imprese di adottare tutte le «[...] misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti d'interesse quali definiti dall'articolo 23 incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti», le stesse che garantiscano la «continuità e la regolarità nella prestazione di servizi e nell'esercizio di attività d'investimento» e grazie alle quali le imprese «[...] utilizzano sistemi, risorse e procedure appropriati e proporzionati». La stessa normativa secondaria di origine europea, con riferimento all'idonea collocazione dei prodotti al tipo di clientela selezionata, fa riferimento alle “misure ragionevoli” adottate dai produttori per garantire che i prodotti siano distribuiti al mercato di riferimento individuato. Così nella *guideline V.3 delle Guidelines on MiFID II product governance requirements*, al punto 25 si rammentano i «reasonable steps to ensure that products are distributed to the identified target market» sostenuti dal produttore, così come al punto 39 dei medesimi orientamenti, in cui vengono ribaditi con riferimento al distributore.

periodico¹³⁰ volto a monitorarne la coerenza con il profilo di clientela selezionato, tenendo conto di qualsiasi evento in grado di influire materialmente sui rischi potenziali del mercato di riferimento¹³¹. Spettano dunque al produttore la cura del *design* del prodotto, oltre a un costante controllo dello stesso che si snoda attraverso la sua revisione oltre che la scelta dei canali distributivi. Il blocco costituito dagli assetti adeguati e dai controlli interni, che danno l'avvio al processo produttivo e allo statuto d'impresa di seguito assorbito nel momento contrattuale, si esprimono in un aspetto di non poco momento che si estrinseca nella gestione del rischio. Si badi, non tanto di quelle categorie connaturate all'esercizio dell'attività finanziaria¹³², quanto semmai di una nuova epifania che si comprende propriamente in virtù dell'applicazione della regola oggetto di studio, che si manifesta nella possibilità che il prodotto venga collocato al di fuori del *target* di clientela. La circostanza che si presenti inadeguato rispetto al profilo di investitore predeterminato potrebbe perciò comportare nei suoi confronti una diminuzione patrimoniale, dovuta proprio all'intrinseca non conformità dello strumento.

La descrizione della regola e le premesse metodologiche della ricerca aprono perciò un varco sul problema del rimedio civilistico, determinando un intreccio di diverse prospettive che si presentano di fronte all'interprete. Perché il governo, con la sua portata precettiva, si afferma quale presidio nella gestione del rischio, elemento essenziale del contratto-prodotto. Sembrerebbe presentarsi all'orizzonte la possibilità di un rimedio reale e così la nullità risponderebbe all'esigenza di ripristinare lo *status quo ante* a fronte di una deficienza di un simile profilo contrattuale. Contestualmente, la soluzione demolitoria attuabile a fronte della violazione di una regola di condotta, così come si presenta la *product governance*, soffrirebbe di alcuni aspetti problematici che farebbero ricadere integralmente sulle spalle dell'intermediario gli effetti di un suo comportamento contrario alle disposizioni dell'art. 21 co. 2-*bis* T.u.f.¹³³

¹³⁰ Descritto al punto 56 della rubrica “*Regular review by the manufacturer and distributor to respectively assess whether products and services are reaching target market*” delle *Guidelines*, dove il manufacturer è tenuto a una revisione del prodotto assemblato e distribuito «on a regular basis».

¹³¹ Art. 67 co. 1, Regolamento Intermediari.

¹³² Non ci si riferisce cioè al più generale rischio di controparte, né al rischio di liquidità, di mercato né al rischio paese. Per una panoramica sulle tipologie di rischio sostenute dall'impresa finanziaria si veda F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 4-21.

¹³³ Con riferimento alle regole di condotta, alla loro sanzionabilità e alla successiva esclusione del rimedio della nullità a fronte di un'eventuale violazione si veda A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, V, 1015, 1018; in cui la preferenza accordata alla nullità non terrebbe in considerazione il rapporto di causalità tra pregiudizio e condotta dell'intermediario, traslandovici le eventuali perdite derivanti dall'andamento del mercato. Vieppiù, una simile scelta

Ma la *product governance* porta il discorso sui rimedi privatistici a un livello che è ulteriore e che, per via della sua precipua conformazione, non può che dare risalto al corretto funzionamento dell'organizzazione interna. È dunque parso spontaneo chiedersi quali possano essere le conseguenze derivanti da eventuali vizi funzionali e di come l'inottemperanza di un simile precetto possa ripercuotersi sul piano delle relazioni con gli investitori finali, lungo il versante della responsabilità dell'intermediario. Nel caso in cui questi nuovi doveri rimanessero inadempiti, comportando una lesione nella sfera giuridica del cliente consistente in un danno patrimoniale, non potrebbe escludersi l'avanzamento di una pretesa risarcitoria che, seppur timidamente, in dottrina è stata contemplata¹³⁴ e che nella scelta di una sanzione civilistica calibrata sul criterio dell'efficienza non può essere esclusa.

comporterebbe la diminuzione della portata incentivante del concorso del fatto colposo del danneggiato. L'A. non dimentica poi di ricordare i costi, a fronte dei benefici operativi del rimedio demolitorio: aumento delle commissioni bancarie, eccesso di deterrenza che comporterebbe una diminuzione dell'attività, a scapito degli intermediari più piccoli. Le evidenze critiche delle azioni restitutorie derivanti dalle pronunce di nullità vengono stigmatizzate anche da A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, I, 107, laddove ricorda che una simile soluzione dispensa l'investitore dalla prova del danno subito e del nesso di causalità tra danno e condotta omissiva dell'intermediario, escludendo l'eventuale rilevanza del fatto colposo dell'investitore.

Più in generale, attraverso impalcature metodologiche differenti, sulla contrarietà al rimedio della nullità M. AMBROSOLI, *Doveri di informazione dell'intermediario e sanzioni*, in *I Contratti*, 2005, II, 1108-1109, in cui si ricorda che la nullità non garantisce un regime di protezione soddisfacente dell'investitore e che la rilevanza d'ufficio o da parte dello stesso intermediario sono solo alcune delle spie di una simile inadeguatezza. Al contrario pare all'A. che la tutela risarcitoria sia «[...] di quasi intuitiva applicabilità laddove la condotta di un soggetto si caratterizzi come illegittima e specificamente lesiva di un interesse particolare della controparte [...]»; V. MARICONDA, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti: la criticabile ordinanza di rimessione della questione alle sezioni unite*, in *Corr. giur.*, 2007, I, 635 e ss., che, a commento dell'ord. 3683 della sez. I Cass., critica l'estensione del co. 1 dell'art. 1418 c.c. al co. 2, nell'intenzione di considerare le regole di comportamento quale elemento essenziale del contratto; L. NIVARRA, *Teoria e storia. Clausole generali e principi generali del diritto nel pensiero di Luigi Mengoni*, in *Eur. dir. priv.*, 2007, II, 414, in particolare nota 7, in cui viene criticato l'utilizzo della regola di buona fede, intesa quale clausola generale di cui gli obblighi dell'art. 21 T.u.f. costituiscono una specificazione, da parte di certa dottrina, trasformata da "norma di relazione" a "norma d'azione". Al contrario, esalta l'arresto della Cassazione (sent. 19024, 29 settembre 2005) che non considera gli obblighi di comportamento elementi "intrinseci" della fattispecie negoziale.

¹³⁴ Si vedano E. GINEVRA, *op. cit.*, 599-601, che fa riferimento ad una "responsabilità fiduciaria sociale" dell'intermediario emittente, sottolineandone appunto il ruolo fiduciario a salvaguardia di un interesse che trova sede nell'art. 47 co. 2 della Costituzione e che dunque integra il requisito dell'ingiustizia del danno; A. PERRONE, *Considerazioni in materia di product governance*, in *www.dirittobancario.it.*, Editoriale, settembre 2019, 2, che addirittura avanza una lettura che trova conforto nella responsabilità aquiliana da attività d'impresa il cui riferimento si riscontra nell'art. 2049 c.c. e che potrebbe essere «un'ipotesi da verificare», salvo poi ripiegare, nel caso di intermediario distributore, sulla più collaudata impostazione rimediabile prevista per la violazione delle regole di comportamento; M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e regole di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I (suppl.), 164-160, che, seppur fornendo degli "azzardi interpretativi", propone alcune soluzioni, precisando il concorso tra la responsabilità contrattuale del *distributor* ed extracontrattuale del *manufacturer*, che si tramutano in

CAPITOLO III

Conta, giunti a questo punto, sulla scorta di questo principio ispiratore, sondare le alternative applicative, non prima però di aver predisposto una solida premessa in termini teorici e assiologici.

capo a quest'ultimo sotto le spoglie della responsabilità da prodotto difettoso e in quella da contatto sociale qualificato.

CAPITOLO QUARTO

GOVERNO DEL PRODOTTO E *PRIVATE ENFORCEMENT*.

LE RISPOSTE RIMEDIALI

ALLA VIOLAZIONE DI UNA REGOLA D'IMPRESA

1. Il plesso dei rimedi nel diritto dei mercati finanziari: un primo inquadramento di ordine generale in un sistema di regolazione misto

L'adeguatezza degli assetti amministrativi che si riversa nel contenuto contrattuale e che condiziona l'agire dell'intermediario segna evidentemente la portata del governo del prodotto, con gli obblighi che questo comporta in seno all'organizzazione del produttore e del distributore e che non possono che determinarsi nel momento dell'esplicazione del regolamento contrattuale.

Il passaggio che si intende affrontare è di chiara matrice esegetica; in concreto, posto il confine della disciplina, composta dalle fonti nonché dai sostegni interpretativi, è giunto il momento di testare la reale portata della regola. La “prova del nove” per il governo del prodotto consiste nella verifica della sua efficienza quale strumento aggiuntivo e ulteriore, collocato nel solco di principi conservativi come della clientela così dell'intero sistema finanziario.

Sulla scorta di quanto anticipato, con riferimento in particolare all'inidoneità delle politiche regolatorie incentrate esclusivamente sul prisma della *full disclosure*, conta valutare se la *governance* abbia o meno integrato in maniera efficace la politica di regolazione espressa dalle istituzioni europee e tradotta nell'ordinamento interno. In aggiunta, il riscontro fattuale di un presidio posto a monte della filiera produttiva¹ inserita

¹ Si fa riferimento non a caso al lemma “filiera produttiva” in merito alla distribuzione sul mercato di strumenti finanziari e non solo perché i protagonisti della prestazione del servizio sono, al netto del cliente finale, produttore e distributore. Sulla connotazione della *product governance* quale espressione di una «[...] catena di valore che si sviluppa per anelli verticali [...]» e che si inserisce in un processo produttivo prossimo a quello di stampo industriale si veda, seppur incidentalmente, R. NATOLI, *Frazionamento della filiera produttiva e regole del contratto*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, III, 294; sulla *product governance* come passaggio dell'automonitoraggio e controllo della filiera del prodotto, anche A. ANTONUCCI, *Le regole del*

nel più ampio schema del mercato finanziario, non può che misurarsi sulla base della propria esigibilità. Ad essere chiari, è il piano del rimedio applicabile che mostra la reale portata della regola: con questa considerazione si intende dire che la prospettiva rimediabile, la scelta del mezzo di tutela più aderente alle finalità sistemiche della *governance*, è ciò che il sistema finanziario necessita per una valutazione a posteriori sulla necessità di un simile strumento di carattere regolatorio, insistente sia nella fase organizzativo-aziendale nonché su quella esterna espressa per tramite del contratto.

Una copertura rimediabile che consenta di gestire ed eventualmente sanzionare il momento patologico legato alla violazione della disciplina – e perché no, anche di ricostituire in pristino lo *status quo ante* – è tutt’ora mancante e un simile vuoto di coercibilità se, per un verso, renderebbe testabile il governo del prodotto, come detto ne misurerebbe l’utilità – per usare un termine atecnico ma direttamente comprensibile –, per l’altro colmerebbe un deficit di certezza del diritto. Una lacuna purtroppo alimentata dalla scelta di campo del legislatore europeo, più che timido, incerto nel predisporre un ventaglio di soluzioni esaustivo non solo per la violazione della *product governance*, ma più in generale delle regole di organizzazione e di condotta degli intermediari. In questo senso l’interesse di MiFID II si è concentrato principalmente sull’implementazione delle risorse di tipo stragiudiziale², mentre l’obiettivo dell’armonizzazione dei rimedi civilistici non sembra essere stato raggiunto nemmeno tramite la lettera dell’art. 69 par. 2(2)³ della stessa Direttiva laddove, generalmente, si richiede agli Stati membri di adottare «i

mercato finanziario: la tutela del risparmiatore tra passato, presente e futuro, in *Ianus. Diritto e finanza*, 2019, XIX, 38-39, reperibile al sito www.rivistaianus.it.

² Si tratta dell’art. 75 par. 1 che specifica che «Gli stati membri garantiscono l’istituzione di procedure efficaci ed effettive di reclamo e di ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie in materia di consumo relative alla prestazione di servizi di investimento e di servizi accessori da parte delle imprese di investimento, avvalendosi, se del caso, degli organismi esistenti. Gli stati membri garantiscono inoltre che tutte le imprese di investimento aderiscano a uno o più organi che attuano tali procedure di reclamo e ricorso».

³ In questo senso si veda F. DELLA NEGRA, *I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2020, V, 703, che afferma la scarsa portata armonizzatrice della disposizione, sottolineandone semmai la vicinanza alle misure di vigilanza in capo alle autorità competenti.

In generale, sul deficit di armonizzazione della tutela civilistica nel settore dei servizi di investimento si veda M. E. SALERNO, *L’enforcement della disciplina in materia di tutela del contraente debole nei mercati finanziari*, in *Ianus. Diritto e finanza*, 2019, XIX, reperibile al sito www.rivistaianus.it, in particolare 58; E. CALLENS, *Recalibrating the Debate on MiFID’s Private Enforceability: Why the EU Charter of Fundamental Rights is the Elephant in the Room*, 21 *Eu. Bus. Org. Law Rev.* (2020) 760-761, 77-779; sulla difficoltà della spinta armonizzatrice sia di MiFID sia di MiFID II, con specifico riferimento ai rimedi risarcitori si veda M. WALLINGA, *Why MiFID and MiFID II Do (not) Matter to Private Law: Liability to Compensate for Investment Losses for Breach of Conduct of Business Rules*, 3 *Eur. Rev Priv. Law* (2019), 521.

meccanismi necessari per garantire il pagamento di un risarcimento o l'adozione di altre misure correttive [...] per eventuali perdite pecuniarie o danni subiti a seguito di una violazione della presente Direttiva o del Regolamento n. 600/2014».

Il rilievo di un quadro normativo claudicante, quanto meno parziale, in risposta alla violazione di un istituto dal ruolo centrale nella prestazione dei servizi di investimento apre uno squarcio su un *vulnus* solo in parte giustificabile, soprattutto a fronte della peculiarità che l'arco rimediale assume rispetto ai settori regolati.

In questo senso è la stessa categoria del rimedio – se di categoria si può veramente ragionare⁴ – che nel contesto del settore finanziario in senso lato viene ad assumere connotati peculiari, ristretto com'è in un modello misto, basato su interventi di carattere pubblico e di natura privatistica, laddove la regolazione è affidata a provvedimenti dell'autorità di vigilanza, ma, nel solco del diritto privato regolatorio⁵, anche a regole *iure privatorum*, azionabili perciò di fronte a giudici ordinari e, per mezzo di sistemi alternativi di risoluzione delle controversie, a corti specializzate. In particolare, nella regolazione del sistema finanziario, il rapporto tra la tutela pubblicistica e privatistica emerge schiettamente in una prospettiva in cui entrambe, più che scontrarsi paiono avvicinarsi financo diluendosi, così appiattendosi le reciproche occasioni di scontro⁶: si è in presenza

⁴ Una posizione dubitativa, se non addirittura critica, su un'accezione di rimedio completa sia in termini "estensivi" che "intensivi", venendo per di più sottolineata una "precarietà semantica" da parte dell'A, viene esposta da L. NIVARRA, *Rimedi: un nuovo ordine del discorso civilistico?*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, III, 583-584, 610, il quale ribadisce che la prospettiva dei rimedi pare più che una prospettiva appare una "suggestione ancora troppo poco elaborata". Su una definizione teorica ancora del tutto incompleta si soffermano anche P. SIRENA, Y. ADAR, *La prospettiva dei rimedi nel diritto privato europeo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, III, 360; *contra* S. MAZZAMUTO, A. PLAIA, *I rimedi nel diritto privato europeo*, Torino, 2012, 2. Per giunta, attorno a tale categoria, la confusione definitoria è emersa con particolare riferimento all'opposizione dogmatica che vede protagonisti sistemi di *common law* e di *civil law* e che ne ha sottovalutato la portata, come sottolineato da U. MATTEI, *I rimedi*, in *Il diritto soggettivo*, in R. SACCO (dir. da), *Tratt. dir. civ.*, Torino, 2001, 105 ss.; P. G. MONATERI, *Pensare il diritto civile*, Torino, 2006, 200.

⁵ Per la trattazione della *product governance* quale espressione del diritto privato regolatorio, si veda *supra*, cap. 1, par. 5, 39 ss.

La perdurante penetrazione del diritto di derivazione europea ha dato vita ad altre forme di ibridazione tra diritto privato e pubblico. Si pensi soltanto all'associazione tra diritto privato e amministrativo nella sua accezione di supervisione sui rapporti contrattuali e sulla corretta esplicazione delle regole di condotta, meglio conosciuta con l'espressione "*supervision private law*", fino a giungere alla c.d. "*constitutionalisation of private law*", che sottintende, pur in assenza di una costituzione europea, un costante avvicinamento dei diritti fondamentali nel processo formativo del diritto privato. Rispetto alla prima accezione si veda O. CHEREDNYCHENKO, *Public Supervision over Private Law Relationships: Towards European Supervision Private Law?*, 22 *Eur. Rev. Priv. Law* (2014) 37; con riferimento alla seconda ID., *Fundamental Rights, Contract Law and the Protection of the Weaker Party*, München, 2007; C. MAK, *Fundamental Rights in European Contract Law*, Alphen aan de Rijn, 2008; H-W. MICKLITZ, *Constitutionalization of European Private Law*, Oxford, 2014.

⁶ Il rapporto tra l'ordinamento pubblicistico e privatistico dei mercati finanziari è emerso negli ultimi decenni come una delle contaminazioni più stimolanti proveniente dal dibattito dottrinario, sospinta dalla

di una commistione in cui, al netto delle diversità delle strategie di tutela, dei soggetti istanti, delle modalità d'intervento rimediabile, la contrapposizione tra potere amministrativo e iniziativa del privato sfuma a fronte di un'applicazione delle regole giuridiche in entrambi i casi volta non solo al soddisfacimento di interessi individuali, bensì collettivi, di portata sistemica⁷. Una simile prossimità si traduce, casomai, in termini di complementarità – e il settore finanziario non ne è l'unico esempio⁸ – se non addirittura dando vita a strumenti rimediali di natura “ibrida”⁹ così come dimostra l'esperienza di altri ordinamenti¹⁰.

legislazione europea in materia finanziaria che, con MiFID I e MiFID II, ha posto l'attenzione su un simile fenomeno, concentrandosi in particolare lungo il versante delle misure rimediali. I contributi, di primario interesse, non si sono fatti attendere, *ex multis*, relativamente alla disciplina di MiFID I, O. CHEREDNYCHENKO, *European Securities Regulation. Private Law and the Investment Firm-Client Relationship*, 5 *Eu. Rev. Priv. Law* (2009) 925, in cui l'A. sottolineava di già che «By casting many rules that are relevant for the investment firm-client relationship in terms of supervision standards, the EU legislator accordingly created a complex untransparent two-tier legal framework for this relationship consisting of private law, on the one hand, and public law, on the other»; rispetto alla Direttiva 2014/65/UE, ID., *Public and Private Financial Regulation in the EU: Opposites or Complements?*, in N. DORN (ed.), *Controlling Capital. Public and Private Regulation of Financial Markets*, London, 2016, 142, 147, 153; H-W. MICKLITZ, *The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services*, 10 *Eu. Rev. Contr. Law* (2014) 473; Y. SVETIEV, A. OTTOW, *Financial Supervision in the Interstices Between Private and Public Law*, 10 *Eu. Rev. Contr. Law*. (2014) 495.

⁷ Sulla comunanza finalistica degli strumenti di *enforcement* pubblico e privato, entrambi volti al perseguimento di interessi di ordine generale, si veda G. FONDERICO, *Public e private enforcement*, in *AIDA*, 2015, III, 2, laddove specifica che «[...] il confronto, pur formalmente posto tra il *public* e il *private enforcement* si svolge in realtà tra due modelli “pubblici” di applicazione [...]».

⁸ Il diritto della concorrenza si è dimostrato terreno fertile per il dialogo, in termini di complementarità, tra mezzi rimediali di differente natura, come dimostrato da M. COLANGELO, *Le evoluzioni del private enforcement: da Courage al libro bianco*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, III, 655 e ss.; J. PHEASANT, *Interaction Between Public and Private Enforcement*, 4 *Comp. L. Int'l* (2008) 36; B. LASERRE, *Integrating Public and Private Enforcement of Competition Law: Implications for Courts and Agencies*, 21 *Eu. Comp. L. Ann.* (2011) 315; L. S. MORAIS, *Integrating Public and Private Enforcement of Competition Law in Europe: Legal Issues*, 1 *Eu. Comp. L. Ann.* (2011) 109. Un altro settore dove, a livello non esclusivamente europeo, la coesistenza tra l'assetto rimediabile giusprivatistico e pubblicistico si nota in termini non trascurabili è il diritto dei consumatori e in questo contesto conta menzionare W. VAN BOOM, M. LOOS, *Effective Enforcement of Consumer Law in Europe; Private, Public and Collective Mechanisms*, in W. VAN BOOM, M. LOOS (ed.), *Collective Enforcement of Consumer Law*, Amsterdam, 2007, 243-245; J. STUYCK, *Public and Private Enforcement in Consumer Protection: General Comparison Eu-Usa*, in F. CAFAGGI, H-W. MICKLITZ (ed.), *New Frontiers of Consumer Protection. The Interplay Between Private and Public Enforcement*, Antwerp-Oxford-Portland, 2009, in part. 77-79.

⁹ Il dialogo tra mezzi di tutela privatistica e pubblicistica in termini complementari o di ibridizzazione, cioè di rimedi *iure privatorum* che vengono azionati principalmente dalle autorità indipendenti è un aspetto che viene prontamente sottolineato da O. CHEREDNYCHENKO, *Public and Private Enforcement of European Private Law in the Financial Services Sector*, 4 *Eu. Rev. Priv. Law* (2014) 641-645. Sul fenomeno della creazione di strumenti rimediali ibridi in altri settori regolamentati, relativi alla prestazione di servizi energetici, di telecomunicazione, si leggano le pagine di H.-W. MICKLITZ, *Rethinking the Public/Private Divide*, in M. MADURO (ed.), *Transnational Law: Rethinking European Law and Legal Thinking*, Cambridge, 2014, 272; Y. SVETIEV, *The Eu's Private Law in the Regulated Sectors: Competitive Market Handmaiden or Institutional Platform?*, 5 *Eu. Law J.* (2016) 659.

¹⁰ Paradigmatica in questo senso è quella inglese, in cui la FCA può imporre agli intermediari l'adozione di un “*consumer redress scheme*”. Nel *Financial Services and Markets Act (FSMA)*, parte XXVIII, sezione

Ne emerge un quadro a tinte cangianti in cui il circuito dei rimedi – e conseguentemente la protezione degli investitori e la tenuta del mercato – dipende da una rinnovata tassonomia, relativa come al particolare atteggiarsi del contenuto delle forme di tutela, così anche alla loro azionabilità. Un simile tratteggio riscopre la posizione delle autorità di vigilanza che, non più meri *watchdogs* competenti ad adottare provvedimenti di natura sanzionatoria, sospensiva o interdittiva, scavalcano il valico delle proprie competenze per ricoprire un ruolo finalisticamente orientato alle istanze di stabilità come pure di protezione degli *stakeholders*, nel solco di un approccio contemperante, a fronte della pluralità di interessi in gioco¹¹.

Nel mosaico in cui regolazione, tutele e attori si collocano in un gioco dai tasselli interscambiabili, le *authorities* giungono addirittura all'adozione di modelli plasmati su quelli riconducibili ai rimedi civilistici, arricchendo le proprie funzioni e integrando gli scopi della vigilanza stessa attraverso un *administrative enforcement of private law*¹².

Perciò, posto l'intervento pubblicistico che si afferma per via di provvedimenti amministrativi – adottati principalmente dalle autorità di settore – e assodato il plesso delle garanzie risarcitorie, risolutorie, invalidanti e inibitorie ottenibili di fronte – a questo punto bisognerà dire, anche, – a una corte ordinaria, va fatta una precisazione ulteriore. Tale distinzione infatti non deve distogliere l'attenzione su quanto detto: i regolatori possono adottare strumenti di natura privatistica, gli stessi di cui anche le parti godranno in un'ottica non esclusivamente volta alla cessazione di una controversia derivante dalla violazione di una regola di comportamento né tampoco pensata solo in vista di una piena

404, entrato in vigore nel 2000, viene di fatto predisposto un congegno rimediale che si avvicina a un risarcimento – non può definirsi tecnicamente tale trattandosi di un “*redress*” e non di una “*compensation*” –. Al par. 4 della *section 404*, per definire il *consumer redress scheme* l'intermediario deve investigare se, in un preciso momento della sua attività, non abbia rispettato le prescrizioni del paragrafo 1 della stessa *section* (par. 5); di seguito dovrà verificare se il proprio comportamento *uncompliant* abbia causato o potrebbe aver causato un danno ai clienti (par. 6); infine, se la condotta ha determinato un danno, sarà compito dell'impresa quale indennizzo erogare a seguito del danno e, infine, garantirlo al danneggiato (par.7).

¹¹ Le parole di H-W. MICKLITZ, *Administrative Enforcement of European Private Law*, in R. BROWNSWORD, H-W. MICKLITZ, L. NIGLIA, S. WEATHERILL (ed.), *Foundations of European Private Law*, Oxford-Portland, 2011, 564, colgono bene questo aspetto, e cioè come nell'affermarsi del fenomeno del diritto privato regolatorio, chiaramente sospinto dalle fonti europee, il rapporto tra *private* e *public enforcement* sia mutato, come pure il ruolo delle autorità amministrative indipendenti laddove si specifica che queste «[...] have a two-fold role in securing the workability of the market and protecting the interests of the market participants. It is exactly in this perspective where the administrative enforcement intrudes more and more into private law matters».

¹² La definizione viene fornita, anche in questo caso, da H-W. MICKLITZ, *The Transformation of Enforcement in European Private Law: Preliminary Considerations*, 4 *Eu. Rev. Priv. Law* (2015) 498-499.

ed efficiente efficacia orizzontale della normativa europea. Anche le azioni esperite in sede ordinaria, nel contesto di una lite privata, sono infine espressione di una precisa scelta: la predilezione di un rimedio su un altro – se non anche di una tecnica rimediabile rispetto ad un'altra¹³ – infatti concorre alla cristallizzazione dell'*investor protection* e all'equilibrio di mercato, determinando corretti incentivi per gli operatori nell'adottare presidi organizzativi e comportamentali congrui ad evitare rischi legali e reputazionali. Si dispiega dunque un sistema regolatorio – e si può fin da adesso dire, dei rimedi – misto, attuato sia da soggetti pubblici che privati e in cui i due modelli di *enforcement* sono finalisticamente rivolti all' «applicazione pubblica delle regole giuridiche»¹⁴.

In questo contesto non può che notarsi come il governo del prodotto se è sostenuto da un solido presidio pubblicistico costituito dalla *product intervention*, manca di una piattaforma di salvaguardia privatistica, in virtù di un silenzio eloquente sia da parte del legislatore che della giurisprudenza, che hanno lasciato scoperto un canale di protezione sensibile per il cliente. Si tratta di una criticità che posta così in luce introduce una valutazione sulla natura e il valore del complesso rimediabile, in generale nella prospettiva del diritto privato e in particolare nello spettro critico del diritto dei mercati finanziari.

1.1. (segue) *Product intervention quale (unica) espressione di enforcement di natura pubblicistica*

L'approfondimento del lato privatistico dei rimedi legato alla violazione del governo del prodotto deve però essere anticipato da una seppur breve panoramica sullo stato attuale dell'*enforcement*. Perché, benché si intenda ottenere un riscontro sull'*an* e sul *quomodo* della tutela tra privati, il quadro normativo attuale fornisce all'interprete un'unica certezza a fronte delle patologie delle regole di condotta e organizzazione fissate

¹³ Di tecniche rimediali parlano taluni autori, nel solco della teoria dei rimedi, che utilizzano simile terminologia per incanalare le risposte del formante giurisdizionale a fronte delle complessità della realtà fattuale e giuridica di cui il paradigma del finanziario si assume come chiaro esempio. In sostanza, si tratterebbe di concretizzare le posizioni giuridiche sostanziali nelle più acconce soluzioni processuali. Sulla nozione di tecnica rimediabile si vedano A. DI MAJO, *Forme e tecniche di tutela*, in S. MAZZAMUTO (a cura di), *Processo e tecniche di attuazione dei diritti*, Napoli, 1989, 11; ID., *La tutela civile dei diritti*, 2003, Milano, 54; S. MAZZAMUTO, *Interessi pubblici e diritto privato*, in *Eur. dir. priv.*, 2001, III, 581, che sottolinea come il campo delle tutele sia stato profondamente inciso dalla continua e perdurante ibridazione tra diritto pubblico e privato; D. MESSINETTI, *Sapere complesso e tecniche giuridiche rimediali*, in *Eur. dir. priv.*, 2005, III, 607.

¹⁴ Così A. TUCCI, *Strumenti amministrativi mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, suppl., 78.

dal pacchetto MiFID II. E questo è determinato dall'intervento delle autorità amministrative – europee e nazionali – permesso attraverso la *product intervention*¹⁵. Essa si pone all'interno di un disegno sistematico approntato dal legislatore europeo che punta pur sempre a sostenere la dinamica competitiva tra gli operatori del mercato, ma che, allo stesso tempo, ha cercato di rafforzare la protezione della clientela. Un obiettivo perseguito con l'irrobustimento del regime di trasparenza *pre* e *post* negoziazione, delle regole relative ai servizi di consulenza e di una politica volta alla prevenzione del *mis-selling* di strumenti finanziari, quest'ultima alimentata sia con le procedure di governo del prodotto che con il potere d'intervento rimesso alle autorità settoriali.

Nell'ambito del "controllo del mercato"¹⁶, la normativa settoriale di fonte europea pone delle premesse di ordine generale nella Direttiva 2014/65/UE¹⁷ per dare poi fondo a un sistema d'intervento che si muove appunto dal monitoraggio del mercato per giungere infine all'adozione di veri e propri poteri d'intervento nella fase di commercializzazione del prodotto.

Si sviluppa perciò un sistema di *enforcement* di natura pubblicistica affidato da un lato a Esmā ed Eba a livello europeo, dall'altro, alle autorità di livello nazionale e in cui le competenze – esclusivamente per le autorità europee – si determinano sulla base dei

¹⁵ Sulla quale, per una panoramica d'insieme, si rinvia a D. BUSCH, *Product Governance and Product Intervention Under MiFID II/MiFIR*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (ed.), *Regulation of the Eu Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, 123-145; E. FRANZA, *La product intervention del mondo MiFID II/MiFIR*, in *Il diritto dell'economia*, 2019, II, 325 e ss. Tra gli autori che, nel contesto europeo del diritto dei mercati finanziari, si è maggiormente occupata della *product intervention*, non può non ricordarsi V. COLAERT, citata sul tema *supra*, cap. 3, 92, spec. nota 19.

¹⁶ Si rinviene in questo senso la rubrica dell'art. 39 del Regolamento (Ue) 600/2014 che stabilisce, al par. 1, che è Esmā a esercitare il «[...] monitoraggio sul mercato degli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti nell'Unione», mentre al par. 2, la competenza sul monitoraggio dei depositi spetta all'Abe. Al par. 3, con riferimento alle autorità nazionali, riassume il contenuto dei due precedenti paragrafi, specificando che sono le autorità competenti ad esercitare il monitoraggio sia sugli strumenti finanziari che sui depositi commercializzati, distribuiti e venduti nel e a partire da uno Stato membro.

¹⁷ Seppur la *product intervention* sia principalmente concentrata nel Regolamento MiFIR e nella disciplina delegata, anche la Direttiva MIFID II concorre a fornire quel substrato normativo da cui prendono spunto le norme in tema di *product intervention*. Il riferimento corre all'art. 69 della Direttiva che, in merito ai poteri di vigilanza previsti in capo alle autorità competenti, consente, ai sensi del par. 2, lett. s) di «sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora le condizioni di cui agli artt. 40, 41 o 42 del Regolamento (Ue) 600/2014 siano soddisfatte»; mentre, sulla scorta del medesimo paragrafo, lett. t), stabilisce che le autorità competenti possano «sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora l'impresa di investimento non abbia sviluppato o applicato il processo di approvazione del prodotto efficace o non abbia altrimenti rispettato le disposizioni di cui all'art. 16, paragrafo 3 della presente direttiva».

prodotti oggetto della vigilanza¹⁸. Le autorità europee, anche solo temporaneamente, possono vietare o limitare la commercializzazione, distribuzione o vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati o qualsiasi tipo di attività o pratica finanziaria¹⁹, espressione di un potere d'intervento che tiene conto dell'interesse collettivo dei clienti e della tenuta del sistema finanziario. Esma ed Eba possono adottare simili decisioni quando sono proposte per affrontare un significativo timore rispetto alla protezione dei clienti o una minaccia al corretto funzionamento dei mercati²⁰ e, vieppiù, non possono non agire se non a fronte dell'insufficienza della risposta europea e interna. Ciò significa che, assieme ai requisiti previsti dagli artt. 40 e 41 del lett. a) e b) del Regolamento MiFIR, devono concorrere l'inadeguatezza delle previsioni normative europee e dei mezzi predisposti dalle autorità interne così che sia garantita l'interposizione dell'Unione²¹. Nell'intreccio tra livello europeo e nazionale, le autorità amministrative interne godono infine delle stesse competenze, benché, in aggiunta, possano porre in essere misure di divieto o limitazione anche quando un derivato determini ripercussioni negative sul meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato sottostante²². Soluzioni che passano

¹⁸ Esma vieta o sospende la commercializzazione e la distribuzione di strumenti finanziari, quando il medesimo potere viene indirizzato da Eba verso i depositi strutturati. Una simile distinzione non sussiste con riguardo alle autorità nazionali.

¹⁹ Artt. 40 par. 1, lett. a), b); 41 co. 1, lett. a), b), Regolamento (Ue) 600/2014.

²⁰ Artt. 40 par. 2, lett. a), b); 41 co. 2, lett. a), b), Regolamento (Ue) 600/2014. Non va peraltro dimenticato che il legislatore – all'art. 40 par. 8 e 42 par. 7 – specifica come sia la Commissione a fissare i criteri che devono essere adottati, sia da Esma che da Eba, come pure dalle autorità nazionali, per valutare se e quando gli strumenti messi in campo e le discipline normative non siano sufficientemente idonei a tutelare la clientela e a garantire la stabilità dei mercati e che possono essere riassunti nel grado di trasparenza, di complessità dello strumento o del deposito in relazione al tipo di cliente verso cui sono indirizzati e di innovazione del prodotto e/o della pratica finanziaria o delle particolari caratteristiche dello stesso, compresa la leva finanziaria e l'ammontare dell'emissione o del valore nozionale di emissione degli strumenti finanziari.

²¹ Entrambi i paragrafi 2 degli artt. 40 e 41 del Regolamento (Ue) 600/2014 stabiliscono che Esma ed Eba adottino le decisioni ai sensi del paragrafo precedente solo se sono soddisfatte le condizioni previste alle lett. a), b) e c). Le ultime due richiedono che «i requisiti normativi applicabili conformemente al diritto dell'Unione allo strumento finanziario/deposito strutturato o all'attività in questione non sono atti a far fronte alla minaccia; un'autorità competente o le autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte».

²² Art. 42 par. 2, lett. a), II), Regolamento (Ue) 600/2014. Ai fini di una più corretta descrizione del piano d'intervento dell'autorità nazionale, questa può porre in essere le misure previste dall'art. 42 par. 1, se: a) ha ragionevoli motivi di ritenere che, alternativamente alla ripercussione sulla determinazione del prezzo nel mercato sottostante da parte di un derivato, lo strumento, il deposito o l'attività determinino significativi timori in merito alla protezione degli investitori o una minaccia al funzionamento dei mercati; b) i requisiti normativi applicabili a norma del diritto dell'Unione al prodotto, strumento, deposito non siano sufficienti a far fronte ai rischi previsti alla lettera a); c) la misura è proporzionata rispetto alla natura dei rischi identificati, al livello di sofisticazione degli investitori o dei partecipanti al mercato interessati e al suo probabile impatto sugli investitori; d) l'autorità abbia debitamente consultato le autorità competenti degli altri stati; e) la misura non abbia effetti discriminatori sui servizi e sulle attività fornite a partire da un altro stato membro.

pur sempre da un'intensa collaborazione con le agenzie europee, competenti a valutare la necessità o meno della restrizione imposta dal regolatore nazionale²³.

Una breve panoramica del reticolato normativo che presiede alla misura pubblicistica che, di fatto, si presenta attualmente quale unico contraltare rimediale a seguito di una violazione del governo del prodotto, ci consegna un ulteriore elemento di analisi rispetto all'*enforceability* della *governance*. Benché l'operatività delle autorità si fondi su requisiti fissati dalla Commissione e nonostante si sia affermata come strumento residuale²⁴ ed eccezionale²⁵ nel ventaglio delle risposte rimediali nel panorama del mercato finanziario, si tratta ad ogni modo di una soluzione intrusiva. In nome di intenti tutelativi, pare impedire la circolazione del prodotto, minando alla radice l'autonomia dei *manufacturer* nella creazione di strumenti di investimento²⁶ e, allo stesso tempo, limita la libertà negoziale dell'investitore²⁷, pur muovendosi verso ulteriori e differenti direttrici. Non può sottacersi il freno che, con un intervento "a monte", viene imposto alla vendita di strumenti non aderenti al profilo del cliente nel tracciato di una politica protettiva e, in una prospettiva più ampia, volta ad evitare l'inquinamento dell'intero mercato che potenzialmente potrebbe essere "contaminato" da prodotti cc.dd. tossici.

Poste le considerazioni sulle criticità e financo sugli aspetti positivi della *product intervention*, la mancanza di completezza nel ragionamento sul rimedio – e su i rimedi – nell'antro del diritto finanziario e, nello specifico, nell'espressione del governo del

²³ In questo caso è necessario il riferimento all'art. 42 par. 3, Regolamento (Ue) 60072014, laddove si specifica che il divieto o la restrizione possono essere adottate solo previa comunicazione ad Esma o Eba, almeno un mese prima dell'esecuzione della misura. In seguito le autorità europee pubblicheranno un parere non vincolante con cui dichiareranno se la misura applicata sia proporzionata e necessaria oppure no.

²⁴ L'accezione della *product intervention* quale «ultimum remedium», viene sostenuta da R. D'AMBROSIO, S. MONTEMAGGI, *Connecting Public and Private Enforcement*, in R. D'AMBROSIO, S. MONTEMAGGI (ed.), *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, 4 ottobre 2020, Roma, 68.

²⁵ L'accento sulla natura eccezionale dei poteri d'intervento delle autorità di vigilanza viene posto da F. ANNUNZIATA, *MiFID II as a Template. Towards a General Character for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in Eu Financial Law*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, R. D'AMBROSIO, S. MONTEMAGGI (ed.), 4 ottobre 2020, Roma, 37.

²⁶ Questa notazione critica viene in rilievo in M. DE MARI, *op. cit.*, 695, che specifica come i controlli dell'autorità, oramai non tanto di merito quanto di legittimità, sarebbero tali da «[...] limitarne (almeno indirettamente) l'atipicità ("dei prodotti") e la loro naturale tendenza verso l'innovazione finanziaria. Si potrebbe arrivare in nome di una tutela forte degli investitori e dell'integrità dei mercati, ad una (indiretta tipizzazione e) classificazione degli strumenti finanziari particolarmente complessi ed innovativi, selezionando *ex ante* gli strumenti che possono o non possono essere oggetto di rapporti con gli investitori. Altrettanto forte sarebbe, nel contempo, la limitazione dell'autonomia nella creazione di prodotti finanziari».

²⁷ Vi è anche chi non ha esitato a definire la *product intervention* come una reviviscenza del "redlining" nella prestazione dei servizi finanziari, come nel caso di D. MAFFEIS, *MiFID II e il conflitto di interessi*, in *Rass. dir. civ.*, 2020, IV, 153.

prodotto, richiede una premessa che tenga conto di più contenuti. Per un verso, legati alla visione funzionalistica dell'opzione rimediabile prescelta, guidata pur sempre dal criterio efficientistico, ma dipendente dal contesto economico fortemente settoriale da cui non può non trarre la propria linfa; per l'altro, intimamente connessi con le peculiarità che contrassegnano la regola fin qui esaminata e che la distinguono dal più ampio plesso degli obblighi di condotta che fanno capo agli operatori professionali dei servizi finanziari.

1.2. (segue) *Premessa funzionalistica sulle categorie del rimedio eleggibile: le ragioni di una scelta nel contesto europeo dei rimedi non armonizzati*

La finestra che si affaccia sulle considerazioni di ordine generale relative al sistema di regolazione che attiene al mercato finanziario, consente di introdurre un pensiero sulle tutele privatistiche, che si sviluppano lungo il versante sostanziale e che, come si coglierà in seguito, non possono che tradursi anche nell'esperienza processuale.

Con riferimento alla prima accezione del complesso rimediabile conta, in questo specifico contesto, in parte discostarsi dall'asettico accoglimento della dogmatica dualistica che nell'affrontare l'argomento si divide acriticamente tra chi sostiene la preminenza, o quanto meno il primato temporale, del diritto lesivo e chi considera invece, nel solco della tradizione di *common law*, il rimedio come antecedente necessario²⁸. Ad essere più precisi, non può escludersi che la funzione precipua dell'intervento rimediabile sia quella di garantire la soddisfazione di un consociato quando un interesse degno di protezione giuridica venga lesivo²⁹; non può considerarsi cioè erroneo che il rimedio sopraggiunga alla richiesta di un bisogno di tutela, ma, al contempo, non può nemmeno negarsi come, nonostante una selezione degli interessi venga posta a monte già al

²⁸ Per una breve panoramica sull'impostazione anglosassone, tradizionalmente volta alla preminenza del rimedio sul diritto, si vedano F. H. LAWSON, *Remedies of English Law*, London, 1980, 1 e ss.; G. SAMUEL, *Law of Obligations and Legal Remedies*, London-Sydney, 2001, 90-91; J. H. BAKER, *An Introduction to English Legal History*, IV, Oxford, 2002, 56 e ss. A partire dall'analisi dell'esperienza inglese prima e, conseguentemente, di quella americana, viene in risalto come la rilevanza dell'interesse che si intende proteggere tramite il rimedio non dipende tanto dall'opera del legislatore, quanto da quella del giudice, profilo che ben si coglie in C. K. ALLEN, *Law in the Making*, Oxford, 1966, 236.

²⁹ A. ASTONE, *L'autonoma rilevanza dell'atto illecito. Specificità dei rimedi*, Torino, 2012, 111-112. In una prospettiva di analisi ancor più approfondita si pone A. DI MAJO, *Forme e tecniche di tutela*, in *Foro it.*, 1989, II, 138-39. La considerazione del rimedio come vero e proprio "piano mobile" che interviene in seconda battuta laddove il bisogno di tutela del singolo risulta inattuato viene così sostenuta anche da S. MAZZAMUTO, *La prospettiva dei rimedi in un sistema di civil law: il caso italiano*, in *Contr. imp.*, 2019, III, 837

momento della fissazione dei diritti, pure il rimedio vi concorra attraverso la predisposizione delle tutele necessarie, anch'esso è in un certo senso in una posizione di prossimità con la violazione³⁰.

Il reticolato rimediale deve propugnare una lettura in primo luogo volta a piegare la dimensione teorica verso il terreno dell'esperienza, garantendo la massima effettività della tutela³¹; vieppiù – e dall'osservatorio privilegiato del diritto del mercato finanziario, sembra – assumere un significato ulteriore, che superi il mero dialogo tra “*ius*” e “*remedium*” e che riesca ad intercettare gli sviluppi del diritto della post-modernità³², declinata, in questo caso, attraverso gli stilemi della disciplina dei mercati finanziari³³.

³⁰ Un ribaltamento del fronte “diritto-rimedio” e in particolare del binomio diritto soggettivo-azione è stato avanzato da A. DI MAJO, *La tutela dei diritti tra diritto sostanziale e diritto processuale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1989, I, 379-382. Qualche anno più tardi lo stesso A., rafforza tale indirizzo, sottolineando questa vicinanza tra rimedio e posizione protetta, collocando il primo in una prospettiva critica molto attuale in *Id.*, *Una riflessione sul diritto post-moderno*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, II, 675 che sottolinea la vicinanza del rimedio alla lesione del diritto, senza però ridurla in termini meramente descrittivi, aggiungendo semmai che i rimedi «[...] sono più vicini ai bisogni di tutela che può esprimere il legame sociale. Essi recano la migliore fotografia di quest'ultimo, come sempre adeguatamente e/o inadeguatamente rappresentato nella (costruzione giuridica della fattispecie) e dai suoi effetti, così da poter rappresentare una più effettiva tutela degli interessi emergenti dal legame sociale (più che dalla fattispecie)».

Rimane il fatto che la svolta verso “l'ideologia rimedialista” – così ribattezzata da A. NICOLUSSI, *Diritto soggettivo e rapporto giuridico. Cenni di teoria generale tra diritto privato e diritto pubblico*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, IV, 1203 –, intesa come l'affermazione di un nuovo orientamento che reagisce agli eccessi dell'astrattezza dell'impostazione dogmatica opposta e che sostiene una maggiore vicinanza rispetto all'effettività delle norme giuridiche, ha ottenuto non pochi riscontri in dottrina. *Ex multis*, nuovamente A. DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2003, 13, 72, 341-342; S. MAZZAMUTO, *Rimedi specifici e responsabilità*, Perugia, 2011, 21-23, 24 e ss.

³¹ Colgono nel segno in questo caso le parole di P. SIRENA, *Il diritto europeo dei contratti e la costruzione delle categorie civilistiche*, in G. VETTORI (a cura di), *Remedies in Contract. The Common Rules for European Law*, Padova, 2008, 252, che sostiene come i fautori della teoria rimediale non intendano stravolgere la dogmatica tradizionale, casomai adeguarla nel rispetto dell'affermazione del diritto nella realtà sociale.

³² Tra gli esponenti della dottrina, vi è stato chi ha rimesso in capo al sistema rimediale la funzione di interpretare la complessa realtà storico-sociale in cui è calato, come nel caso di D. MESSINETTI, *La sistematica rimediale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, I, 15-16; V. SCALISI, *Lineamenti di una teoria assiologica dei rimedi giuridici*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, IV, 1046. Non manca chi come, U. MATTEI, *I rimedi*, in R. SACCO (dir. da), *Tratt. dir. civ.*, Torino, 2001, 128, ha addirittura riscontrato nell'approccio rimediale una “potenza euristica”.

Una visione dei rimedi che rifugge dalle mere formule declamatorie e che, al contrario, emerge con tutte le sue problematicità legate ai costanti e recenti sviluppi della società era già stata chiaramente ricordata anche da oltreoceano con C. A. WRIGHT, *The Law of Remedies as a Social Institutions*, 18 *Un. Det. Law J.* (1955) 376.

³³ Con preciso riferimento all'intercettazione delle innovazioni delle categorie giuridiche che il sistema rimediale deve cogliere, soprattutto nel diritto dei mercati finanziari, si vedano le parole del discorso introduttivo tenuto durante le due giornate trentine del convegno “Impresa, mercati e tutela civile”, 25-26 ottobre 2019 pronunciate da F. SARTORI, *Impresa, mercati e tutela civile: note introduttive*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, suppl., 3, in cui viene specificato che la «[...] rivisitazione delle categorie giuridiche sostanziali non può prescindere da un ripensamento più generale degli strumenti rimediali, che devono, per l'appunto, tenere in considerazione: le nuove soggettività giuridiche, ovvero i soggetti legittimati ad agire, portatori dell'interesse esposto alla minaccia dell'illecito, i nuovi interessi che giustificano l'esperimento dell'azione e, soprattutto, le conseguenze (catastrofiche) dell'illecito».

Questi, ma il discorso potrebbe essere replicato anche per altri settori regolamentati, costituiscono la piattaforma di partenza dalla quale impostare l'approfondimento sulle tutele sostanziali e processuali di natura privatistica e di cui l'interprete deve farsi carico nella comprensione e individuazione degli strumenti potenzialmente più efficienti; insomma, un più ampio ragionamento sulle tutele deve prendere le mosse così dalle posizioni giuridiche protette come pure dalla dimensione settoriale di riferimento³⁴. E non si tratta di una premessa scontata soprattutto alla luce delle battute iniziali in cui si è sottolineato come l'attività regolatoria sia affidata come ai presidi pubblici, così a quelli privati, entrambi assorbiti nella loro operatività all'interno del governo del prodotto, vero e proprio epicentro del momento regolativo e "laboratorio" del rimedio.

La decisione che vi sottende presuppone innanzitutto una scelta di campo, che si può definire funzionalistica, volta al perseguimento di determinati obiettivi e causativa di condotte consequenziali in capo agli attori del rapporto contrattuale, delle c.d. externalità. Di fatto la predilezione per un preciso tipo rimediale lascia trasparire un assetto assiologico-valoriale che tiene inevitabilmente conto della cornice in cui è collocato³⁵ e, anzi, non si cade in errore nel dire che una simile decisione sfoci in seguito un intendimento di tipo politico³⁶. Viene a crearsi un rapporto tra tecnica e ideologia, espressione di una puntuale valutazione dei problemi sociali, che spinge il legislatore a risolvere e riarticolare le complessità della realtà sulla base di determinate decisioni di *policy*³⁷. Tali precisazioni consentono di predisporre una visuale prospettica ben indirizzata, perché se è pur vero che l'approfondimento si svolgerà attorno a due poli essenziali – quello della nullità, con conseguente adozione del rimedio restitutorio ex art. 2033 c.c., più prossimo al dato contrattuale e quello risarcitorio, a sottolineare come il *vulnus* dell'organizzazione d'impresa si attesti anche nella prestazione del servizio – il

³⁴ Aspetto che, con riferimento al mercato finanziario, è stato ben colto da G. ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. impr.*, 2008, IV-V, spec. 915-916; A. TUCCI, *op. cit.*, 76.

³⁵ R. DI RAIMO, *Ideologie e tecniche dei rimedi risarcitori nell'attività d'impresa*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, suppl., in part. 181.

³⁶ In M. BARCELLONA, *Diritto, sistema e senso. Lineamenti di una teoria*, Torino, 1996, 98-100, si tratteggia questa fase come la comprensione dei problemi sociali che, a monte, si manifesta con l'applicazione delle griglie selettive e poi richiede appunto la connessione con particolari rimedi.

³⁷ Secondo M. BARCELLONA, *Funzione e struttura della responsabilità civile: considerazioni preliminari sul "concetto" di danno aquiliano*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004, II, 216, per organizzare e risolvere i problemi del mondo, l'interprete deve costruire delle vere e proprie "vedute" delle complessità sociali, potenzialmente sviluppantesi e conseguentemente necessitanti un preciso spettro di tutela.

governo del prodotto, quale connettivo tra impresa, atto e cliente finale, consente di ripensare il rimedio, in un'ottica differente. La singolare peculiarità della sua articolazione concreta non consente di superare completamente la logica binaria che sottintende la reintegrazione e il risarcimento per equivalente³⁸ – che, ad ogni modo si cercherà di riproporre in una forma che sia più critica possibile –, ma, come si vedrà, invocando il principio di precauzione³⁹, troverà spazio anche il modello inibitorio, pur sempre inserito tra quelli restitutorio e risarcitorio.

L'angolo visuale nel quale viene collocata la speculazione sul governo del prodotto, attraverso l'analisi dei rimedi, consente di avanzare una breve panoramica proprio su quelli che nel percorso argomentativo sembra possano trovare più spazio. Non solo per via delle condotte che importano in capo alle parti, ma anche, e lo si vedrà in seguito, sulla scorta di due elementi ulteriori che devono essere considerati per un adeguato approfondimento: la particolare articolazione della regola, riferendosi così alla concreta attuazione degli obblighi che potrebbero ricadere in capo ad uno o più intermediari – le qualità di produttore e distributore possono essere riferibili ad un unico soggetto o a due differenti –, le tipologie di prodotti che vengono compravenduti dagli operatori professionali.

Perciò, senza dimenticare che le norme – incluse quelle su i rimedi – esprimono anche una c.d. “efficacia sociale”⁴⁰, la soluzione risarcitoria, nell'alveo del governo del

³⁸ Giunti a questo punto conta ricordare il contributo di F. SARTORI, *Ideologie e tecniche della (ri)codificazione del diritto privato*, in *The Cardozo Electronic Bulletin*, 2019, XXV, che nella prospettiva della ricodificazione del rapporto tra regola economica e giuridica, parte proprio dal superamento di una simile tassonomia rimediale.

³⁹ Sul principio di precauzione, R. SUNSTEIN, *The Law of Fear. Beyond the Precautionary Principle*, Cambridge, 2005; G. CAPILLI, *Gli obblighi di precauzione dell'impresa*, in G. ALPA, G. CONTE (a cura di), *La responsabilità d'impresa*, Milano, 2015, 156-162 su i presupposti definitori del principio; con riferimento alla precauzione, alla sua correlazione, nel diritto d'impresa, alla reintegrazione e al risarcimento del danno come tecniche rimediali, si veda R. NATOLI, *Attualità del binomio “reintegrazione del diritto-risarcimento del danno”: il principio di precauzione nel diritto privato*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, suppl., 63.

⁴⁰ Sulla distinzione tra “funzione normativa” ed “efficacia sociale” si veda P. BARCELLONA, *Funzione compensativa della disciplina della responsabilità (e “private enforcement”) della disciplina antitrust*, in M. MAUGERI, A. ZOPPINI (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche del mercato*, Bologna, 2008, 67. In questa sede l'A. propone la sua posizione critica rispetto al pullulare di funzioni che vengono associate all'istituto della responsabilità civile nella sua accezione extracontrattuale. Partendo dal presupposto che, attribuire alla responsabilità civile una precipua ed esclusiva funzione ne escluderebbe altre e si tradurrebbe in un esercizio “improprio” se non addirittura “ingenuo”, l'A. stabilisce come sussista una netta distinzione tra la funzione svolta dal dispositivo normativo (funzione normativa) e l'interazione che lo stesso ha nell'ambiente sociale in cui è collocato (efficacia sociale) e che queste ultime designano i processi ulteriori cui la prescrizione normativa da avvio nel contesto sociale. In conclusione l'A. precisa che assolutamente «[...] la determinazione di un dispositivo normativo prescindendo dalla sua efficacia sociale ma comporta che [...] la funzione giuridica di un tal dispositivo si definisca necessariamente a partire da

prodotto, assume un significato preciso allorché una sua violazione, riversandosi nel momento contrattuale, si proietta nella sfera dei diritti degli investitori. Questa sembra poter legittimare una corrispondente domanda, qualora ne ricorrano i presupposti, derivante, in termini di disciplina generale, dalla mancata o inadeguata adozione degli assetti societari interni ex art. 2381 c.c.: allorché un simile *deficit* si traduce nella predisposizione di un prodotto distante dalle caratteristiche del cliente di riferimento, determinando un danno patrimoniale scaturente dall'investimento, trova spazio il risarcimento contrattuale. L'angolo visuale che si può apprezzare abbracciando questa soluzione non può che porsi nella logica giuridica ristoratrice del danno subito a seguito dell'obbligazione inattuata, nella conversione risarcitoria della prestazione primaria rimasta inadempita⁴¹. Contemporaneamente, sullo sfondo di un contesto dottrinale più fervido nell'elaborazione di teorie funzionalistiche in materia di responsabilità *ex delicto* che *ex contractu*⁴², non può certo nascondersi come pure il risarcimento contrattuale determini la realizzazione di incentivi per il debitore al fine di attuare il regolamento⁴³, se non addirittura solcato da venature di deterrenza⁴⁴. Il complesso normativo che ruota attorno all'inadempimento dell'obbligazione sottintende perciò un ragionamento volto all'efficiente perseguimento dell'ottemperanza della prestazione ineseguita, rafforzando così il *favor* che il legislatore già esprime nei confronti del creditore. E infatti, il termine prescrizione decennale per l'esercizio dell'azione e un più favorevole regime

quegli effetti sociali soltanto che l'ordinamento ha considerato ed in vista dei quali ha, infine, costruito le sue griglie selettive ed i suoi rimedi. Se si vuole, si può perciò dire che la funzione giuridica coincide con quella specifica efficacia sociale che soltanto la norma (o un istituto) ha mostrato di considerare nel descrivere la sua fattispecie e nel determinarne gli effetti».

⁴¹ A. DI MAJO, *Tutela risarcitoria: alla ricerca di una tipologia*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, III, 253-254; ID., *Le tutele contrattuali*, Torino, 2009, 151-152.

⁴² Una notazione che è stata prontamente ricordata da V. ROPPO, *Pensieri sparsi sulla responsabilità civile (in margine al libro di Pietro Trimarchi)*, in *Questione giustizia*, 2018, I, 108, riprendendo peraltro le stesse perplessità avanzate in *Responsabilità oggettiva e funzione deterrente, note sparse*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, II, 292, laddove ricorda che il panorama dei giuristi latita di commentatori che si siano spesi, al contrario di coloro che lo hanno fatto rispetto al plesso della responsabilità aquiliana, in merito alle possibili funzioni espresse dalla responsabilità e dal risarcimento del danno contrattuali.

⁴³ Si veda nello specifico P. TRIMARCHI, *Il contratto: inadempimento e rimedi*, Milano, 2010, *passim* nel primo capitolo, si veda comunque 5, 82 e ss.

⁴⁴ In questo senso V. ROPPO, *Responsabilità contrattuale: funzioni di deterrenza?*, in *Lavoro e diritto*, 2017, III-IV, 410, 413 e ss., che sottolinea la funzione deterrente della responsabilità contrattuale sulla base di alcuni indicatori normativi tra cui l'art. 1225 c.c. sulla prevedibilità del danno risarcibile, l'art. 1460 c.c. in tema di eccezione di inadempimento, l'art. 1224 c.c. sul procedimento degli interessi moratori, l'art. 614 bis c.p.c. in tema di *astreintes*, l'art. 1229 c.c. sulle clausole di esonero e di limitazione della responsabilità, il 1382 c.c. relativo alla clausola penale. In conclusione, l'A. ritiene di estendere la giurisprudenza sui danni punitivi anche alla responsabilità *ex contractu*.

probatorio⁴⁵, consentono il pieno esplicarsi del diritto a un giusto processo. Un profilo di non poco conto se si pensa alle complessità che potrebbero circondare l'azione di danno da violazione del governo del prodotto e alla posizione dell'impresa, privilegiata nell'accesso ai mezzi di prova rispetto all'attore⁴⁶, ancor di più se proiettato nella dinamica degli obblighi di protezione, nel cui alveo verranno collocati gli autonomi doveri di origine legale che vi danno forma⁴⁷.

L'intervento rimediale rispetto ad una *product governance* solo parzialmente o inadeguatamente applicata, se non del tutto inattuata, trova spazio anche nell'alveo dell'invalidità, rappresentato dalla nullità. Conta puntualizzare che l'approccio allo strumento demolitorio non tende ripercorrere la dialettica tra la lettura "tradizionale" e quella venutasi a sviluppare negli ultimi due decenni, a capofila della quale si trovano le nullità relative, predisposte a salvaguardia della parte che più soffre dell'asimmetria e dei conseguenti squilibri contrattuali⁴⁸. Pertanto, benché la nullità si attesti come espressione

⁴⁵ Sull'onere della prova nei giudizi di responsabilità per inadempimento, la giurisprudenza di legittimità si è oramai espressa chiaramente da quasi un ventennio nello stabilire che il creditore che agisca in giudizio per l'esatto adempimento del debitore deve solo fornire la prova della fonte negoziale o legale del suo diritto, limitandosi ad allegare l'inesattezza dell'adempimento costituita dalla violazione dei doveri accessori, dalla mancata osservanza dell'obbligo di diligenza o dalle difformità qualitative o quantitative dei beni. Un simile indirizzo è ben colto in Cass. Sez. Un., 20 ottobre 2001, n. 13533, in *Corr. giur.*, 2001, XII, 1569, con commento di V. MARICONDA oltre che in *I Contratti*, 2002, II, 118, con nota di U. CARNEVALI; Cass., 12 febbraio 2010, n. 3353, in *I Contratti*, 2010, V, 499; Cass., 11 aprile 2013, n. 8901 in *www.dejure.it*; Cass., 20 gennaio 2015, n. 826, in *Gius. civ. mass.*, 2015; in tema di contratto di mandato le considerazioni permangono le stesse in Cass., 28 gennaio 2002, n. 982, in *Giur. it.*, 2002, X, 1837, con commento di A. ORTOLANI; relativamente all'onere della prova del creditore in relazione all'inadempimento della clausola penale, mantenendo il medesimo approccio argomentativo, Cass., 3 marzo 2006, n. 4724, in *Obbl. contr.*, 2007, II, 128, con commento di F. BUSONI.

Per una più puntuale panoramica sul regime della responsabilità contrattuale in punto di onere probatorio e in particolare con riferimento all'inadempimento delle regole di condotta e, più precisamente, del governo del prodotto si veda *infra*, soprattutto cap. 4, par. 4.2., 188-192.

⁴⁶ A tal proposito si pensi alla disciplina dell'art. 94 Regolamento Intermediari in materia di obbligo di conservazione dei registri, cui *infra* cap. 4, par. 4, spec. 183-184.

⁴⁷ Un ulteriore punto prospettico di analisi del governo del prodotto è quello degli obblighi di protezione entro il quale verranno analizzati, soprattutto nell'ipotesi di dissociazione tra produttore e distributore. Tali obblighi sono stati dapprima precisamente indicati da una corposa *soft law* di Esma che si è espressa puntualmente rispetto agli obblighi informazioni attivi e passivi, collaborativi tra produttore e distributore, di *product testing*, di revisione e che in seguito saranno più dettagliatamente specificati. Si tratta ad ogni modo di doveri che sono stati poi accolti nel Regolamento Intermediari (Reg. 20307/2018), con specifico riguardo agli artt. 63-68 e 71-72.

⁴⁸ La contrapposizione tra la disciplina ordinaria della nullità e quella delle nullità c.d. di protezione – e conseguentemente del substrato dogmatico che le precede – è stato uno dei filoni dottrinari più densi di contributi, destinato infine ad abbandonare una concezione monolitica della nullità per abbracciarne una variegata, che tenesse insieme la protezione di interessi pubblici, ma anche individuali, strumento agile e flessibile di tutela. A titolo esemplificativo, con riferimento a queste ultime epifanie della nullità, *ex multis* si vedano G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, Milano, 1995, 11; G. GIOIA, *Nullità di protezione tra esigenze del mercato e nuova cultura del contratto conformato*, in *Corr. giur.*, 1999, V, 600; V. SCALISI, *Nullità e inefficacia nel sistema europeo dei contratti*, in *Eur. dir. priv.*, 2001, III, 489 e ss.; ID., *Contratto e*

di un disvalore sociale che l'ordinamento esprime nei confronti dell'assetto negoziale⁴⁹ divisato fintanto da integrare una valutazione sanzionatoria del rimedio⁵⁰, il perimetro entro il quale sarà sviluppata prevedrà un fitto dialogo con il profilo della meritevolezza. Meglio dire, semmai, che quest'ultima si colloca nel discorso sulla soluzione restitutoria, quale preconditione teorica su cui innestare le considerazioni sul rimedio. Facendo leva sulla giurisprudenza che si è sviluppata in materia di derivati⁵¹, non può escludersi del tutto che se un prodotto è stato "assemblato" senza seguire il ben scandito *iter* procedimentale che sta alla base dell'istituto esaminato, il giudice possa definirlo nullo⁵² alla luce di un negativo giudizio di meritevolezza. In concreto, se la quota di un Oicr o il

regolamento nel piano d'azione delle nullità di protezione, in *Riv. dir. civ.*, 2005, V, 459 e ss.; G. PERLINGIERI, *Atti dispositivi "nulli" e acquisto dell'eredità. Contributo allo studio della gestione conservativa*, Napoli, 2002, in part. 92.

⁴⁹ Specificamente, in questo senso, si veda C. M. BIANCA, *Diritto civile. L'obbligazione*, V, Milano, 2000, 613; A. LA TORRE, *Diritto civile e codificazione*, Milano, 2006, 279.

⁵⁰ Sulla caratterizzazione, o secondo alcuni, funzione sanzionatoria della nullità si è a lungo discusso e, come si evince dalla premessa, le vedute non sono da sempre state del tutto concordi. Benché alcuni autori si siano spinti a definire la nullità come rimedio sanzionatorio – a tal proposito si vedano R. SACCO, *Il contratto*, in F. VASSALLI (diretto da), *Tratt. dir. civ. it.*, Torino, 1975, 524-525; A. DI MAJO, *La nullità*, in M. BESSONE (diretto da), *Il contratto in generale*, in *Tratt. dir. priv.*, XIII, Torino, 2002, 40-41, laddove specifica che il co. 1 dell'art. 1418 configurerebbe l'ipotesi di c.d. "nullità-sanzione"; riprendono la nozione di una nullità sanzionatoria anche G. B. FERRI, *Introduzione al sistema dell'invalidità del contratto*, in M. BESSONE (a cura di), *Il contratto in generale*, in *Tratt. dir. priv.*, Torino, 2002, 17; A. LA SPINA, *Destruzzione della nullità e inefficacia adeguata*, Milano, 2012, 52 –, va ricordato come parte della dottrina non accolga un simile approccio. In questo senso si leggano le pagine di N. IRTI, *La nullità come sanzione civile*, in *Contr. impr.*, 1987, I, 542 in cui sin dalle prime battute precisa che la nullità non può essere considerata una sanzione, intesa come concetto giuridico, bensì lo è più per comodità espressiva. Essa sarebbe percepita come momento sanzionatorio per via del fatto che è prevista e attuata dal legislatore e perché assorbe in sé due fasi che per altri rimedi richiederebbero un momento di congiunzione e che invece la nullità tiene insieme: quella, appunto, della sanzione e quella della coazione. Sempre N. IRTI, *Due saggi sul dovere giuridico: (obbligo-onere)*, Napoli, 1973, 104, seguito in questo senso da F. D'AGOSTINO, *Sanzione (teoria gen.)*, in *Enc. dir.*, XLI, Milano, 1989, 322, sottolineano come invalidità e sanzione siano due rette parallele destinate a non incontrarsi poiché la prima determina un atto inesistente mentre la seconda, al contrario, presuppone un atto esistente.

⁵¹ Il tema dell'immeritevolezza, plasmato per mezzo della nozione di causa concreta, nella contrattazione in derivati è stato puntualmente approfondito dalla giurisprudenza di legittimità, come da quella di merito, benché, in termini di efficacia della pronuncia, non sempre si sia giunti ad una soluzione univoca, semmai oscillante tra gli estremi dell'invalidità e dell'inefficacia. Senza pretesa di esaustività, tra le pronunce di legittimità si ricordino Cass., 30 settembre 2015, n. 19559, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, II, 137; Cass., 10 novembre 2015, n. 22950, in *www.dejure.it*; Cass., 15 febbraio 2016, n. 2900, in *www.giustiziacivile.com.*, 26 luglio 2016; Cass., 29 febbraio 2016, n. 3949, in *I Contratti*, 2016, X, 898; Cass., 13 luglio 2018, n. 18724, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2020, III, 363; Cass., 7 febbraio 2019, n. 3679; per gli arresti di merito si vedano App. Napoli, 3 marzo 2010, in *www.dejure.it*; Trib. Verona, 25 marzo 2013, in *Giur. comm.*, 2014, IV, 719; Trib. Genova, 30 novembre 2015, n. 11639, in *www.dirittobancario.it*; App. Aquila, 8 aprile 2020, n. 537 in *www.dirittodelrisparmio.it*.

⁵² Benché sin dalle prime battute del capitolo si intenda scandagliare i meandri della nullità derivante da contratto immeritevole per mancanza o inesatta applicazione del governo del prodotto, va quanto meno ricordato che il dibattito sugli effetti dell'immeritevolezza contrattuale non si esaurisce di certo in una soluzione univoca, sempre rintracciabile nel rimedio demolitorio. Per una ricognizione più approfondita si veda nota *infra* nota 70 di questo stesso capitolo.

derivato, siano stati erroneamente predisposti per un *target* di mercato non corrispondente, le conseguenze di una falla nel momento organizzativo potrebbero riverberarsi su quello contrattuale. Se poi quel prodotto dovesse essere acquistato da chi *ab initio* non avrebbe dovuto riceverlo – per mancanza di conoscenza ed esperienza, incapacità di sostenerne le perdite, un profilo di rischio/rendimento totalmente estraneo al cliente ed esigenze e obiettivi di investimento incongrui –, il contratto, per via di difetto della causa concreta, potrebbe incrociare una pronuncia di nullità in quanto inadatto a perseguire gli interessi voluti da una delle parti. Gli è dunque che un *vulnus* che si consuma nell'amministrazione d'impresa, che coinvolge gli organi apicali nella predisposizione delle scelte di politica imprenditoriale, potrebbe essere inquadrato non solo nell'ottica del danno di natura patrimoniale subito dal cliente finale. Con la *governance* viene semmai – e si può dire inevitabilmente – coinvolto il contratto, quel contratto d'impresa che, venuta meno la funzione per cui è stato pensato, potrebbe essere travolto sia in termini di struttura che di contenuto.

Come sostenuto da preziosa dottrina, la condanna alla nullità dell'atto nel diritto dei mercati finanziari non è «un'operazione sovversiva»⁵³, al contrario, sembra tener unite le istanze pubblicistiche – che nel settore di cui si discute si traducono nella garanzia della solidità del sistema – e quelle relative al rapporto, atomisticamente inteso, con l'investitore. Quest'ultimo aspetto per giunta pare irrobustirsi a fronte dell'azione restitutoria che conseguirebbe alla pronuncia di una sentenza dichiarativa di nullità⁵⁴. Infatti, la tutela che si origina dall'azione ex art. 2033 c.c., e che determina la restituzione delle somme versate dal cliente in quanto indebito oggettivo, richiede al convenuto la ripetizione del *tantundem* ottenuto dalla controparte secondo il valore nominale, comprensivo degli interessi. Inoltre, benché la cornice di riferimento in materia di *product governance* che si intende fissare contempra il contraltare del risarcimento contrattuale, la restituzione non presuppone il criterio del danno prevedibile, non chiede di tenere in conto

⁵³ È la posizione espressa da F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche*, in *Dir. fall.*, 2008, I, 6.

⁵⁴ Nel pregevole studio della prospettiva rimediale nel settore dei mercati finanziari F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 197, giunge a dire che «La restituzione corrisponde infatti alla massima tutela possibile che l'ordinamento offre all'investitore».

il concorso colposo del debitore e non prevede, in sede giudiziale, il complesso procedimento di quantificazione del danno⁵⁵.

1.3. (segue) *Premessa sulla soluzione rimediale e particolarità della regola di condotta*

Fin qui è stato preparato il campo per una piena comprensione del governo del prodotto. Si è cercato in sostanza di approfondire il versante relativo al *private enforcement* rispetto ad una regola dalla natura biface che, alla luce delle disposizioni vigenti, gode di una disciplina esclusivamente pubblicistica. In una siffatta situazione si è rammentato come il profilo della sanzionabilità in termini privatistici, del tutto assente, paia perfino necessario per riscontrare l'efficienza di una simile espressione del diritto privato regolatorio. Ma se le premesse relative al mercato in cui la *governance* è collocata, assieme a quanto precisato sulle peculiari modalità regolatorie che lo soprassedono, sono state d'aiuto nell'inquadrare meglio l'orizzonte del lavoro e nell'apprezzare il substrato dogmatico che lo ha preceduto nel capitolo precedente, non vanno dimenticati degli aspetti ulteriori, non secondari, ma che, al contrario, consentono di chiudere il cerchio con riferimento al punto di partenza da cui dirompe l'apprezzamento della *governance* e della ricerca.

Si intende (ri)marcare l'aspetto afferente, in primo luogo, alla particolare articolazione che il governo del prodotto assume in relazione ai soggetti coinvolti nella realizzazione del prodotto finanziario. L'azionabilità del rimedio può infatti comportarsi diversamente a seconda che vi sia o meno una corrispondenza tra produttore e distributore e, in entrambi le ipotesi, non è per giunta possibile escludere il concorso tra le soluzioni invalidante e risarcitoria. In sostanza, nell'intreccio tra diritto comune e normativa specialistica, non può che contemplarsi l'azionabilità di differenti soluzioni rimediali. La dissociazione tra *manufacturer* e *distributor* assume un significato che può rilevarsi dunque non irrilevante, consentendo un ampio ventaglio di protezione all'investitore in dipendenza del tipo di intermediario.

⁵⁵ Sulla più piana gestione, in termini processuali, del rimedio invalidante derivante dal confronto con quello risarcitorio, si veda *infra* cap. 4, par. 4.1., 184 ss.

Non meno significativo è, in conclusione, anche il riferimento al prodotto e al servizio offerti dal soggetto autorizzato. E se sarà interessante comprendere quale declinazione assumerà il primo conformemente al rimedio invalidante, che incide profondamente sul profilo dell'atto, il secondo passa sotto l'osservazione dell'interprete, con particolare attenzione alle tipologie di servizi prestati e, in conseguenza, alle regole di comportamento che vi si riconducono⁵⁶.

⁵⁶ Si tratta chiaramente della sussistenza della regola di appropriatezza e adeguatezza in corrispondenza, rispettivamente, di servizi di consulenza o meno. Appare chiaro che, la compresenza di simili regole possa influenzare gli effetti derivanti da una non corretta applicazione del governo del prodotto.

SEZIONE I

2. *Coincidenza tra manufacturer e distributor: brevi note sul ruolo della product governance nel panorama obblighi di comportamento, tra regole di validità e di responsabilità*

Il complesso rimediale che si intende approfondire nei suoi peculiari sviluppi prende le mosse innanzitutto dal particolare atteggiarsi della regola come si è giustappunto ricordato. In termini preliminari conta dunque precisare che l'analisi sul rimedio si declinerà alla luce della previa identificazione di *manufacturer* e *distributor*, meglio ancora, in dipendenza della loro corrispondenza o meno, concentrando le attenzioni dapprima sull'ipotesi in cui produttore e distributore rappresentino la medesima entità.

E, fuor di ripetizione, va rimarcato che l'articolazione caratteristica della regola la distingue marcatamente dall'insieme degli obblighi di condotta che accompagnano l'intermediario nella prestazione del servizio d'investimento: il governo del prodotto, collocandosi in seno all'impresa durante la fase di programmazione dell'attività – che poi si sovrappone e consiste anche in un momento di programmazione dell'atto stesso – non va confuso con le prescrizioni che richiedono l'espletamento di obblighi informativi attivi e passivi nel corso della prestazione d'investimento, quelli di adeguatezza e appropriatezza – che, in base al servizio prestato, comunque determinano un contatto diretto con l'investitore che prevede la comunicazione della rischiosità dell'operazione e l'eventuale astensione qualora quest'ultima non possa essere compresa e sopportata dal cliente –, oltre che quelli di agire in assenza di conflitto d'interessi e di non apprendere qualsiasi forma di onorario derivante da servizi accessori.

Ma mentre simili condotte si manifestano ed esprimono la propria efficacia nel momento esecutivo del contratto, nell'esplicazione concreta del servizio, il governo del prodotto, al quale va indubbiamente riconosciuto una precisa incidenza nel momento obbligatorio di origine contrattuale, si individua precedentemente. Si fissa cioè nel contesto amministrativo d'impresa, allorquando è la stessa che, per mezzo di un assetto organizzativo e amministrativo-contabile adeguati, adotta le decisioni necessarie al fine

di guidare il più efficientemente possibile il proprio *business*. E nonostante questa collocazione, che si pone nel mezzo dell'operare programmatico degli organi apicali, non può essere esclusa l'incidenza che essa assume nel contesto negoziale, sull'atto – contestualmente inserito all'interno del servizio prestato – oltre che sul regolamento⁵⁷. La breve descrizione, e la distinzione operata con le altre regole di comportamento, lascia perciò intendere il differenziale che si consuma tra la *governance* e gli altri obblighi, a livello operativo, ancor prima semmai a livello teorico e – necessariamente per l'analisi che si conduce attraverso queste pagine – anche rispetto agli strumenti rimediali che dovranno essere apprestati in corrispondenza di un *vulnus* applicativo della stessa.

Il segno della differenza, della diversità tra il governo del prodotto e le prescrizioni calate nel momento attuativo del rapporto – che sia nella fase contrattuale in senso stretto o pre-contrattuale poco importa – rappresentano un punto di partenza necessitato, utile per poi calarsi nei meandri delle soluzioni rimediali. Le stesse che, nei mercati finanziari, hanno conosciuto per più di una decade una risposta ispirata dalle prescrizioni monolitiche della Suprema Corte e che, al netto delle posizioni discordanti della giurisprudenza come di merito così di legittimità, si è mossa in maniera basculante tra due poli, presieduti da altrettanto precise garanzie rimediali: per un verso le cc.dd. regole di validità – dalla cui violazione, coinvolgendo elementi essenziali del contratto, si determina l'attuazione di un rimedio appunto invalidante – e, per l'altro quelle di responsabilità, che assorbirebbero vieppiù le contravvenzioni degli obblighi comportamentali e che, non incidendo sugli elementi strutturali, sarebbero suscettibili di una risposta prevista esclusivamente in chiave risarcitoria⁵⁸.

⁵⁷ Dense le pagine sul “regolamento” contrattuale di V. ROPPO, *Il contratto*, in G. IUDICA, P. ZATTI (a cura di), *Tratt. dir. priv.*, Milano, 2001, 329-333, nelle quali si estrapola l'idea per cui il regolamento viene considerato come vero e proprio «luogo concettuale» in cui siano irrelati contenuti ed effetti del contratto stesso.

⁵⁸ La contrapposizione tra regole di validità e di responsabilità ha segnato – e tutt'ora caratterizza – il diritto dei mercati finanziari e per una panoramica dottrinale di ordine generale sull'argomento si rinvia, *ex multis*, a L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato*, Napoli, 1961, 28; V. PIETROBON, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990, 104 ss.; L. MENGONI, *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, I, 9; G. D'AMICO, «Regole di validità» e principio di correttezza nella formazione del contratto, Napoli, 1996, spec. 250 e ss.; ID., *Regole di validità e regole di condotta nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 1. Benché sia stata oggetto di un approccio critico volto ad una necessaria rivisitazione, rimane tuttavia una contrapposizione che non può essere superficialmente superata se non, appunto, in un'accezione piena e matura. In una veste critica e in una prospettiva di superamento di un simile “dualismo”, che trova il suo paradigma di riferimento nel principio di non interferenza fra regole di validità e di correttezza, si pongono, con riguardo al finanziario D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *I Contratti*, 2008, IV, 406 che chiaramente statuisce come, rispetto alla

La rivalutazione critica di un simile bipolarismo per cui anche i doveri comportamentali possono penetrare nella struttura contrattuale financo intaccando gli elementi costitutivi del negozio, dando spazio ai rimedi demolitori, consente di introdurre un ragionamento articolato anche in concomitanza di un governo del prodotto imperfetto, mancante di taluni dei propri passaggi, carente di alcuni degli obblighi che ne costituiscono la fibra essenziale. Si vuol dire – e la precisazione investe sia il nucleo forte del governo del prodotto sia, generalmente, il più ampio recinto degli oneri di condotta – che quando ci si interroga sul rimedio preferibile, nell'accezione del suo più alto grado di efficacia, siamo di fronte a ciò che un Autore ha brillantemente definito come uno «spazio aperto»⁵⁹: concretamente, non è corretto procedere aprioristicamente in merito alla scelta sul rimedio adottabile; che gli effetti della condotta abbiano colpito direttamente un aspetto strutturale o che la stessa si sia tradotta in un'incidenza che si è posata *prima facie* su di un'espressione che non travolge lo “scheletro” del contratto, ciò non deve condurre ad un ragionamento esclusivo, nonché escludente. Ciò, in sostanza, significa che non si può asetticamente abbinare uno specifico *set* rimediale ad un altrettanto corrispondente tipo di violazione o, quanto meno, questa equazione non può e non deve essere il risultato sistematicamente perseguito dagli operatori giuridici. Non può contemplarsi un accoppiamento, si può dire automatico, ispirato ad una logica binaria, per cui ad una ben individuata interferenza corrisponda inevitabilmente quella, e solo quella, risposta dell'ordinamento.

distinzione tra regole di validità e di comportamento, «[...] è ben noto che una sua concezione rigida qual è quella che esclude incondizionatamente che la violazione di regole di comportamento da luogo a nullità del contratto, è superata nella dottrina civilistica da diversi lustri».; in seguito anche G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Riv.crit.dir.priv.*, 2009, I, 107 ss.; A. TUCCI, *Il rapporto intermediario/cliente tra “servizio” e “contratto”*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, II, Padova, 2010, 207; G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, in *Il foro napoletano. Quaderni*, V, Napoli, 2013, 19-30, 84 e ss. che, peraltro, si colloca nel solco già tracciato in precedenza da altri autori tra cui S. ROMANO, *Buona fede (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, V, Milano, 1959, 687; G. VISINTINI, *La reticenza nella formazione dei contratti*, Padova, 1972, 112; A. GENTILI, *Nullità, annullabilità, inefficacia (nella prospettiva del diritto europeo)*, in *I Contratti*, 2003, II, 200 ss.; S. PAGLIANTINI, *Autonomia privata e divieto di convalida del contratto nullo*, Torino, 2007, 135.

⁵⁹ Tale espressione si deve a A. DOLMETTA, *La violazione di “obblighi di fattispecie” da parte di intermediari finanziari*, in *I Contratti*, 2008, I, 84. L'A. non è peraltro l'unico a notare una necessaria impostazione diversificata del rimedio in relazione al tipo di contratto e di violazione accertata e in questo senso si pongono sulla stessa scia anche G. GRISI, *Spigolando su causa, derivati, informazione e nullità*, in *Persona e mercato*, 2015, IV, 145; S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, II, 395, laddove, benché imposti un ragionamento con particolare riferimento ai contratti derivati, precisa che «[...] tuttavia frammentare all'insegna del *distinguere frequenter* non sempre è un *minus* [...]».

Di questa istanza sovvertitrice si fa latore anche il governo del prodotto che, appunto, non può essere ingabbiato nei rigidi schemi approntati dalle Sezioni Unite ormai quattordici anni orsono, ma che, al contrario, diventa punto di incontro di una teoria dei rimedi dai contorni lati, ma non per questo sfuggenti, e dall'attitudine elastica, che coniuga a seconda dei casi e in base alle esigenze di tutela concretamente presentatesi, lo strumento demolitorio con quello compensatorio. In una cornice in cui non va tralasciata, peraltro, la dimensione processualistica, pur sempre inglobata nella speculazione sui rimedi, che necessiterà di un adeguato sviluppo lungo il profilo dell'azione, declinata anche attraverso lo strumentario di natura collettiva, sia risarcitorio-restitutoria che inibitoria.

2.1. Presupposti giuridici e di fatto sulla violazione della product governance: un'anticipazione sulla scelta rimediale demolitoria

La considerazione affrontata rispetto al dialogo tra responsabilità e validità che si infrange lungo la dorsale del diritto finanziario, con specifico riguardo al problema della coercibilità delle regole di condotta, ha assunto dimensioni di primissimo rilievo. E i tratti di complessità che la accompagnano non hanno risparmiato nemmeno il perimetro del governo del prodotto che, nonostante un grado di prossimità al contratto “materialmente” distante, non può ritenersi alieno dalle dinamiche contrattuali, al contrario, la sua antecedenza si esprime in una posizione preliminare destinata a incidere sull'efficacia dello statuto negoziale.

La *governance* del prodotto, si è detto, ha origine nell'impresa, nel suo momento organizzativo, che vede coinvolti, in prima battuta, gli organi apicali e a seguire l'ingranaggio dei controlli interni. Se i primi sono tenuti ad individuare il mercato e la clientela *target*, i secondi sono competenti nell'esercitare la complessa trama di controlli succedanei alla decisione sul prodotto e che – anche nel caso testé considerato, cioè quello di sovrapposizione tra produttore e distributore – si traducono nell'attività di *reviewing* del contratto, comprensiva di *stress test* e analisi di scenario. Riassuntivamente, una volta predisposta una scelta di politica imprenditoriale attraverso la decisione del tipo di prodotto assemblato e del servizio fornito – non ci si scordi che in questo contesto l'intermediario non è solo *manufacturer*, ma presta anche un servizio di regola consulenziale –, essa viene consolidata ulteriormente grazie al concorrente intervento

degli organi interni. È in questo stadio della produzione che prende forma la “cellula primigenia del contratto”, intendendo con questa espressione la prima apparizione, sebbene in termini di atipicità – ma pur sempre attraverso l’adozione di un tipo contrattuale riconosciuto – del prodotto finanziario. L’intermediario così, abbracciata una precisa visione strategica in termini di politica imprenditoriale, individuati il contesto e i destinatari, è in grado di distribuire il prodotto. E lo spettro contrattuale, che viene interessato dall’incedere decisionale dell’imprenditore, non può che coinvolgere un ventaglio ampio di manifestazioni negoziali, più in generale, di prodotti finanziari, rispetto ai quali la regola si modula differentemente: basti porre mente *in primis* ai derivati finanziari, ma non sembra ne possano rimanere esclusi anche quelli strumenti finanziari che derivati non sono e che hanno ad oggetto rapporti di investimento standardizzati⁶⁰ – per cui, con rispetto alla propria natura, non si sbaglia nel affermare che la regola si atteggerà in termini meno stringenti⁶¹ – senza dimenticare peraltro la negoziazione di quote di emissione⁶².

⁶⁰ Con il riferimento ai rapporti di investimento standardizzati, si intende la nozione di “valore mobiliare”, così come riportata dall’art. 1 co. 1-*bis*, comprendente azioni di società ed altri titoli equivalenti (art. 1 co. 1-*bis*, lett. a), obbligazioni e altri titoli di debito, qualsiasi altro valore mobiliare che consenta di acquisire o vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b). Si tratta dunque di strumenti finanziari rappresentativi di capitale di rischio o di debito e che, sin dalla loro emissione, si presentano in forma standardizzata. Per una precisa definizione e connotazione dei tratti salienti dei valori mobiliari, coerente con l’attuale disciplina del T.u.f., ci si soffermi su quanto scritto da V. V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, I, in part. 4-6 su i valori mobiliari; per una più ampia digressione, relativa anche al mutato significato che il concetto di valore mobiliare ha assunto negli anni in seno all’ordinamento finanziario italiano si vedano G. ALPA, *Aspetti e problemi delle tipologie contrattuali degli investimenti*, in *Ec. dir. terz.*, 1990, II, 123-129; R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, III, 326 e ss., in part. 328-338; V. V. CHIONNA, *Le origini della nozione di valore mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1999, IV, 831 e ss.

⁶¹ Rispetto a prodotti standardizzati resta comunque difficile ritenere che il governo del prodotto possa ritenersi pienamente coercibile, per la loro natura e perché, destinati ad una circolazione massificata, non possono che *ab origine* risultare coerenti al profilo di taluni investitori soltanto, al netto di altri che sin dall’emissione non ne potranno essere destinatari. Sicché, conta ricordare quanto precisato dalle *Guidelines on MiFID II Product Governance Requirements* di Esma, 5th February 2018, 35-43-620, che, ispirandosi al principio di proporzionalità previsto al considerando 19 della Direttiva delegata (Ue) 2017/593, ha stabilito che «For simpler, more common products it is likely the target market will be identified with less detail». Sull’applicazione del governo del prodotto rispetto alla realizzazione di prodotti standardizzati – si tratta in realtà di un fenomeno ancor più specifico, quello del *self-placement* di azioni da parte della banca emittente – alcuni dubbi vengono appunto avanzati da A. SCIARRONE ALIBRANDI, U. MALVAGNA, *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell’investitore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, II, 167-168.

⁶² In concreto ci si riferisce alle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, regolate dall’art. 1 co. 2 lett. c) T.u.f., che consentono di partecipare alle iniziative di costituzione di un fondo comune in cui vengono messe a disposizione le risorse condivise dai risparmiatori. Nel *genus* degli strumenti finanziari di cui fanno parte si distinguono dai valori mobiliari, principalmente per via del servizio di gestione a monte che concorre a determinarne un tratto distintivo, oltre al fatto che non partecipano né al debito né all’attività di finanziamento dell’impresa. Chiari, a proposito della natura delle quote Oicr, si mostrano V. V. CHIONNA, *Le forme dell’investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, 139; E. RIGHINI, *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enc. dir. Annali*, Milano, IV, 2011, 1173-1174.

Non pare dunque destabilizzante introdurre una speculazione sul rimedio che, pur riconoscendo la scaturigine della patologia contrattuale in una disfunzione del modello imprenditoriale, si pone in stretto contatto con l'atto, lo stesso che riproduce le mancanze insite nell'attività.

Si fa così strada un percorso dogmatico, peraltro già battuto da una certa dottrina nel finanziario – ci si riferisce a quell'indirizzo sviluppatosi a seguito di una corposa giurisprudenza in tema di *interest rate swap*⁶³ e di *clause claims made*⁶⁴ nei contratti di assicurazione professionale – che coinvolge direttamente il contratto, investendone un elemento essenziale – la causa, nello specifico – e che, allo stesso tempo, non perde di vista come una simile incisione provenga da un cortocircuito all'interno dell'attività costitutiva dell'oggetto sociale d'impresa. Una criticità proveniente da un fallace *packaging* del prodotto, consistente nell'errata identificazione del mercato e del cliente, determinata ipoteticamente dalle manchevoli informazioni ottenute o, più verosimilmente, da un insieme di organi e di controlli interni che sono mancati nell'esercizio delle proprie competenze anche nel momento successivo alla creazione. Quello relativo al monitoraggio, che si esplica nella revisione – e che quindi tiene conto delle eventuali fluttuazioni di mercato e di conseguenza dei sottostanti in caso negoziazione di derivati –, nei tests, nella predisposizione delle analisi di scenario e nella conseguente descrizione del prodotto. Simili falle nell'organizzazione dell'attività per mezzo dei servizi finanziari determinano, ad ogni modo, una e una sola conseguenza: l'intermediario distribuisce un “bene-contratto” che non corrisponde al profilo dell'investitore previamente identificato, conducendo ad un'incolmabile distanza tra l'astratto modello dell'operazione e l'assetto di interessi che si è infine concretamente realizzato tra le parti. In buona sostanza, sin dalla conclusione del contratto che dà vestimento all'operazione economica, *ab origine*, si denota la piena inidoneità della stessa nel corrispondere alla ragion pratica dell'affare.

Sulla scorta di un simile disallineamento tra l'archetipo contrattuale astrattamente condivisibile, consistente in un contratto atipico, nello schema generale di riferimento, e

⁶³ V. *supra* cap. 4, nota 51, 148.

⁶⁴ Si vedano, in particolare, Cass., 6 maggio 2016, n. 9140, in *Giur. comm.*, 2017, VI, 983; Cass., 28 aprile 2017, n. 10506, in *Giur. comm.*, 2018, VI, 973; Cass. 28 aprile 2017, n. 10509, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, II, 667; Cass., 24 settembre 2018, n. 22437, in *Resp. civ. prev.*, 2019, I, 163.

il suo effettivo e contingente atteggiarsi, la plausibilità del rimedio demolitorio muove dal fitto dialogo che si snoda tra diritto comune e disciplina settoriale⁶⁵.

3. *Introduzione al giudizio di meritevolezza in rapporto ad un obbligo di condotta (d'impresa). Un'analisi tra causa concreta e disciplina settoriale*

In questo contesto, nel primo si rifugia l'antecedente valutazione di meritevolezza degli interessi, *topos* impervio⁶⁶ e chiave di volta assiologica per la necessaria comprensione della scelta rimediale all'interno del contesto dei mercati finanziari e, in questo preciso caso, rispetto a un inefficiente governo del prodotto. Intercettare la meritevolezza – o, attraverso, una valutazione di direzione contraria, riscontrare l'immeritevolezza del contratto⁶⁷ – riveste un ruolo di non poco momento nel percorso che conduce all'individuazione del rimedio benché, come si è detto, allo stesso tempo si traduca in un'operazione che non si risolve se non problematicamente. I criteri con cui condurla⁶⁸, una prossimità da più parti sospinta con (i principi fondanti del giudizio di)

⁶⁵ Un simile rapporto è colto egregiamente, con riferimento alla categoria dei contratti di investimento oltre che dei prodotti finanziari, da A. TUCCI, *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, *Contr. impr.*, 2017, III, *passim*, ma con riferimento all'antecedente controllo di meritevolezza, quale espressione del dialogo tra diritto privato e diritto finanziario, si vedano 937 e ss.

⁶⁶ Le problematiche di senso e di significato vengono, seppur con brevi ma taglienti tratti, sottolineate da G. STOLFI, *Luci ed ombre nell'interpretazione della legge*, in *Jus*, 1975, II, 144-145; A. GENTILI, *Merito e metodo nella giurisprudenza sulle cassette di sicurezza: a proposito della meritevolezza di tutela del contratto "atipico"*, in *Riv. dir. comm.*, 1989, V-VI, 234, allorché l'A. sottolinea che in merito al giudizio di meritevolezza sembra emergere un «[...] imbarazzante problema: tanto appare necessaria la valutazione di meritevolezza imposta dal legislatore quanto appare impossibile o almeno ambigua, così dal lato del criterio in base al quale condurla, come dal lato del contenuto rispetto al quale condurla»; benché con riferimento al fenomeno degli statuti di società, i medesimi dubbi interpretativi vengono avanzati anche da P. M. SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 162-164.

⁶⁷ In particolare sul lavoro interpretativo del giudice, non tanto volto a verificare positivamente la meritevolezza, quanto più a constatarne l'assenza, si veda A. TUCCI, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, II, 145. Sul duplice senso di conduzione del giudizio di meritevolezza anche F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale. Le obbligazioni e i contratti*, II, Padova, 1999, 191.

Prevalente dottrina, in questo senso, considera però il giudizio di meritevolezza come una valutazione in positivo, poiché comporterebbe un favorevole apprezzamento, da parte dell'ordinamento giuridico, delle finalità perseguite con il contratto. In sostanza, e a differenziarlo dal giudizio di liceità, il controllo sulla meritevolezza si colloca e schiude i suoi effetti all'interno del regolamento pattizio, riscontrando in positivo se lo stesso sia o meno aderente ai principi dell'ordinamento. A proposito si vedano A. CATAUDELLA, *Il richiamo all'ordine pubblico ed il controllo di meritevolezza come strumenti per l'incidenza della programmazione economica sull'autonomia privata*, in *Scritti giuridici*, Padova, 1971, 165; ID., *L'uso abusivo dei principi*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, IV, 748; V. RIZZO, *Fonti delle obbligazioni fra tipicità, atipicità e giudizio di meritevolezza*, in F. RUSCELLO (a cura di), *Studi in onore di Daniele Messinetti*, Napoli, 2008, 818-819; E. W. DI MAURO, *Rent to buy e tipo contrattuale*, Napoli, 2018, 73.

⁶⁸ Ragionare relativamente ai criteri con cui il giudizio di meritevolezza viene condotto significa puntare lo sguardo sul significato che al concetto analizzato è stato attribuito principalmente dalla dottrina. Va detto

liceità della causa⁶⁹, nonché una visuale non sempre univoca rispetto agli effetti riconducibili a seguito di un suo riscontro⁷⁰, conducono la teoria dei rimedi ad un

preliminarmente che il giudizio di meritevolezza ha scontato nel corso degli anni un approccio di tipo funzionalistico, improntato ad una lettura solidaristica del criterio. Si fa riferimento a taluni autori che vi hanno riscontrato l'espressione di un controllo di liceità dell'atto radicato nel principio di "utilità sociale", *ex multis*, M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, 1974, 92; E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli, 1994, 191, allorché l'A. ricorda che «La liceità è condizione necessaria, ma non condizione sufficiente di per sé sola a giustificare il riconoscimento del diritto. Per ottenere questo la causa deve rispondere anche ad un'esigenza durevole della vita di relazione, ad una funzione di interesse sociale», 191; C. M. BIANCA, *op. cit.*, 459; ID., *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, II, 253 o comunque inteso come «[...] tributo individuale agli "interessi generali della produzione" [...]» come ricordato da F. LUCARELLI, *Solidarietà e autonomia privata*, Napoli, 1970, 171; a suo modo anche P. GALLO, *Introduzione al diritto comparato. Istituti giuridici*, II, Torino, 2018, 44, che, pur riconoscendo nel riscontro della meritevolezza uno strumento di politica del diritto, vi riconduce una valenza sociale; *contra* U. MAJELLO, *I problemi di legittimità e disciplina dei negozi atipici*, *Riv. dir. civ.*, 1987, V, 495-496.

Non sono mancate comunque letture alternative a quella poc'anzi ricordata e che, ugualmente, hanno riconosciuto una propria autonomia al giudizio di meritevolezza. Tra le più significative si veda quella proposta da F. GAZZONI, *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 66 e ss., che considera il contratto meritevole sulla scorta dell'«idoneità in astratto dello schema [...] nonché effettiva intenzione dei contraenti di assoggettare il rapporto privato alla normativa legale, nel senso di creare un vincolo personale coercibile secondo i principi giuridici». Dunque, per l'A., un atto atipico, affinché sia meritevole, deve riscontrarsi nell'idoneità dello schema giuridico adottato a derogare lo schema della tipicità legale rispetto alle regole relative al «procedimento di creazione dello strumento contrattuale» sia rispetto all'«intenzione giuridicizzante delle parti».

⁶⁹ Tra i commentatori vi è stato chi, di fatto, non ha riscontrato alcuna nota differenziale tra i due giudizi, al contrario, li ha contenutisticamente affiancati, fino a ritenerli sovrapponibili, identici. Il riferimento corre a coloro che si sono interrogati a più riprese sulla natura dei giudizi di meritevolezza e liceità, su i criteri che ne ispirano le reciproche valutazioni e sulla loro eventuale coincidenza. Tra i principali sostenitori di questa tendenza interpretativa, si ricordino le posizioni di G. GORLA, *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistico*, in *Lineamenti generali*, Milano, 1954, 199 e ss.; G. STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1961, 29, 210; G. B. FERRI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, *Riv. dir. comm.*, 1971, IV, 88, laddove fa riferimento ad una "indispensabile sincronia" tra l'art. 1322 co. 2 c.c. e l'art. 1343 c.c.; ID., *Ancora in tema di meritevolezza dell'interesse*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, I-II, in part. 8, allorché riscontra la sovrapponibilità dei due concetti nella stretta connessione esistente tra la causa come elemento essenziale del negozio giuridico e gli interessi, previsti dal co. 2 dell'art. 1322 c.c.; ID., *Il negozio giuridico tra ordinamento e autonomia*, in *Scritti G. Cattaneo*, Milano, 2002, 1041, in cui, di fatto, fa coincidere il giudizio di meritevolezza con i dati della contrarietà alle norme imperative, ordine pubblico e buon costume; C. DONISI, *Il problema dei negozi giuridici unilaterali*, Napoli, 1972, 239; A. GUARNERI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, V, 799 e ss.; D. CARUSI, *La disciplina della causa*, in E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti in generale*, Torino, 1999, 535-541, che aggiunge una non velata critica alla concezione socialmente connotata della meritevolezza degli interessi; G. GRISI, *L'autonomia privata*, Milano, 1999, 32 e ss.

Tra chi invece ha assimilato il co. 2 dell'art. 1322 c.c. con la lettera dell'art. 1344 c.c., dando spazio a quell'interpretazione per cui il contratto è immeritevole se i contraenti, consci dell'impossibilità di concludere un contratto tipico perché vietato dalla legge, ne concludano un altro, di natura atipica, finalizzato al raggiungimento dello stesso interesse previsto dal patto vietato, si leggano P. GALLO, *Trattato del contratto*, Torino, 2010, 119 e ss.; R. SACCO, *Interesse meritevole di tutela* (voce), in *Dig. disc. priv.*, sez. civ., agg., Torino, 2010, spec. 321.

⁷⁰ Un punto di non poco momento è stato rappresentato da alcune pronunce di legittimità che hanno investito il tema degli effetti derivanti dalla pronuncia di immeritevolezza degli interessi contrattuali, in particolare Cass. 30 settembre 2015, n. 19559 e Cass. 29 febbraio 2016, n. 3949, che hanno proposto all'interprete la questione dell'inefficacia del contratto contrastante con la lettera dell'art. 1322 co. 2 c.c. Gli arresti appaiono problematici e lasciano aperti degli spiragli interpretativi che derivano da una sorta di incongruenza tra le premesse metodologico-teoriche e gli effetti che i giudici intendono ricondurvi: le prime sottintendono che il vaglio di meritevolezza corrisponda, di fatto, al giudizio di liceità della causa

confronto di certo non piano – con un criterio a cui taluni non riconoscono alcuna rilevanza⁷¹, mentre altri attribuiscono addirittura una portata ideologizzante⁷² –, ma che pare invece quanto mai necessario. Un simile canone valutativo potrebbe mostrarsi per giunta risolutivo qualora coinvolto nella prospettiva della soluzione invalidante, benché ciò richieda attente considerazioni di stampo teorico dipendenti dal precipuo contesto in cui viene calato.

Tenuta ben salda la definizione di governo del prodotto, regola di condotta distinta dal novero degli obblighi di comportamento degli intermediari, affinché il giudice possa decidere sul contratto immeritevole, un ulteriore passaggio deve essere concluso, di natura non solo logica, ma di chiara matrice teoretica. Perché se è pur vero che l'art. 1322 co. 2 c.c. si afferma come filtro che consente di apporre un controllo sugli interessi divisi da i contraenti⁷³, si necessita, innanzitutto, di un approfondimento di natura assiologica

concreta (la pronuncia del 2015 espressamente ricorda che «[...] il vaglio di meritevolezza degli interessi perseguiti in concreto dai paciscenti nella stipula di un contratto atipico deve avere ad oggetto la causa concreta» e più in generale il § 5.1. che sospinge questa relazione, ricordando che «la causa concreta costituisce del resto uno degli elementi essenziali del negozio alla cui stregua va valutata la conformità alla legge dell'attività negoziale [...] e per i contratti atipici della meritevolezza degli interessi perseguiti»), i secondi, inaspettatamente, vi riconducono «l'esclusione del ricollegamento [...] di ogni concreto effetto giuridico», in buona sostanza l'inefficacia del patto. Rispetto a queste decisioni, i commenti – A. TUCCI, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, II, 147, spec. nota 16; L. BUONANNO, *Immeritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti mediante un contratto atipico di finanziamento: nullità o inefficacia?*, in *I Contratti*, 2016, X, 904 – hanno sottolineato appunto l'inconsistenza tra le precondizioni e gli effetti sospinti dalla Cassazione.

Lo scaturente dibattito dottrinale che, in merito alla scelta o meno del rimedio a fronte di un contratto immeritevole, si è sviluppato, ha preso le mosse in realtà dalla qualificazione dello scrutinio di meritevolezza, se questo cioè si possa intendere autonomo e distinto rispetto a quello volto a riscontrare l'illiceità del contratto. Positivamente si inserisce la posizione di F. CARRESI, *Il contenuto del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1963, I, 376-378, laddove, invero, sancisce la distinzione fra illiceità e irrilevanza del contratto, riallacciando quest'ultima all'ipotesi di contratto immeritevole di tutela ai sensi del 1322 co. 2 c.c.; di P. M. SANFILIPPO, *I patti parasociali*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa. Banca, mercati società*, II, Bologna, 2012, 425, che in virtù della distanza tra le due valutazioni, ritiene che l'atto immeritevole sia conseguentemente irrilevante – se non addirittura non azionabile –; *contra* A. TUCCI, *Contratto di interest rate swap e “meritevolezza degli interessi” ex art. 1322 c.c.*, in *Corr. giur.*, 2018, III, in particolare nota 30, 356, dove sottolinea che l'approccio ispirato alla indifferenza dell'ordinamento rispetto all'efficacia di un contratto immeritevole non può risultare appagante, in particolare se si accetta, come la Suprema Corte pare aver fatto con queste decisioni, la ricostruzione della meritevolezza risultante della prossimità con la causa concreta.

⁷¹ A. CATAUDELLA, *I contratti (parte generale)*, Torino, 1990, 101.

⁷² Nette le parole di A. GENTILI, *Le invalidità*, in P. RESCIGNO, E. GABRIELLI (dir. da), *I contratti in generale*, in *Tratt. contr.*, Torino, 1999, 1523, che, non discostandosi dalla teoria che avvicina la meritevolezza alla liceità, precisa che il 1322 co. 2 c.c., può avere un senso solo se si vuole introdurre una specifica ideologia, in quanto la nullità può essere pronunciata alla stregua del 1343 e che quindi «[...] se qualcosa ancora esiste la cui violazione determina nullità, è pura ideologia».

⁷³ Secondo quanto sostenuto da M. COSTANZA, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Contr. impr.*, 1987, I, 432, 435, il giudizio di meritevolezza, non consumandosi in un controllo sulla liceità della causa contrattuale, consente di «[...] selezionare gli interessi contrattuali in funzione del tipo di operazione economica e non dei singoli rapporti che di volta in volta si creano con quel determinato schema

più intenso, fornito per mezzo della c.d. causa concreta. Precisare il significato di tale disposizione – s'intende primariamente comprenderne in maniera inequivoca il contenuto, così che, di seguito, se ne individui una chiara collocazione nel panorama dei principi generali e dei suoi rapporti con l'autonomia dei privati – rappresenta una svolta in termini dogmatici tanto specifica quanto indispensabile⁷⁴, consentendo all'interprete di concentrarsi sul contenuto del criterio proiettato, nel quadro della ricerca, lungo la traiettoria dei contratti d'impresa, nell'accezione di veri e propri prodotti dell'attività.

Non si può negare che la valutazione di merito insistente sullo statuto contrattuale, alla stregua dell'interesse meritevole, abbia da sempre celato un alto grado di attenzione tra gli operatori giuridici. Finanche conducendo ad aperture di credito, vi è chi vi ha scorto potenzialità ancora inesprese⁷⁵. Si è anticipato però che, nella ricerca di una certa posizione del giudizio di meritevolezza nello scacchiere dei rapporti contrattuali e – più in generale – della libertà negoziale, un'immane piegatura teorica deve affermarsi nello scenario interpretativo ed è quanto si esprime attraverso la causa in concreto⁷⁶.

negoziale»; benché alla luce di premesse di metodo differenti, le stesse considerazioni sono condivise anche da G. B. FERRI, *Motivi, presupposizione e l'idea di meritevolezza*, in *Eur. dir. priv.*, 2009, II, 364.

⁷⁴ Sottolineata da attenta dottrina. A tal proposito si veda G. LENER, *Il nuovo corso giurisprudenziale della meritevolezza degli interessi*, in *Foro it.*, 2018, VI, 222 ss.

⁷⁵ In particolare A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, in *Le Società*, 2016, VI, 713, spec. nota 18.

⁷⁶ Invero, la bibliografia sulla causa nell'accezione di ragione concreta dell'atto di autonomia e quale espressione degli interessi dei contraenti è a dir poco corposa. *Ex multis*, oltre a G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, a cui si deve la paternità del rinnovato significato causale; F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in A. CICU, F. MESSINEO (diretto da), *Tratt. dir. civ. comm.*, XXI, II, Milano, 1968, 105, che aveva sviluppato un significato della causa come "dato teleologico"; nel riprendere la lezione di Ferri, incontriamo poi, M. BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1969, 207 e ss., spec. 214, 258; ID., *Causa del contratto, funzione del tipo negoziale ed economia dello scambio*, in *Giur. mer.*, 1978, VI, in part. 1330, benché nel successivo *Causa tipica e motivo del contratto, dogmi di teoria generale, orientamenti della giurisprudenza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1979, I, 1109 non abbia risparmiato le critiche rivolte all'inammissibile prossimità con i motivi dell'accezione concreta dell'elemento causale; F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1983, 174, 178; C. M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, III, Milano, 1987, 425; E. ROPPO, *op. cit.*, 453. Non sono mancate le voci dissonanti rispetto alla teoria della causa in concreto per cui, senza scopo di esaustività, si vedano, M. GIROLAMI, *L'artificio della causa contractus*, Padova, 2012, 139, dove la causa concreta viene riscontrata quale strumento a disposizione dell'arbitrarietà del potere giurisdizionale; A. DI MAJO, *Il preliminare torna alle origini*, in *Giur. it.*, 2015, V, 1071, in cui l'A. mette in guardia dall'utilizzo indiscriminato della causa concreta che non può essere utilizzato come un «*pass partout* per delegare alle parti un controllo che spetta all'ordinamento, quale giudizio sulla compatibilità tra l'atto di autonomia e i valori di esso [...]». Vi è infine chi non perviene nel sintagma della causa concreta alcuna nota innovativa, come nel caso di M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Milano, 2015, 245, benché, successivamente, non manchi di avanzare un approccio non meno critico considerandola in *I derivati, la circolazione della ricchezza: tra ragione sistemica e realismo interpretativo*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, IV, 1121, «il "ventre molle" del rapporto tra giudice, legge e contratto» in quanto «rispolverando alla fine la vecchia identificazione della causa con lo scopo, ha permesso alla giurisprudenza di credere che il giudizio causale si dovesse focalizzare sugli interessi singolari dei contraenti [...]».

Un'accezione, quest'ultima, dell'elemento causale, che, facendo emergere «l'interesse che attraverso il negozio si vuole realizzare» e dunque «la funzione che il negozio ha per i soggetti che lo pongono in essere»⁷⁷, ha sospinto perfino la giurisprudenza di legittimità a oltrepassare la datata concezione della causa quale strumento di conformità alle istanze economico-sociali, così da porre finalmente e correttamente l'accento sulle effettive ragioni della dinamica contrattuale. Ragionare “in concreto” permette perciò di comprendere la vera essenza dell'atto che, al netto degli elementi di sistema che affiorano dal contatto con l'autonomia privata – e che vengono intercettati dalla causa concreta⁷⁸–, rappresenta la ragione pratica del contratto condivisa consensualmente⁷⁹, l'anello di congiunzione tra l'operazione economica e la volontà delle parti che si traduce nel divisato complesso d'interessi⁸⁰. L'intendimento che muove il commentatore – e che oltrepassa la verifica della conformità dello schema adottato dalle parti rispetto ai modelli normativamente o socialmente tipizzati – deve pertanto condurre ad un passo successivo e al contempo decisivo, così ai fini definitivi della meritevolezza come, più in generale, del suo rapporto con la piattaforma rimediale. La causa così compresa, sunto dell'interesse contrattuale realizzato, porta con sé l'antecedente giudizio di meritevolezza, che non si riduce ad un'inconsistente fase di verifica dell'atto⁸¹. Al contrario, tale connubio gli consente di completare un salto di qualità nel rivolgersi al controllo del negozio, che si traduce in un giudizio di natura obbiettiva, non assorbente i

⁷⁷ G. B. FERRI, *op. cit.*, nell'espressione della causa quale funzione economico-individuale.

⁷⁸ Sulla duttilità della causa concreta nel grado di dialogo con le singole espressioni dell'ordinamento, si veda C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in G. VETTORI (a cura di), *Il regolamento*, in *Tratt. contr. Roppo*, Milano, 2006, 93-94.

⁷⁹ U. BRECCIA, *Causa*, in M. BESSONE (dir. da), *Tratt. dir. priv.*, XIII, Torino, 1999, 66.

⁸⁰ G. B. FERRI, *op. cit.*, 372, laddove nella causa concreta si riscontra «[...] l'elemento che collega l'operazione economica oggettiva ai soggetti che ne sono autori»; ID., *La causa nella teoria del contratto*, in G. B. FERRI, C. ANGELICI (a cura di), *Studi sull'autonomia dei privati*, Torino, 1997, 99.; ID., *Il Codes Européen des Contracts*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, II, 357, in cui ricorda che la causa appare come «[...] da un lato [...] l'elemento di coesione di tutti gli altri elementi (primari o secondari che siano), di cui tale struttura è composta; dall'altro, poiché il contratto esprime appunto una regolamentazione di privati interessi, la causa appare indice di come tale regola privata sia l'espressione oggettivata delle finalità soggettive che gli autori del contratto intendono perseguire».

⁸¹ Sul giudizio di meritevolezza, pienamente comprensibile solo alla se inteso per mezzo della causa concreta, nel senso che esso esamina la concreta struttura negoziale frutto dell'accordo fra le parti, si leggano i contributi di E. LA ROSA, *Tecniche di regolazione dei contratti e strumenti rimediali: qualità delle regole e nuovo assetto dei valori*, Milano, 2012, 142 e ss.; M. FRANZONI, *La causa e l'interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico*, in *Persona e mercato*, 2018, I, 58. A rafforzare questo indirizzo interpretativo è accorsa anche la giurisprudenza di legittimità con Cass. Sez. Un., 17 febbraio 2017, n. 4222, in *Foro it.*, 2017, VI, 2007, allorché si specifica che «[...] il vaglio di meritevolezza degli interessi perseguiti in concreto nella stipula di un contratto atipico deve avere ad oggetto la causa concreta [...]»; sulla medesima scia, in seguito, Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, II, 70; Cass., 20 marzo 2019, n. 7868, in *www.dejure.it*.

motivi⁸² e che, casomai, investe l'effettivo concretarsi dell'operazione, il fascio degli interessi che la innervano⁸³. Si è di fronte a un punto di svolta, non solo teorico e non esclusivamente rivolto allo studio di una clausola problematica: l'assorbimento della meritevolezza nell'antro della causa⁸⁴ concreta determina la qualificazione “secondo

⁸² È bene precisare che, il controllo del merito degli interessi, non si riduce all'analisi dei motivi, inconsistenti ai fini non solo della rilevanza, ma anche dell'efficacia del contratto. In sostanza, non sono tanto le ragioni soggettive che inducono le parti a contrarre a costituire l'oggetto dello scrutinio, ma l'interrelarsi oggettivo degli interessi dei contraenti che dà vita all'operazione. Si riprendano a proposito le considerazioni di A. M. GAROFALO, *La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed equilibrio dello scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, VI, 585; I. MARTONE, *Il giudizio di meritevolezza. Questioni aperte e profili applicativi*, in *Quaderni della Rassegna di diritto civile diretta da Pietro Perlingieri*, Napoli, 2017, spec. 17-18, nota 32.

Sul punto, autorevole dottrina ha precisato che, stante la distinzione tra il contenuto del contratto e i motivi, che dallo stesso rimangono estranei, è possibile semmai considerarli in una visione oggettivizzante, tali da essere equiparati alla trama di interessi che le parti riversano nel contratto e, dunque, coglierne la rilevanza nei termini della causa contrattuale. Così C. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, 175. Dal formante dottrinale tale spunto è trasmigrato in seno alla giurisprudenza di legittimità sviluppata in merito a quei contratti conosciuti come “pacchetti turistici”, con particolare riferimento alla c.d. finalità turistica (o scopo di piacere). Questa si mostrerebbe non solo quale elemento unificante delle prestazioni di trasporto, soggiorno e servizio alberghiero caratterizzanti il contratto, ma anche interesse del tipo contrattuale concretamente concluso, senza che sia degradata nel novero dei motivi che, in quanto tali, risulterebbero irrilevanti in termini di efficacia. In questo senso si ponga attenzione al filone argomentativo della terza sezione della Suprema Corte, con riferimento a Cass., 24 luglio 2007, n. 16315, in *Foro it.*, 2009, I, 214; Cass., 20 dicembre 2007, n. 26958; in *Giust. civ. mass.*, 2007, 12; Cass., 2 marzo 2012, n. 3256, in *Foro it.*, 2012, V, 1414.

⁸³ Nell'intendere il giudizio di meritevolezza come scrutinio sull'atteggiarsi concreto del contratto, seguendo quella scia che mira a fornirne una definizione ispirata al concetto di causa concreta, si veda F. SARTORI, *Divagazioni in tema di causa del contratto municipale (alieno) derivato*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, IV, 508, in cui l'A., dopo aver inquadrato in una precisa prospettiva teorica la causa in concreto e averla definita come “ragione concreta”, “interesse perseguito dai contraenti”, “significato pratico”, sottolinea che essa deve spingere l'interprete ad accertare «[...] quale interesse il contratto intende effettivamente realizzare». Un passaggio lascia intendere che, attraverso la causa in concreto, anche il giudizio di meritevolezza assume un suo precipuo rilievo allorché si specifica che «*Mutatis mutandis*, la valutazione della meritevolezza dell'interesse perseguito non si esaurisce artificiosamente nella sintesi degli effetti dello schema negoziale, ma si declina a guisa del complesso degli interessi che stanno alla base dell'operazione contrattuale». La valutazione di meritevolezza perciò anticipa quella di liceità – da cui differisce in quanto non si sviluppa attorno alla contrarietà a norme imperative, ordine pubblico e buon costume – e si snoda lungo gli interessi che sorreggono il contratto. Un altro Autore che richiama la vicinanza tra causa concreta e giudizio di meritevolezza e che ritiene che il significato di quest'ultima sia rafforzato, se non addirittura esteso rispetto alla concezione tradizionalmente condivisa, è A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 321, che ritiene come il giudizio ex 1322 co. 2 c.c. venga in un certo senso ampliato per mezzo della nozione di causa concreta («Nei fatti la rilevanza di questa (causa concreta) consente di aprire il compasso dell'analisi della meritevolezza. Ciò significa, all'evidenza, che il relativo giudizio viene a giovare di più elementi e quindi assume, per ciò stesso, un maggior senso di realtà e spessore»).

⁸⁴ Secondo l'interpretazione fornita da M. BIANCA, *Alcune riflessioni sul concetto di meritevolezza degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, VI, 814-815, l'A. ritiene che meritevolezza e causa (concreta) condividano la capacità di selezione degli interessi trasfusi nella ragione pratica del contratto. Pur invertendone il rapporto e le reciproche sfere di influenza, vi è chi come C. M. BIANCA, *Contratto europeo e principio causalista*, in M. PARADISO (a cura di), *I mobili confini dell'autonomia privata*, Milano, 2005, 399, sostiene che la nozione di causa concreta assuma le forme del requisito di meritevolezza degli interessi perseguiti. Ponendo attenzione su quanto espresso da E. LA ROSA, *Percorsi della causa nel sistema*, Torino, 2014, 73 e ss., spec. 75, si giunge persino a inquadrare la causa come parametro di riferimento del giudizio di meritevolezza degli interessi programmati dalle parti, a seguito di un percorso in forza del quale l'art. 1322

l'ordinamento giuridico" non solo, chiaramente, dell'insieme d'interessi effettivamente confluiti nello statuto contrattuale, ma dell'elemento causale stesso⁸⁵. Di conseguenza, attraverso una linea di tendenza che si allontana dall'appiattimento della causa sul tipo⁸⁶, il contratto meritevole è tale sempre, che sia tipico o atipico⁸⁷. E se il timore di un controllo giudiziale, che passa da un giudizio di valore⁸⁸, può parere giustificato – soprattutto se rivolto, a questo punto, a un'ampia categoria di atti –, lo stesso si stempera se la supervisione sul fenomeno d'impresa si ispira a valori fondanti, costituzionali e/o settoriali.

Nella temperie interpretativa che ha ruotato e, si noti, tutt'ora ruota attorno al giudizio di meritevolezza, la caratterizzazione attribuibile nello scenario dei contratti finanziari, non può che apprezzarsi dunque attraverso l'inscindibile rapporto testé ravvisato. Ma nel percorso che conduce all'individuazione del *proprium* di tale criterio – e che, a costo di ripetersi, deve poter sfociare, nella sua fase patologica, in un *remedium* – conta ricordare anche il ruolo non certo secondario che svolge la disciplina normativa di settore che concorre a riempirlo di sostanza. A maggior ragione se l'obiettivo della ricerca consiste nel rendere coercibile, sanzionabile, un comportamento d'impresa contrastante con il governo del prodotto. Sicché, pur non rifuggendo del tutto

co. 2 c.c., facendosi latore di un ben preciso portato valoriale, si assesta nel nucleo proprio della causa concreta.

⁸⁵ D. DONISI, *op. cit.*, spec. 239-240; P. PERLINGIERI, A. FEDERICO, *Causa*, in *Manuale di diritto civile*, Napoli, 2017, 416.

⁸⁶ Una posizione che si pone in contrasto con la lettura bettiana della causa nella sua accezione funzionalistica della prospettiva economico sociale e che, appunto, contrasta l'equivoco di fondo che conduce alla sovrapposizione del tipo con la causa. In questi termini solo i rapporti tra privati che potessero essere sussunti in un tipo di espressione di un'utilità economico-sociale avrebbero potuto trovare cittadinanza nell'ordinamento. Una visione risalente criticata a più riprese da M. GIORGIANNI, *Causa del negozio giuridico (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1960, VI, 564; G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, 59-70; E. GABRIELLI, *Tipo contrattuale*, in *Enc. giur.*, XXXI, Roma, 1999, 5; N. STEFANELLI, *La parabola della causa*, in *Persona e mercato*, 2014, IV, 229-230. Per un'organica analisi d'insieme si ponga attenzione al contributo di G. ALPA, *Causa e tipo*, in *Vita notarile*, 1997, I, 3 e ss.

⁸⁷ A. DOLMETTA, *op. cit.*, 322, laddove specifica che «Ammettere il rilievo della causa concreta implica di necessità, per contro, sottoporre pure i contratti tipici al riscontro di meritevolezza: appunto perché tale giudizio non può, per sua stessa natura, che svolgersi al di sotto del livello di tipicità legale». Attraverso l'abbandono della risalente visione che equipara la causa con il tipo e che rimanda alle suggestioni bettiane in tema di causa, l'estensione del controllo di meritevolezza anche ai contratti tipici viene ricordata da M. PENNASILICO, *Contratto e interpretazione. Lineamenti di ermeneutica contrattuale*, II, Torino, 2015, 42. Sulla scia delle posizioni tosto ricordate si veda G. LENER, *op. cit.*, spec. 227, laddove l'A. si chiede se, grazie all'adozione giurisprudenziale della causa concreta e alla rinnovata acquisizione del substrato costituzionale nel diritto dei contratti, «[...] il giudizio di meritevolezza non debba investire la totalità dei contratti e se, dunque, non abbia oggi una portata più ampia e – non foss'altro per questo – diversa rispetto ai tempi della sua comparsa nel codice».

⁸⁸ Così C. DONISI, *Manuale di diritto civile*, P. PERLINGIERI (a cura di), Napoli, 2017, 452; E. MINERVINI, *La «meritevolezza» del contratto. Una lettura dell'art. 1322, comma 2, c.c.*, Torino, 2019, 46.

dall'approccio che ravvede l'immeritevolezza dello schema contrattuale in una sospinta contrarietà ai fondamentali quanto generali principi dell'ordinamento⁸⁹, il perimetro va ristretto attorno agli spunti di senso che pervengono dalle clausole della normativa di settore. Si è di fronte a qualcosa di più di un momento di riflessione, semmai al rinvenimento di una salda sponda attraverso cui sostanziare un termine valutativo che pare mostrare tutti i rischi di un modello aperto, variabile e quindi volubile, ma che grazie ad un appiglio settoriale potrebbe, quanto meno con riferimento ai prodotti finanziari, trovare un plausibile approdo. Una svolta possibile – si ripete, quanto meno per contratti e operazioni finanziari – grazie all'intervento di una giurisprudenza di legittimità⁹⁰ che, dando prova di una certa confidenza con la disciplina specialistica, ha dimostrato non poca sensibilità nel plasmare la meritevolezza. Un preciso segnale che, sulla base della normativa primaria – art. 21 co. 1, lett a) T.u.f. – e secondaria – art. 26 Regolamento Consob 11522/98, oltre alla determinazione 26 febbraio 1999 (DI/99013791)⁹¹ – il

⁸⁹ Sulla verifica di meritevolezza, condotta seguendo i criteri di conformità a criteri di origine costituzionale, si veda L. LONARDO, *Meritevolezza della causa e ordine pubblico*, Napoli, 1978, 28 e ss.; P. PERLINGIERI, *Profili istituzionali del diritto civile*, Napoli, 1979, 141-142; ID., *Relazione di sintesi*, in L. FERRONI (a cura di), *Equilibrio delle posizioni contrattuali e autonomia privata*, Napoli, 2002, 168-169; ID., *Il principio di legalità nel diritto civile*, in *Rass. dir. civ.*, 2010, I, 184; ID., *Diritto dei contratti e dei mercati*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, III, 897, dove, rivela come il giudizio di ex art. 1322 co. 2 c.c. «[...] si concreta in una valutazione che impone la coerenza con i principi e i valori dell'ordinamento [...]»; M. COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981, 40, laddove, nel radicare il giudizio di meritevolezza nel terreno dei principi costituzionali, stabilisce che questo «[...] non tende a stabilire la congruità fra due regole, sebbene a valutare se ad un fatto, o meglio ad un atto, può essere attribuito l'attributo di giuridico», così smarcandolo dalla valutazione di liceità della causa; M. A. URCIUOLI, *Liceità della causa e meritevolezza dell'interesse nella prassi giurisprudenziale*, in *Rass. dir. civ.*, 1985, I, 752 e ss.; M. PENNASILICO, *Art. 1322*, in G. PERLINGIERI (a cura di), *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, Napoli, 2011, 372; L. MEZZASOMA, *Meritevolezza e trasparenza nei contratti finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 185-7.

L'aderenza ai principi costituzionali della valutazione di meritevolezza è stata accolta anche dalla giurisprudenza di legittimità, come emerge da Cass., 26 febbraio 2004, n. 3863, in *Foro it.*, 2004, I, 2132; Cass., 19 giugno 2009, 14343, in *Rass. dir. civ.*, 2011, III, 992, con nota di R. CASO. Sulla stessa linea interpretativa anche la già citata Cass., 1 aprile 2011, n. 7557, laddove stabilisce che «[...] i controlli insiti nell'ordinamento positivo relativi all'esplicazione dell'autonomia negoziale, riferiti alla meritevolezza di tutela degli interessi regolati convenzionalmente ed alla liceità della causa, devono essere in ogni caso parametrati ai superiori valori costituzionali previsti a garanzia degli specifici interessi perseguiti [...]»; con riferimento alla meritevolezza degli strumenti finanziari invece Cass., 30 settembre 2015, n. 19559, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, II, 137, con commento di A. TUCCI.

⁹⁰ Il riferimento corre a una pronuncia di centrale rilevanza nel dibattito sul giudizio di meritevolezza, con particolare attenzione ai contratti d'investimento – *interest rate swap*, in questa occasione –. Si intende porre lo sguardo su Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 1, con nota di D. MAFFEIS.

⁹¹ «[...] nei confronti della fattispecie concreta qui in esame, trovano sicura applicazione – e quindi si manifestano rilevanti prima di tutto per lo svolgimento della valutazione di meritevolezza di cui alla norma dell'art. 1322 c.c. –, tanto la norma guida dell'art. 21 T.u.f., quanto la norma regolamentare dell'art. 26, che di tale regola viene a manifestarsi come applicazione primaria di base» e ancora «[...] nel valutare, ai sensi della norma dell'art. 1322 c.c., la meritevolezza degli interessi perseguiti con un contratto derivato Irs, il giudice non può comunque prescindere dalle prescrizioni normative di cui all'art. 21 T.u.f. e all'art.

Giudice di legittimità offre nell'ennesimo capitolo della saga in materia di derivati. In questa sede, però, la coloritura della valutazione di merito assume le tinte nette dell'«interesse oggettivo del cliente»⁹² che, declinata attraverso le curvature della fattispecie analizzata, richiede la conoscenza dell'investitore, del prodotto e l'attuazione di «procedure e misure di controllo interno» idonee a garantirle. In sostanza, la protezione della clientela – che, se si vuole, consente di conferire un tratto ormai proprio nel diritto dei contratti, con rilievo puntuale in quelli del mercato finanziario, di tutela della parte debole – in aggiunta, e non va dimenticata, all'integrità dei mercati⁹³, supportano quell'idea di ordine pubblico economico⁹⁴ che potrebbe ammantare la valutazione di meritevolezza di significante e funzione suoi propri.

Nell'anticipare il ricorso al rimedio restitutorio, conseguenza dell'assenza di causa meritevole, è parso necessario addensare il giudizio ex art. 1322 co. 2 c.c. attorno ai valori ispiranti le prescrizioni della normativa interna ed europea⁹⁵, miranti, in primo luogo, a restringere il campo d'azione dell'operatività del principio di meritevolezza. Lungo il percorso d'indagine prescelto, poi, a intercettare una soluzione rimediale simultaneamente effettiva ed efficiente rispetto alle deficienze del programma di *product governance*.

26 Regolamento Consob n. 11522, nonché, per i contratti Irs con funzione di copertura, dalla verifica dell'effettivo rispetto delle condizioni stabilite dalla Consob con la Determinazione del 26 febbraio 1999».

⁹² «Ora, posto che la determinazione Consob si inquadra nell'ambito delle misure di attuazione del T.u.f. e del Regolamento Consob, si deve ritenere che la necessaria cura dell'interesse oggettivo del cliente – che la normativa dei citati artt. 21 e 26 va a inserire nell'ambito della generale valutazione di meritevolezza degli interessi prescritta dall'art. 1322 c.c. – si traduca, in relazione alle operazioni in derivati Irs con funzioni di copertura nel rispetto delle sopraelencate condizioni. Con la conseguenza ulteriore che l'interesse oggettivo del cliente, come sussistente per il compimento di operazioni di effettiva copertura, non potrà ritenersi soddisfatto quando l'operazione in concreto intervenuta non rispetti realmente le condizioni sopra richiamate».

⁹³ Si veda D. MAFFEIS, *MiFID II e il conflitto d'interessi*, in *Rass. dir. civ.*, 2020, IV, 151, quando ricorda che, tra i doveri degli intermediari, vi è quello di servire al meglio l'interesse dei clienti per l'integrità dei mercati, perché «[...] non è questione di bravi o cattivi nel singolo rapporto contrattuale ma delle ricadute di sistema», aggiungendo che entrambi i fini sono garantiti dalla disciplina MiFID II in tema di governo del prodotto.

⁹⁴ Colta, nel commento alla pronuncia stessa da D. MAFFEIS, *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in cassazione, prima di MiFID e in attesa delle probabilità*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2108, I, 17.

⁹⁵ Una simile lettura, apprezzata da M. PENNASILICO, *Dal "controllo" alla "conformazione" dei contratti: itinerari della meritevolezza*, in *Contr. impr.*, 2020, II, *passim*, spec. 851-852 e ss., può essere applicata, attraverso un approccio ispirato all'analogia, anche al caso dei prodotti finanziari.

Partendo dal caso dei cc.dd. *social impact bond* e dei *green bond*, l'A. ha inteso ricordare come, nello svolgimento di attività negoziali di interesse generale, sia possibile che sussista un c.d. interesse ambientale connaturato all'insieme di quelli divisati dalle parti, ispirato dai principi di sviluppo sostenibile delle fonti del diritto dell'Unione europea (in particolare, si tratta degli artt. 3 e 21 del Trattato dell'Unione europea, art. 11 Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, art. 37 Carta dei diritti dell'Unione europea).

Si è di fronte ad una trama complessa, che richiede un dialogo tra le clausole generali del diritto privato e le prescrizioni di settore, ma che, da una simile convivenza, non possono che uscirne reciprocamente arricchite. Perché il piano d'azione del giudizio di meritevolezza si rivolge a schemi negoziali adottati principalmente nell'esercizio dell'attività d'impresa ed è in tale contesto che il controllo d'autonomia consente di conferire un certo grado rilevanza socialmente e giuridicamente condivisa a nuovi tipi contrattuali emergenti nella prassi imprenditoriale⁹⁶. Orbene, anche i prodotti finanziari sembrano poter rientrare nella griglia concettuale approntata dal co. 2 dell'art.1322 c.c., inevitabilmente piegata dalle regole contrattuali alle esigenze sistemiche poc'anzi ricordate.

Il tracciato pare segnato, si scorge più nitidamente il posizionamento del governo del prodotto nella supervisione dell'atteggiarsi negoziale e nel potere di indirizzamento dell'autonomia privata. Ovverosia, la *governance*, intimamente legata al contratto e accentratrice delle vicende organizzative dell'imprenditore, diventa parametro di misurazione dell'agire dell'intermediario per mezzo dell'atto, finalisticamente orientato.

Si vuol dire però qualcosa di diverso: nella "progettazione" di un contratto che, si è visto in precedenza, si reifica contenendo in sé stesso un valore di natura finanziaria, il riscontro di merito investe la filiera produttiva, interamente. Accade che l'analisi di meritevolezza si rivela «nei confronti di tutti gli stadi di concretizzazione dell'astratto schema causale»⁹⁷, in una supervisione che si adagia dapprima sull'atto, ma inevitabilmente anche sull'impresa. Se dunque il primo è inglobato dalla seconda, ma è vieppiù dalla stessa modellato, il presidio dell'art. 1322 co. 2 lo coinvolge in partenza – in quella fase che corrisponderebbe alla predisposizione da parte degli organi apicali del processo di approvazione oltre che della strategia distributiva – e lo segue passo passo – si pensi, per esempio, all'obbligo di revisione periodica – fino alla contrattazione con i clienti finali. Quasi a transitare per quel sentiero che lo conduce dal momento della

⁹⁶ Per una lettura del giudizio di meritevolezza ispirata alle esigenze della prassi imprenditoriale, si leggano le considerazioni di G. BENEDETTI, *L'autonomia contrattuale e il suo statuto. Una rilettura dell'art. 1322 cod. civ.*, in A. BELVEDERE, C. GRANELLI (a cura di), *Confini attuali dell'autonomia privata*, Padova, 2001, spec. 137-138, che si sofferma sulla meritevolezza del contratto di *sale and lease back*, ma utilizza delle argomentazioni traslabili anche rispetto ai prodotti finanziari, soprattutto quelli complessi. Il giudizio viene utilizzato per ampliare l'orizzonte dell'autonomia dei privati, allo stesso tempo esercitando un controllo appunto basato sulla meritevolezza dell'interesse perseguito dai contraenti.

⁹⁷ A. DOLMETTA, *La fideiussione bancaria attiva nell'evoluzione giurisprudenziale e dottrinale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, 29.

fissazione normativa dell'assetto d'interessi pre-giuridico⁹⁸ fino a quando esso confluisce effettivamente nel contratto.

In sostanza – e il governo del prodotto sembra potersi collocare entro questa linea visuale – la valutazione di meritevolezza, potendosi svolgere anche verso i singoli livelli intermedi, si allinea sulla dimensione del contratto (finanziario) d'impresa, nella sua connotazione più inclusiva, quella di prodotto finanziario⁹⁹, i cui caratteri sono stati approfonditi in precedenza e si concretano nell'immedesimazione tra regolamento contrattuale e oggetto dello stesso, nella coincidenza tra atto e valore finanziario, nella replicazione seriale.

Ma l'orizzonte operativo della meritevolezza, dunque, non si arresta esclusivamente ai confini dell'atto, contrariamente, compendiato com'è nella teoria dei contratti d'impresa, s'impreziosisce non solo di un'ulteriore gradazione di significato, ma giunge addirittura ad estendere il campo d'azione del proprio giudizio. Una

⁹⁸ La considerazione per cui il giudizio di meritevolezza potrebbe cioè financo essere svolto addirittura con riferimento alla causa concepita nella sua accezione astratta, rappresenta uno degli effetti che derivano da lustri di dibattito sul complesso criterio fin qui esaminato. Si tratta di una conclusione che ha trovato spazio tra le pagine di alcuni autori e che prende spunto dal fenomeno della tipizzazione del contratto, meglio ancora dal rapporto tra l'elemento della causa e la sua sussunzione nel tipo. La posizione che renderebbe plausibile lo scrutinio del merito anche in capo al versante astratto della causa parrebbe peraltro riecheggiare i segnali dell'interpretazione che identificava la nozione di causa con quella di tipo. Seguendo la scia cioè di quella prestigiosa quanto risalente dottrina (*ex multis*, S. PUGLIATTI, *Precisazioni in tema di causa del negozio giuridico*, in *Diritto civile. Metodo, teoria e pratica*, Milano, 1951, 114; E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in F. VASSALLI (diretto da), *Tratt. dir. civ. it.*, II, Torino, 1960, 172 e ss.; F. SANTORO PASSARELLI, *op. cit.*, 173) che sosteneva la definizione oggettiva della causa, funzionalizzata alle istanze di sistema, in sostanza esprimente la funzione economico-sociale. Per vero, attraverso un approccio critico, parte dei commentatori ha ritenuto l'art. 1322 co. 2 c.c. norma implicante un giudizio di valore rispetto alla funzione che il negozio esprime rispetto all'ordinamento (M. MARTINO, *L'expressio causae. Contributo allo studio dell'astrazione negoziale*, Torino, 2011, 168). Vi è chi (A. M. GAROFALO, *Meritevolezza degli interessi e correzione del contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, IX, 1207), invece, precisando che «Ad ogni tipo corrisponde una causa astratta, la quale rappresenta il nucleo essenziale, il senso compiuto dell'accordo», imposta un discorso che prende le mosse dal contratto tipico, in cui proprio il tipo, inteso come schema che *ex ante* assorbe innanzitutto un ben preciso assetto di interessi che in seguito verrà formalizzato dall'ordinamento, si allinea all'altezza della causa astratta – se non forse anche prima, in un certo senso, anticipandola –, realizzando quel sistema di interessi concretizzatisi a monte e cristallizzati dalla regola giuridica che corrisponde di fatto alla disciplina contrattuale. Confermando la causa astratta quale «sintesi essenziale» degli interessi volta per volta perseguiti e che la stessa non esclude un'espressione concreta (e viceversa), l'A. cerca di traslare il ragionamento lungo la sponda dei contratti atipici, innalzando il giudizio di meritevolezza a “leva interpretativa” con cui si comprendono gli interessi delle parti – collocati comunque ad un livello pre-giuridico – e pur sempre tenendo conto dei vincoli imposti dall'ordinamento. Attraverso l'angolo prospettico dei “prodotti d'impresa”, vi è infine chi ritiene che la valutazione di merito debba «[...] porsi lungo tutta la linea che scende dall'astratto modellino concettuale via via verso il negozio *uti singulus*» (A. DOLMETTA, *Trasparenza*, 322-323; ulteriormente, ID., *Speculazione e prudenza. A proposito dei contratti derivati OTC*, in *www.ilcaso.it*, 5 febbraio 2014, 4).

⁹⁹ Sulla valutazione *ex art. 1322 co. 2* come scrutinio sull'autonomia negoziale d'impresa dove il prospetto degli interessi in termini concreti si riscontra nel prodotto d'impresa, nient'altro cioè che il contratto, nuovamente A. DOLMETTA, *Trasparenza*, Bologna, 2013, 323.

considerazione, questa, che non deve sorprendere in virtù delle precondizioni di metodo che si sono impostate nel capitolo precedente e che hanno confermato la statura idealtipica del “contratto-prodotto”, concretizzazione esecutiva delle preesistenti determinazioni programmatiche, a conferma, nuovamente, di come la fase negoziale altro non sia che l’appendice conclusiva e riassuntiva dell’antistante complesso progettuale e produttivo che fa capo all’attività dell’intermediario.

Dunque, per tornare al tema del rinnovato approccio sul merito del contratto, considerato in aderenza ai principi dell’ordinamento giuridico, in quanto tappa finale delle antecedenti procedure e dell’impalcatura organizzativa interne all’imprenditore, appare del tutto evidente che lo scrutinio condotto ai sensi dell’art. 1322 co. 2 c.c. vada calibrato diversamente. Nel senso, cioè, di distoglierlo dall’esclusiva ingerenza sul rapporto con l’investitore – meglio ancora, dei singoli rapporti con la più ampia categoria dei risparmiatori interessati dalla previa inclusione nel mercato di riferimento – e di applicarlo lungo tutto il corso dell’intermediazione, dall’assemblaggio fino alla distribuzione dello strumento. A concludere un passaggio concettuale importante nell’economia della ricerca, che non si riduca a semplice epitome delle speculazioni di fatto e di metodo, si intende dire che la sostanza dell’esame di meritevolezza non può fermarsi alla singola operazione di scambio, ma necessita di sprigionarsi in una dimensione di controllo sul complesso dell’intera attività¹⁰⁰. Un giudizio che, ad uno sguardo superficiale, parrebbe addirittura “sdoppiarsi” in seno a due distinti momenti, con contenuti differenti, ma che, in realtà, nella fenditura aperta dalla teoria del contratto d’impresa non possono che essere considerati congiuntamente e conseguentemente accentrare tale valutazione, ormai aggregante i due piani. E la meritevolezza insistente sull’attività, in questo senso, non pare un’apparizione estemporanea frutto di una “fuga in avanti” di una precisa scelta teorica, ma si incardina sulle assi esegetiche di un discorso dall’impianto generale, che abbraccia come il diritto privato così quello commerciale, ravvivando la centralità di quest’ultimo¹⁰¹ e dando un peso specifico alla c.d. autonomia

¹⁰⁰ Considerazioni che sono state chiaramente puntualizzate da M. LIBERTINI, *Il ruolo della causa negoziale nei contratti d’impresa*, in *Jus*, 2009, II, 289; ID., *Autonomia individuale e autonomia d’impresa*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI (a cura di), *I contratti d’impresa. Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, Bologna, 2012, in part. 62.

¹⁰¹ Una rinnovata centralità sostenuta – e tradotta nel sintagma della “ricommercializzazione del diritto commerciale” – in particolare da G. B. PORTALE, *Tra responsabilità della banca e ricommercializzazione del diritto commerciale*, in *Jus*, 1981, II-III, 149. La lezione dell’A. è stata in seguito ripresa e apprezzata anche da G. ALPA, *Il diritto commerciale verso il nuovo millennio. Alcune osservazioni sulle «Hamlyna*

d'impresa¹⁰², senza dubbio differente da quella privata individuale e rispondente così a paradigmi per certi aspetti derogatori rispetto a quelli imposti dalle architravi concettuali codicistiche¹⁰³. In virtù di simili osservazioni ci si deve avvicinare al tema della reazione invalidante che, a questo punto, non si rivolge a violazioni di tipo episodico della regola, ma deve tenere in debito conto il tenore sistematico e massivo con cui inevitabilmente si presentano. Di conseguenza, si impone una nuova sensibilità consistente nel cogliere gli effetti che la soluzione rimediale determina così per una o più relazioni contrattuali, come per l'intera catena produttiva e distributiva ed infine valutarne l'impatto sul mercato.

Vi è perciò che una carenza del governo del prodotto, facilmente riscontrabile in termini esclusivi tramite l'individuazione delle fasi mancanti, non si assesta solamente lungo la traiettoria dell'inadempimento e dunque di una reazione risarcitoria. All'opposto, tenute salde la vicinanza all'elemento causale e l'indipendenza della valutazione, la sussistenza o meno anche di un solo passaggio della *governance* è in grado di escludere l'ingresso nell'ordinamento di strumenti complessi, più in generale prodotti non standardizzati. Ossia, contratti "non meritevoli", perché, quantunque leciti, segnano la distanza tra il tipo utilizzato e gli scopi condivisi dai contraenti, di più, tracciano il solco differenziale tra quanto *ab origine* predisposto e ciò che infine si è realizzato per mezzo del regolamento contrattuale.

Lectures» di Roy Goode, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, I, 607; V. BUONOCORE, *Le nuove frontiere del diritto commerciale*, Napoli, 2006, spec. 266 ss.; A. ZOPPINI, *Il contratto asimmetrico tra parte generale, contratti d'impresa e disciplina della concorrenza*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, V, 528; S. DELLE MONACHE, «Commercializzazione» del diritto civile (e viceversa), in *Riv. dir. civ.*, 2012, IV, 500.

¹⁰² Considerando con questa espressione, che si attaglia adeguatamente ad una speculazione incentrata sulla categoria dei contratti d'impresa, la possibilità da parte dell'imprenditore di adottare e recepire nuovi modelli contrattuali, più aderenti alle rinnovate esigenze dell'economia di mercato, ispirata ai principi della concorrenza e della libertà contrattuale, benché pur sempre sottoposti agli imprescindibili presidi costituzionali previsti ai commi 1 e 2 dell'art. 41 Cost. Sulla c.d. autonomia d'impresa si vedano in particolare M. LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, 1971, 285; G. B. PORTALE, *Diritto privato comune e diritto privato dell'impresa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1984, I, 16, che aveva già tradotto questa tendenza nell'esperienza negoziale del contratto autonomo di garanzia, come si può notare da i contributi dello stesso autore, tra cui, esemplificativamente, ID., *Fideiussione e contratto autonomo di garanzia nella prassi bancaria*, in *Jus*, III, 1977, 6-13, come pure in seguito con ID., *Le garanzie bancarie internazionali*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 1989, con particolare attenzione al par. 1.

¹⁰³ Si tratta di un elemento sottolineato con estrema chiarezza nuovamente da G. B. PORTALE, *Il diritto commerciale italiano alle soglie dell'XXI secolo*, in *Riv. soc.*, 2008, I, 11-13, che nel ricordare come prima il dato costituzionale (art. 41 co. 1 Cost.) e poi quello della normativa comunitaria (Trattato di Roma istitutivo della CEE, nel 1957) abbiano permesso non solo di recepire nuovi modelli contrattuali diffusi nelle esperienze straniere, ma abbiano ammesso soprattutto «[...] la liceità di nuovi contratti e strumenti finanziari malgrado la loro scarsa conciliabilità con i principi fondamentali del nostro diritto civile, come quello della causalità del contratto (1325 c.c.) o della tipicità dei titoli di credito [...]».

3.1. *Divergenza fra “programmato” e “distribuito”, mancanza della causa concreta e nullità del prodotto finanziario*

Dare seguito alle premesse di metodo significa, in questo caso, prendere atto di come sostanzialmente si traduce l'interna distonia del presidio d'impresa e, soprattutto, comprenderne le ripercussioni a livello contrattuale. Si è insistito, per questo motivo, nel rimanere saldamente ancorati ad una speculazione che insistesse sull'elemento causale, precisamente declinato nella sua portata effettiva e compreso attraverso il cono di luce interpretativo fornito dal giudizio di meritevolezza. È in particolare lo spettro della *law in action* che permette di traslitterare le basi del pensiero teorico in un riscontro fattuale, quello cioè che consente di contemplare il ventaglio rimediale attuabile, in forza della singolarità della regola violata, che si arricchisce di un contesto del tutto distintivo. Lo stesso che si sostanzia più in generale in una disciplina specialistica, comprensiva della regolazione del mercato e, nello specifico, di quella relativa all'atto e che si appalesa nelle disposizioni relative al suo momento costitutivo, a quello in cui il rapporto si svolge e che vengono entrambi puntellati dalle regole di condotta.

Nell'approfondire il governo del prodotto, l'andamento delle prescrizioni che lo hanno reso operativo si è rivolto in termini espliciti all'individuazione del mercato di riferimento e della rispettiva clientela. Disposizioni per tal verso orientate grazie proprio alla fissazione dell'obiettivo, esposto in termini generali, raggiungibile attraverso l'adozione le “misure ragionevoli” apprestate dall'intermediario¹⁰⁴. Risposte ancor più puntuali quando il produttore è tenuto all'adozione di analisi di scenario¹⁰⁵ e di periodiche procedure di riesame¹⁰⁶, come per valutare i rischi insiti alla distribuzione del prodotto così per monitorarne la coerenza con la rispettiva audience. Le espressioni della *governance*, sviluppantesi in seno agli organi di vertice dell'impresa, si collocano a monte, parte della sfera organizzativa del soggetto autorizzato. Il momento contrattuale, però, non si presenta slegato da quello più strettamente societario, amministrativo, al contrario, il governo del prodotto plasma lo strumento predisponendo schemi negoziali comuni nella prassi degli affari, così che lo stesso risulti strutturalmente finalizzato al

¹⁰⁴ Art. 21 co. 2-*bis* T.u.f.; art. 63 co. 1 lett. b) Regolamento Intermediari; art. 65 co. 1 Regolamento Intermediari

¹⁰⁵ Art. 65 co. 4 Regolamento Intermediari.

¹⁰⁶ Art. 68 Regolamento Intermediari.

perseguimento di un definitivo assetto d'interessi. E se non già dal momento in cui la strategia produttiva e distributiva vengono realizzate in sede apicale, addirittura in seguito, quando cioè il produttore deve esercitare un controllo prospettico e continuativo sul bene distribuito, garantendone la corrispondenza con i bisogni, la situazione economica, la capacità di sostenere il rischio, le precedenti esperienze di investimento del cliente finale.

Sulla scorta delle premesse teoriche introdotte precedentemente, entra in gioco il contratto, meglio ancora, la causa dello stesso, non tanto intesa esclusivamente come componente essenziale e strutturale del regolamento, bensì come elemento che traduce in concreto le volontà dei contraenti, indirizzandole finalisticamente e che, vieppiù, le riconduce entro un determinato tipo contrattuale socialmente e, in seguito, legalmente riconosciuto. Il punto di sintesi problematico insiste proprio su questo snodo: assunte ed elaborate le informazioni sull'investitore, l'apparato amministrativo-decisionale dell'intermediario si attiva nel dare avvio alla "produzione" e alla collocazione di prodotti complessi – principalmente derivati, negoziati perlopiù su mercati non regolamentati – e quote di fondi; se però, a monte – ma si è detto, pure in seguito – anche solo un passaggio non fosse conforme alla disciplina di settore, si dimostrasse carente o non adeguatamente svolto, un dato si manifesta con chiarezza. Ossia, viene concluso un contratto diverso rispetto a quello che le parti avevano programmato, che, non rispecchiando le caratteristiche del cliente, non trova cioè riscontro nell'insieme di interessi che in sostanza si dipanano dall'atto e in esso trovano – o meglio, dovrebbero trovare – conforto.

In sostanza, benché si sia accolta la linea teorica che si snoda lungo il concetto di causa concreta, che si discosta dalla sovrapposizione tra tipo e causa, è proprio nella distanza che si consuma tra il tipo e la funzione contrattuale che, in violazione del governo del prodotto, si può assumere la nullità del patto. Il punto è dirimente: un contratto di natura speculativa non è invalido di per sé stesso, in quanto meritevole e lecito¹⁰⁷; al

¹⁰⁷ La componente speculativa è connaturata a qualsiasi tipo di derivato Otc, propriamente creatrice di un rischio in precedenza inesistente. La distinzione tra la funzione di copertura e speculativa giunge perfino ad essere superflua, quanto meno inconsistente. Su come anche le forme più semplici di Irs siano in parte di natura speculativa, si vedano L. VIGORITI, *I contratti di «swap»*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa. Banca, mercati e società*, II, Bologna, 2012, 196 ss.; D. MAFFEIS, *La causa del contratto di Interest rate swap e i costi impliciti*, in www.dirittobancario.it, 2013, 1 ss.; M. SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni negli interest rate swap*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, X, 12; R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima più di prima*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, in *Quaderni di Banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2014, 48-49.

contrario, se la disfunzione della *governance* vi conduce alla conclusione con un soggetto non in grado di comprenderne pienamente il contenuto e i cui rischi non sono compatibili con il suo profilo, il rimedio si avvicina inesorabilmente alla nullità per mancanza di causa¹⁰⁸. Conta ripeterlo, ma la singolarità della regola, che insiste nel sistema

¹⁰⁸ E, ci si sente di dire, non ad un vizio della volontà quale causa di annullamento del contratto. Non sono mancati gli autori che hanno ritenuto plausibile, benché non con espresso riferimento alla violazione dell'obbligo di *product governance*, ma più generalmente a quella di un obbligo di condotta, l'applicazione di un rimedio invalidante per errore ai sensi dell'art. 1429 c.c. In sostanza si tratta di una scelta di campo che, nel sostenere la centralità del principio dell'agire informato, riterrebbe annullabile un contratto che, in assenza dell'errore sulla «natura o sull'oggetto», non sarebbe stato altrimenti concluso. Si vedano, in particolare, E. BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *I Contratti*, 2006, V, 476; P. GALLO, *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, V, 663-666; G. GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti d'investimento: tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 126; A. PERRONE, *I soldi degli altri: servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, in A. PERRONE (a cura di), *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2008, 59; F. GRECO, *Intermediazione finanziaria: violazione di regole comportamentali e tutela secondo le sezioni unite*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, III, 565; più recentemente M. DE POLI, *Sul controllo giudiziale degli Irs attraverso la causa*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, II, 115, in quale specifica che la disciplina degli obblighi informativi è finalizzata a garantire la piena consapevolezza al cliente del prodotto sottoscritto e che quindi, per via di un'inadeguata predisposizione dei presidi informativi del prodotto, non si potrà constatarne la nullità, bensì l'annullabilità, per vizio della volontà; M. BARCELLONA, *I derivati e la circolazione della ricchezza: tra ragione sistemica e realismo interpretativo*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, IV, 1118-1120, che si esprime criticamente soprattutto nei confronti di Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, rispetto al passaggio che, nella violazione della disciplina dell'art. 21 t.u.f., riscontra un vizio della (meritevolezza della) causa anziché della volontà dell'investitore.

Il rimedio invalidante che nel percorso di ricerca si è inteso approfondire, nell'ipotesi di un'incongruenza nel funzionamento del governo del prodotto, si esprime nella nullità per mancanza di causa derivante da una distanza tra lo schema contrattuale e il fascio di interessi condiviso dalle parti. Tale scelta non solo, come si è cercato di esporre, è determinata per via della singolarità della regola e della sua particolare manifestazione tra ipotesi di sovrapposizione o meno tra produttore e distributore. Anche in questa ipotesi, la soluzione demolitoria viene preferita a quella dell'annullamento, più generalmente, per una scelta di politica del diritto che individua nella nullità un rimedio che meglio si adatta alla rinnovata complessità dei rapporti di diritto privato. In generale, si ponga attenzione alla prospettiva discussa da V. SCALISI, *Il contratto in trasformazione. Invalidità e inefficacia nella transizione al diritto europeo*, Milano, 2011, 386 e ss.; con particolare riferimento alla galassia dei contratti d'investimento, e sulla preferibilità della nullità rispetto all'annullamento, A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I Contratti*, 2008, IV, 402, in cui, benché riferendosi all'ipotesi di nullità relativa in un'accezione oppositiva all'annullabilità, precisa come sia «[...] la più coerente, oltreché alle esigenze di giustizia del caso singolo, alla funzione di regolazione del mercato e di tutela degli interessi generali (qui di *private enforcement* della correttezza ed efficienza del mercato finanziario)»; S. PAGLIANTINI, *Ancora sulla "saga" dei derivati (note minime sul principio di effettività e sui c.d. vizi del XXI secolo)*, in *Le nuove legg. civ. comm.*, 2016, IV, 821 e ss., spec. 825-827, laddove, alla luce dei principi europei in tema di contratti, l'annullabilità potrebbe mostrarsi come un rimedio efficiente, non fosse altro per la portata conservativa che verrebbe garantita dalla lettera dell'art. 1432 c.c. (e che comunque presenta delle criticità tra cui l'azionabilità della rettifica unicamente da parte del soggetto non in errore e l'impossibilità del giudice di godere di alcun potere d'intervento nella prospettiva correttiva). Allo stesso tempo l'A. sottolinea come, con riguardo ai contratti derivati, «[...] l'annullabilità, proprio perché patologia "discreta" pecca di efficienza regolativa rispetto ai contratti (asimmetrici) del mercato» e che, a fronte di un interesse privato immerso tra le regole di un mercato improntato su valori costituzionali fissati agli artt. 3 e 41 Cost., l'annullabilità non può che declinare a favore dell'art. 1418 c.c.

Oltre a simile dialettica, si sviluppa lo scontro infine polarizzatosi attorno alla nullità per mancanza di causa meritevole, questione che peraltro non è prerogativa dei soli contratti derivati. In precedenza si è tentato di ricostruirne, seppur brevemente, le premesse metodologiche, condivise da taluni autori, *ex multis*, A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I*

organizzativo interno all'intermediario, di fatto concorre alla programmazione dell'attività e, contemporaneamente, dell'atto. Se questo è appunto "mal programmato" si avverte un cortocircuito che si manifesta sin dal momento della realizzazione del prodotto, cioè da quando, una volta approvato dagli organi apicali d'impresa, il contratto viene concluso con l'utilizzatore finale.

Disegnato il perimetro della vicenda, tra premesse teoriche ed effettivi riscontri operativi, prende forma lo scontro che si esaurisce sul campo dell'atto: esso si esprime nel conflitto tra uno schema giuridico-sociale astrattamente riconosciuto dall'ordinamento e il plesso degli interessi che in concreto le parti avrebbero inteso realizzare. Tocca all'interprete procedere per gradi, cominciando dal riconoscimento del regolamento pattizio, cioè dalla sua qualificazione in termini giuridici, per poi avanzare la valutazione dell'operazione ai sensi dell'art. 1322 co. 2 c.c. Questa, nel caso di una *governance* "difettosa", consiste nel riscontrare anticipatamente¹⁰⁹ se l'utilizzo del modello negoziale collimi con l'insieme di interessi concretamente perseguiti dai contraenti onde evitare che si realizzi un'«utilizzazione deviante»¹¹⁰ di una struttura contrattuale che soltanto astrattamente potrebbe mostrarsi meritevole ma che, giunta al riscontro con i termini concreti dell'affare, si rivela del tutto inconferente. Si è dunque di fronte all'ipotesi in cui il governo del prodotto ha determinato uno sviamento tra tipo e operazione economica¹¹¹ ed è giunti a questo snodo spinoso che il giudizio di merito si afferma in veste di clausola mediatrice tra l'effettiva articolazione negoziale e i principi

contratti e le condotte, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2014, XVIII; G. BERTI DE MARINIS, *I contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, IV, 465; in una posizione ambigua, da un lato apprezzante (in relazione, ad esempio, all'Irs mancante del rischio sottostante, di quello inetto alla funzione o nelle ipotesi di rinegoziazione), dall'altro critica (nel caso di nullità a seguito dell'elemento dei costi impliciti insiti nel derivato), U. MINNECI, *L'operatività in Irs: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2014, 165-166.

¹⁰⁹ Sull'operatività del giudizio di meritevolezza, inteso come valutazione esprimendosi sul complesso degli interessi perseguiti – e quindi riconducibili all'elemento casuale concreto – non sono mancate le perplessità espresse da parte della dottrina. Vi è chi, infatti, ha ritenuto che uno scrutinio sulla causa in concreto si risolva di fatto in una considerazione *ex post* sull'eventuale cattivo andamento dell'investimento, oltre che in un esercizio arbitrario del potere del giudice di indirizzare l'esito dell'operazione e di valutarne la convenienza soltanto in un momento successivo. Tra le posizioni critiche, si ricordino quelle di P. GIUDICI, *Interest rate swap nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, IV, 504-505; in parte anche E. GROSSULE, *Derivati di copertura, valutazione di meritevolezza e regole di condotta. Riflessione a partire da Cass. Civ. n. 18724, 13 luglio 2018*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2020, III, 370.

¹¹⁰ A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, I, 87.

¹¹¹ G. PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970, 136.

settoriali a tutela dell'investitore e della stabilità finanziaria. Dinanzi ad uno scollamento tra il prodotto "congegnato" e quanto effettivamente distribuito, affermare che il contratto si presenti "meritevole" significa attestarne quel dato di razionalità minima¹¹² che ne giustifica, prima ancora che la vincolatività, l'accoglimento nel sistema ordinamentale alla luce del concreto atteggiarsi del regolamento. Perciò, un simile disallineamento derivante dal controllo sul contratto – a dir meglio, sulla sua causa concreta – è sinonimo di un'incongruenza di fondo¹¹³; cioè, il sussumibile piano astratto e quello fattuale, della traduzione in termini concreti degli interessi, ormai sfasati, non trovano un punto d'unione, a dire meglio di allineamento. Così la ragione plausibile dello scambio¹¹⁴ verrebbe meno, rendendo impossibile la realizzazione della dinamica negoziale e aprendo dunque la strada al difetto di causa e, conseguentemente, all'applicazione dell'art. 1418 co. 2 c.c.

Una simile risposta demolitoria, con effetti restitutori, si incardina all'interno dello scenario del diritto finanziario, per di più con riferimento al governo del prodotto, onere di condotta che determina da principio la conformazione dello statuto contrattuale. Significa considerare legati a doppio filo il dato fenomenico della violazione con un prisma rimediale precisamente delineato, che trova conforto proprio tra le anse della *governance*¹¹⁵. Quella regola che nel riversare il piano organizzativo direttamente

¹¹² Sulla razionalità, quale elemento assorbente della causa concreta, si veda C. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, 176; M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, 153-154, nell'intendere il ruolo ricoperto dalla causa come quell'esempio per cui la volontà è ammantata da un preciso *vestmentum*, stabilisce come la stessa non sia esclusivamente basata sul brocardo *solus consensus obligat*. Al contrario, è necessario che l'autoregolamento tra privati sia sottoposto ad una precisa forma e che la razionalità del comando giuridico risiede proprio anche nella forma che esso riveste. Quindi, l'ordine sociale, di cui è espressione la determinazione di volontà delle parti, è razionale se è frutto di un processo volontaristico, ma pur sempre nell'osservanza delle procedure del reciproco consenso.

¹¹³ Secondo P. BARCELLONA, *Intervento sociale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, 281, lo scrutinio di merito, una volta calato nell'intreccio degli interessi, consentirebbe di riscontrarne il grado di congruenza rispetto al modello contrattuale utilizzato per l'esplicazione dell'affare. Sulla stessa linea interpretativa si collocano A. GENTILI, *Merito e metodo nella giurisprudenza sulle cassette di sicurezza: a proposito della meritevolezza di tutela del contratto atipico*, in *Riv. dir. comm.*, 1989, V-VI, 234; G. MEO, *Impresa e contratto nella valutazione dell'atipicità negoziale. L'esempio della fideiussione omnibus*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1991, 73, che considera il giudizio di meritevolezza quale vero e proprio «[...] accertamento di interna congruenza del negozio»; più recentemente si veda E. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, IV, in part. 973.

¹¹⁴ Sulla mancanza di una «ragione plausibile» a fronte della disapprovazione derivante dal giudizio di meritevolezza sul rapporto tra schema utilizzato e risultati perseguiti, si veda A. TUCCI, *Contratto inadeguato e contratto immeritevole*, in *Contr. impr.*, 2017, III, 952.

¹¹⁵ La reciprocità tra la violazione delle prescrizioni in termini di *product governance* e la risposta invalidante, colta nel tracciato dell'art. 1418 co. 2 c.c., consente di sviluppare, seppur per brevi cenni

sull'efficacia contrattuale concorre alla realizzazione del prodotto si risolve nel momento della pianificazione della politica produttiva e distributiva.

3.2. (segue) *Il rapporto tra governo del prodotto e adeguatezza nell'ipotesi di coincidenza tra produttore e distributore*

Lo studio del governo del prodotto, nell'ipotesi in cui si assume che le posizioni di *manufacturer* e *distributor* corrispondano, consente una considerazione ulteriore, che riposa invero nel contesto della normativa di settore e che viene investita come dalle disposizioni sui servizi, così da quelle sugli obblighi di comportamento.

La coincidenza tra chi produce e distribuisce il prodotto sottintende che l'attività dell'intermediario possa essere prestata, anche incidentalmente, attraverso il prisma della consulenza – assunta peraltro una simile sovrapposizione, è facile intuire come il servizio non sia fornito su base indipendente – le cui sfumature potenzialmente problematiche sono state colte dalla Direttiva MiFID II, che ne ha irrobustito i presidi grazie a un rinforzato tessuto normativo¹¹⁶. Per vero non può occultarsi che, nell'ipotesi di

un'ulteriore considerazione. E cioè che il cortocircuito interno alle prassi d'impresa può condurre – soprattutto in materia di derivati – ad un prodotto che determina un assetto d'interessi squilibrato, financo una distribuzione disomogenea dell'alea, ipotesi che il diritto pretorio ha perfino sanzionato con la nullità del derivato. Ma nell'ipotesi oggetto di studio, al netto di queste ultime epifanie derivanti dalla sottoscrizione degli Irs che pure potrebbero considerarsi quali effetti provenienti da un'inefficiente politica di *design* del prodotto, si intende intercettare il vizio genetico del contratto. Inteso come mancanza originaria, proprio perché malamente predisposto dagli organi interni all'impresa d'investimento.

¹¹⁶ Si fa riferimento appunto alla distinzione introdotta dal legislatore europeo tra consulenza fornita su base indipendente e non indipendente e ai presidi che vengono riferiti alla prima: regole di trasparenza, disciplina degli *inducements* e conflitto d'interessi. Per un più adeguato approfondimento si rimanda a D. SICLARI, *La consulenza finanziaria "indipendente" prevista dalla MiFID II alla prova dei fatti*, in V. TROIANO, R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, Padova, 2016, 515 e ss.; P. GIUDICI, *Independent Financial Advice*, in G. FERRARINI, D. BUSCH (ed.), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, 2017, Oxford, 147; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, *Riv. soc.*, 2018, IV, 1111-1112; L. ROBUSTELLA, *La tutela rafforzata dell'investitore*, in *Jus civile*, 2019, I, 52-52.

Va detto che il ricorso al servizio di consulenza ha assunto delle dimensioni di assoluto rilievo, dovute ad un approccio a dir poco estensivo della regola di adeguatezza, di fatto assorbente anche i consigli o, più generalmente, le consulenze prestate incidentalmente dagli intermediari, vieppiù confermato dalla posizione tenuta a livello europeo dall'Autorità di vigilanza. A tal proposito, un simile approccio è chiaramente riscontrabile sia in vigenza della Direttiva MiFID, come dimostrato dalle *Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, Esma, 21 August 2012, come pure nella Direttiva 2014/65/UE che, lungo il lato della *suitability rule* è stata sostenuta dal *Final report. Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, Esma, 28th May 2018. Una sempre più tendente spinta accentratrice verso la regola di adeguatezza, dovuta ad un costante consumerizzazione dell'investitore è sottolineata da O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, 21 *Eu. Law J.* (2015) 503.

coincidenza tra la sfera a monte e quella a contatto con il cliente finale – benché il passaggio più arduo sembra riscontrarsi a fronte di una netta distinzione tra emittente e distributore –, l’interferenza fra il governo del prodotto e, in particolare, regola di adeguatezza ponga dei quesiti sulla loro convivenza¹¹⁷. Si badi, ma giunti a questo punto sembra apparire in termini più chiari, ci si riferisce non tanto alla loro coesistenza *tout court*, non fosse altro che dapprima il legislatore europeo non le ha considerate escludenti l’un l’altra, anzi, ha espressamente ricordato che la *governance* non esime l’intermediario dal predisporre il *suitability assessment*¹¹⁸. Semmai, il passaggio critico si colloca al livello della soluzione rimediata prospettata, tanto più se questa trova approdo nella nullità del contratto per assenza dell’elemento causale. Il nodo non può che sciogliersi a questo punto della trattazione e districarsi tenendo conto dell’apparato normativo europeo e interno. Aver riscontrato il rimedio invalidante in seno al co. 2 dell’art. 1418 c.c. per mancanza di causa ha svelato infatti non solo, e seguitamente, la necessità di rafforzare l’interesse del cliente, necessario prodromo alla stabilità del mercato, ma ha arricchito il governo del prodotto di un corollario di significato ulteriore. Perché, pur avendo invero ricalcato il procedimento insito in qualsiasi impresa commerciale, cioè produrre un *output* a seguito di un *iter* decisionale, organizzativo e amministrativo suddiviso in singoli passaggi e precisamente programmato, ne ha consentito l’accesso direttamente nel contratto. Ciò per dire che la previa identificazione del cliente e del rispettivo mercato, condotti sulla scorta di criteri puntuali, assume un peso specifico per il comportamento successivamente tenuto dall’intermediario. In questo scenario il servizio, consulenza o gestione di portafoglio, si interrela con la portata della regola, vi dialoga e il risultato di una simile prossimità, se non di una vera e propria consonanza, se il legame è stretto con

¹¹⁷ Il rapporto tra la disciplina della *governance* e le regole di comportamento dipendenti dal servizio prestato è un tema alquanto delicato e che pone una serie di interrogativi relativi proprio alla convivenza di regole differenti e contemporaneamente afferenti al medesimo prodotto. In dottrina, tra i pochi che si sono occupati di questa specifica tematica, va ricordato L. DALLA TOMMASINA, *Gestione fiduciaria del risparmio e product governance*, in A. PETRUCCI (a cura di), *I rapporti fiduciari: temi e problemi*, Torino, 2020, 285 e ss.

¹¹⁸ Il riferimento corre in particolare all’orientamento 33 *Guidelines on MiFID II Product Governance Requirements*, Esma, 5th February 2018, 35-43-320.

Ciononostante conta ricordare che i criteri cui si fonda la predisposizione del governo del prodotto da parte del produttore, in sostanza del processo di approvazione che coinvolge l’identificazione del mercato e della clientela *target*, coincidono per larghi tratti (conoscenza ed esperienza del cliente, situazione finanziaria e capacità di sostenere le perdite, obiettivi d’investimento) con quelli che stanno alla base del *suitability assessment*, tanto che vi è chi ha riscontrato nella *governance* un “doppione” dell’adeguatezza, meglio ancora, di un’anticipazione nella fase di realizzazione del prodotto.

l'adeguatezza, può intendersi attraverso una lettura in controtelaio proprio della filigrana rimediale.

Se la violazione del governo del prodotto sottintende un difetto causale, determinante l'irrazionalità della scelta negoziale divisata, significa che l'inadempimento anche di una sola fase d'impresa può ripercuotersi sul contratto, sulla sua struttura, rappresentata dalla causa, funzionalisticamente intesa. In un contesto così complesso, l'intrico delle disposizioni di settore, benché esclusa la sovrapposizione contenutistica, non ne scarta quella più strettamente legata al significato che, in conseguenza, si rivela anche lungo il costone del rimedio. La *governance, trait d'union* tra polo organizzativo-decisionale e realizzazione del contratto, assurge a componente della meritevolezza, tanto da far apparire meno torbida la distanza che la separa dall'adeguatezza. Essa infatti si dispone su un piano di valore distinto, quello generale – cioè, il punto di caduta tra interessi particolari dei contraenti e generali legati ai principi ispiratori dell'ordinamento –, senz'altro differente dall'orizzonte dell'adeguatezza¹¹⁹, inevitabilmente centrato sulla linea del cliente e del servizio d'investimento – più che del prodotto – e lo iato, in termini di significato, necessita di una puntualizzazione ulteriore anche nel campo del rimedio. La dissonanza, assorbita in un prodotto non idoneo a sovrapporsi al profilo di cliente e di mercato, espressione di un inefficiente *management* societario, realizza lo scollamento tra lo strumento indirizzabile all'investitore e quanto effettivamente realizzato e la cui traduzione rimediale è un'invalidità che si poggia su una patologia essenziale dell'atto. La *suitability rule*, per converso, si lega alla fase del collocamento dello strumento e richiede una valutazione tutt'altro che teorica del cliente e quindi dei criteri che devono essere coinvolti nel momento distributivo e che, per giunta, potrebbe non coincidere. Ma tale obbligo di condotta si impone allo stadio conclusivo, appunto, di interazione con l'investitore e, nel caso che per giunta è in esame e cioè di convergenza tra *manufacturer* e *distributor*, il conflitto tra regole si esaurisce da principio. Si tratta di un segno della

¹¹⁹ Alcuni autori colgono la distanza, non tanto tra il governo del prodotto e l'adeguatezza, ma tra quest'ultima – ad ogni modo espressione della visuale dell'investitore, necessitante di un robusto sostegno protettivo – e le regole che investono l'operazione negoziale nella sua conformazione, che assorbono il giudizio su alcuni dei suoi elementi essenziali – si pensi alla liceità del patto, ma soprattutto alla meritevolezza –. A tal proposito, colgono nel segno le considerazioni di U. MINNECI, *La parabola degli Irs: tra innovazione normativa e recupero di nozioni appartenenti alla tradizione*, in M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (dir. da), *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014, 2339-2340; P. CORRIAS, *Le clauseole claims made. Dalle sezioni unite del 2016 a quelle del 2018: più conferme che smentite*, in *La Nuova giur. civ. comm.*, 2019, I, 153.

differenza che si coglie probabilmente con più nettezza nell'ipotesi, che verrà approfondita in seguito, della distinzione fra produttore e distributore, non fosse altro che proprio in un regime di consulenza quest'ultimo può vendere i prodotti al di fuori del mercato se tale vendita sia "idonea" per il cliente e corrisponda ad esigenze di diversificazione o copertura¹²⁰.

Fermata la cifra distintiva, che tornerà utile nel comprendere come il governo del prodotto si intersechi con gli obblighi di comportamento quando invece sussiste una differenza tra le fasi di produzione e distribuzione, rimane insoluto un quesito. Quello relativo al coordinamento tra *product governance* e regola di adeguatezza, fissata la premessa per cui la violazione della prima potrebbe presupporre l'applicazione di un rimedio demolitorio, nel caso in cui un'unica entità sia rappresentativa sia del produttore che del distributore.

L'assorbimento del governo del prodotto nel cono rimediabile della nullità, in questa particolare contingenza, risulta condizionante e inevitabilmente travolge anche il momento valutativo "a valle" dell'adeguatezza. Il rapporto di consecuzione logica che si instaura tra queste regole del diritto dei mercati finanziari¹²¹ non può che sterilizzare la portata dell'adeguatezza allorquando venga azionato il rimedio demolitorio per via dell'assenza di causa dovuta all'immeritevolezza degli interessi perseguiti in conformità all'art. 1322 co. 2 c.c. Un assunto che si assume ancor più solido quando a consigliare il prodotto è lo stesso intermediario che l'ha realizzato, che non avrebbe alcun interesse a non aderire al risultato decisionale ottenuto in sede amministrativa e che presuppone una definitiva politica d'impresa in materia di mercato e clientela *target*, oltre che di successiva strategia distributiva. Questo particolare frangente consiglia non tanto di

¹²⁰ Punto n. 52, in *Guidelines on MiFID II Product Governance Requirements*, Esma, 5th February 2018, 35-43-320.

A confermare come in realtà la regola di adeguatezza si collochi su un piano indipendente rispetto a quello del governo del prodotto e come l'intermediario possa collocare i prodotti già elaborati dalla valutazione della *product governance* ad una certa clientela, derogando le previsioni del governo del prodotto, basti prestare attenzione al settore bancario, in particolare al Provvedimento di Banca d'Italia del 5 dicembre 2018, al par. 1-*bis* della sezione XI. Nonostante si faccia riferimento all'ipotesi della differenziazione tra produttore e distributore, il testo ricorda che «Gli intermediari che elaborano i prodotti e quelli che provvedono alla loro distribuzione per conto di altri intermediari committenti adottano e applicano procedure interne idonee ad assicurare nel continuo che: a) i canali distributivi selezionati offrano i prodotti solo a clienti appartenenti al mercato di riferimento ed eventuali eccezioni siano opportunamente motivate dal canale di distribuzione sulla base degli interessi, gli obiettivi e le caratteristiche del cliente; se l'offerta è effettuata tramite canali distributivi indiretti, le motivazioni sono trasmesse agli intermediari [...]».

¹²¹ Un rapporto colto in questi termini da E. RIMINI, *Le regole di condotta*, in M. CERA, G. PRESTI (dir. da), *Il Testo unico finanziario*, Bologna, 2020, 452.

ridimensionare la regola di adeguatezza che, al contrario, rimane pur sempre, con l'appropriatezza e il regime *execution only*, al centro dell'*investor protection policy* ispiratrice della normativa settoriale, ma di coordinarla sapientemente, attraverso una valutazione caso per caso, con il governo del prodotto. Se dunque il risparmiatore tradito agisse per far valere l'invalidità, in conformità all'art. 1418 co. 2 c.c. per mancanza della causa desunta dall'incongruenza contrattuale che ha reso il negozio immeritevole, ipotizzata la consonanza tra produzione e distribuzione, appare complicato risolvere la questione del rimedio attraverso l'addentellato normativo dell'adeguatezza.

Lo spazio della *suitability rule* non è di certo sacrificato, di nuovo, va coordinato con la normativa sui servizi e pur sempre a seguito della composizione concreta di contratto e servizio. Si perviene dunque a conclusioni differenti, innanzitutto, se la collocazione dello strumento avvenga per mano di un soggetto diverso dal produttore¹²² come, allo stesso modo, seppur in una situazione di equivalenza, allorché il cliente danneggiato persegua la strada della soluzione risarcitoria, di natura contrattuale¹²³.

4. *Rimedio invalidante, disciplina settoriale e vicinanza della prova*

Prediligere il dato della nullità negoziale, a fronte del plesso risarcitorio, compreso agli artt. 1218 c.c. e ss., – che, conta ribadirlo, non viene escluso né nel caso di

¹²² Si è avuto modo di ricordare in precedenza che, nel caso il prodotto sia composto e distribuito da soggetti differenti, in questa ipotesi il *distributor* può, per esigenze di diversificazione e copertura, indirizzarlo al di fuori del *target market* positivo, anzi, per giunta destinarlo a quello negativo. In questo senso, anche per via dell'autonomia strutturale che intercorre tra le due fasi e tra i soggetti che le guidano, può ritenersi plausibile che, a fonte di una *product governance* idonea o meno al rispetto delle caratteristiche del cliente, l'adeguatezza assuma una sua particolare autonomia e che possa, conseguentemente, essere suscettibile di un ben individuato trattamento rimediale senza che questo venga travolto dalla nullità come potrebbe avvenire nel caso di "sovrapposizione" tra produttore e distributore.

¹²³ In questa ipotesi, nonostante il legame di consequenzialità poc'anzi ricordato, la possibilità di intervenire con la soluzione risarcitoria per intercettare l'inadempimento in materia di governo del prodotto, potrebbe lasciare campo aperto ad uno spiraglio rimediale anche nei confronti di un regime di adeguatezza non pienamente rispettato dal produttore-distributore, ad esempio attraverso l'attivazione di una soluzione rimediale invalidante. In questo senso, a conferma di quanto si è sostenuto e cioè che l'adeguatezza non perde il proprio "peso" nel sistema del diritto degli intermediari finanziari, sembrerebbe ribadirsi il piano per cui essa si conferma come principio cardine appunto nel paradigma del "contratto adeguato", financo inteso come «preclusione insuperabile», facendo riferimento con quest'ultima espressione al dovere di astensione del professionista qualora il prodotto non incontri caratteristiche, interessi e capacità di intendimento del cliente e che è puntualmente ricordata da A. DI AMATO, *I servizi e i contratti di investimento*, in S. AMOROSINO (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2014, 103; D. IMBRUGLIA, *La nullità del contratto e l'interest rate swap*, in *Questione giustizia*, 2017, III, 184.

coincidenza né di divergenza tra produzione e distribuzione¹²⁴ – impone, giunti a questo punto della ricerca, una valutazione ulteriore che, dal meccanismo dialogico con il diritto comune, spicchi un passo ulteriore, che si cali ancor più profondamente nell’incavo operativo del responso invalidante. S’intende giungere gradualmente nella fase giudiziale, attraverso un passaggio in cui i termini sostanziali devono connettersi con le regole di rito e non solo in quanto necessario ai fini di un riscontro in termini di contenzioso. Una simile transizione presuppone, si torna nuovamente a dirlo, una contestuale presa di posizione con riferimento all’atteggiarsi, nel linguaggio processuale – che è poi anche quello in cui si saggia l’effettività nonché l’efficacia – del rimedio prescelto: più generalmente, il piano del contratto di investimento (immeritevole) si infrange inevitabilmente lungo il crinale più prossimo alla sfera del processo. E la premessa sulle ragioni di efficienza che ispirano la scelta invalidante assorbe, come sopra riportato, la contrarietà dell’atto agli interessi accolti dall’ordinamento – sia con riferimento ai principi costituzionali ai sensi dell’art. 47 Cost., come pure a quelli di settore – che, in questa specifica ipotesi, si insinua nella mancanza della causa e della conseguente invalidità. Nel puntualizzare i tratti salienti della corrispondente azione di accertamento, prodromica alla ripetizione dell’indebito, fissare le linee più significative della funzionalità del rimedio accolto appare un passaggio imprescindibile.

Un primo e più pregnante accento va posto sul saliente dell’onere della prova, nel tentativo di ripensarlo e renderlo più piano per colui che risulta “materialmente distante” dalla fonte¹²⁵. Ciò gli consentirà di poter avanzare la pretesa invalidante, più generalmente colta nell’alveo di un diritto d’azione in giudizio che ne consenta un esercizio pieno e cioè privo di ostacoli. Alla luce di una simile cornice interpretativa, includente i segni del diritto sostanziale nel complesso del contenzioso, la forza centripeta ed equilibrante viene assunta dal principio di vicinanza della prova, chiave di volta esegetica che sembra

¹²⁴ Nella prima ipotesi, come si vedrà meglio in seguito, non si esclude la concorrenza tra le due risposte rimediali, la prima legata al diritto comune, la seconda alla disciplina settoriale. Nel caso che il produttore e il distributore siano due soggetti distinti, la nullità e il risarcimento da illecito contrattuale possono essere indirizzati alternativamente al primo e al secondo, contestualmente e, come meglio evidenziato in seguito, la soluzione risarcitoria potrebbe colpire il *manufacturer* sotto forma di una responsabilità contrattuale da violazione di obblighi di protezione autonomi di fonte normativa.

¹²⁵ Cass., 4 aprile 2016, n. 6511, in *www.ilcaso.it*, ricorda propriamente che «[...] il richiamato [...] principio di prossimità o vicinanza della prova, in quanto eccezionale, deroga al canonico regime della sua ripartizione, secondo il principio ancor oggi vigente che impone (*incumbit*) un *onus probandi ei qui dicit non ei qui negat*, deve trovare una pregnante legittimazione che non può semplicisticamente esaurirsi nella diversità di forza economica dei contendenti, ma esige l’impossibilità della sua acquisizione simmetrica [...]».

congiungersi perfino naturalmente con la “nullità da *product governance*”, se non altro per via della prossimità dell’operatore al substrato sostanziale del *thema probandum*¹²⁶. Non va peraltro scordato che in questa, come in altre espressioni di prodotti d’impresa, la complicità – di più, il legame indistricabile – tra l’impresa e il prodotto della propria attività si esprime con tinte così nette da rivelarsi persino ovvio, seppur circondato da solidi baluardi di natura costituzionale, dover derogare alla prova dei fatti così come sancita dal codice. Rispetto al governo del prodotto, inoltre, a sostegno di una simile applicazione «non brutalmente meccanicistica»¹²⁷ dell’art. 2697 c.c., concorre anche il supporto del dato normativo di settore. Laddove l’art. 94 co. 1 Regolamento Intermediari precisa che gli intermediari, per le operazioni effettuate, conservano le registrazioni relative ad attività e servizi di investimento¹²⁸, compresi quelli accessori, affinché Consob riscontri «l’adempimento degli obblighi nei confronti dei clienti o potenziali clienti», non può che notarsi come la geometria in termini di prova venga puntualmente

¹²⁶ Che non significa semplicemente prossimità con l’oggetto della prova, ma anche con il prodotto del proprio agire e sottintende un approccio rispetto alla propria produzione, nonché con la clientela – anche a livello processuale –, ispirato alla sana e prudente gestione. Così A. DOLMETTA, U. MALVAGNA, *Vicinanza della prova e prodotti d’impresa del comparto finanziario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, VI, 683. Sulla giustificazione di un rinnovata distribuzione dell’onere probatorio sulla scorta della prossimità alle fonti di prova, si veda F. GRECO, *Rapporti bancari ed onere della prova: il punto della corte di cassazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, IV, 1261-1262; F. DE SANTIS, *Oneri di allegazione e oneri probatori nel contenzioso bancario, con particolare riferimento alle azioni di nullità e di ripetizione dell’indebito*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, VI, 761.

Conta ricordare che, nel settore bancario, con particolare riferimento ai contratti di conto corrente e alla ripetizione di somme non dovute all’istituto di credito, si è sviluppata un’interessante giurisprudenza in merito al principio di vicinanza, in parte contraria all’accoglimento – si tratta di un filone, si potrebbe dire, maggioritario – e che quindi sostiene che incombe pur sempre al correntista anche l’onere dell’accertamento negativo – (Cass., 14 maggio 2012, n. 7501, in *Giust. civ. mass.*, 2012, V, 609; Cass., 21 dicembre 2018, n. 33321, in *www.dejure.it*; Cass., 4 dicembre 2019, n. 31667, in *www.dirittodelrisparmio.it*; Cass., 13 gennaio 2021, n. 450, in *www.dejure.it*); in parte, invece, aperta ad una sua assimilazione nel diritto vivente (Cass., 20 gennaio 2017, n. 1584, in *www.ilcaso.it*; Cass., 30 novembre 2017, n. 28819 in *www.dirittobancario.it*; Cass. 26 settembre 2019, n. 24051, in *www.dejure.it*).

¹²⁷ A. DOLMETTA, U. MALVAGNA, *Vicinanza della prova in materia di contenzioso bancario. Spunti (il saldo zero)*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, VI, 9.

¹²⁸ L’obbligo imposto agli intermediari di conservare le registrazioni relative a servizi e attività d’investimento prestati si riscontra all’art. 94 co. 1 Regolamento Intermediari (nonché al co. 2 laddove si specifica che l’obbligo di conservazione dei registri è di durata quinquennale, se non anche settennale se richiesto dall’Autorità di vigilanza), benché le indicazioni provengano, anche in questo caso, dalle fonti europee. In primo luogo dall’art. 16 par. 6-7 della Direttiva MiFID II, ma anche da quelle secondarie. Si ponga attenzione in particolare all’*Opinion* Esma, 27 marzo 2014, intitolata *Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*, con specifica attenzione all’*Annex I (Good practices regarding product governance arrangements for structured retail products)*, al punto 7, lett. a), in cui si precisa che «Product governance arrangements should be transparent, consistent and auditable. It is good practice that the key features of such arrangements set up by manufacturers and distributors: a. Define the steps that have to be followed before an SRP is to be manufactured and/or distributed, as well as describe the records that must to be kept about all the critical elements of the product governance arrangements».

(ri)disegnata¹²⁹. Lo schema sostanziale in cui va inserita la teoria della vicinanza, che illumina il ruolo di una delle parti e l'aspettativa che conseguentemente ne discende, se applicato alla *governance* non può che scrostare anche le ultime resistenze¹³⁰ e penetrare nel contesto processuale. A fronte di un'azione di accertamento negativo¹³¹, anticipatrice di quella parallelamente (ed eventualmente) condotta e volta alla ripetizione dell'indebito, non può che imporsi all'intermediario l'onere di provare, con la documentazione a sua (esclusiva) disposizione, di aver correttamente espletato gli oneri a suo carico. Se da un verso spetterà al risparmiatore dare prova del titolo e della causa di nullità, il produttore/distributore dovrà sostenere di non essere incappato in una interna disfunzione amministrativo-organizzativa, producendo i registri che attestino il corretto espletamento dei doveri accessori. Un onere che si mostra per giunta ancor più solido per via di un'interpretazione, si potrebbe dire, estensiva se non addirittura penetrante nell'agire d'impresa dell'art. 23 co. 6 T.u.f¹³². Invero, la prescrizione che rimette in capo al soggetto autorizzato la dimostrazione di aver agito con la diligenza richiesta, produce l'effetto, nemmeno tanto indiretto, di informarne l'attività ai canoni dell'art. 21 co. 1, lett. a) T.u.f.

4.1. (segue) *La nullità da violazione di regole accessorie a quelle di comportamento in rapporto all'art. 23 co. 6 T.u.f.*

Le piegature di significato cui il governo del prodotto costringe il testo unico, nonché il codice civile e con esso i principi che lo vivificano, danno la misura di come il complesso dei comportamenti e dell'organizzazione dell'intermediario modellino il

¹²⁹ Ridisegnata, si aggiunga, per garantire una più forte tutela anche nel momento processuale a favore della controparte. Non è un caso che, in materia di conservazione delle scritture contabili, Cass., 26 gennaio 2011, n. 1842, lo abbia espressamente dichiarato, ritenendolo peraltro un obbligo espressione del dovere di buona fede oggettiva.

¹³⁰ Con ciò conta ricordare che tale teoria non deroga l'*ei incumbit probatio qui dicit* condensato all'art. 2697 c.c., come peraltro viene ricordato dalla stessa giurisprudenza di legittimità, Cass., 7 maggio 2015, n. 9201, in *Resp. civ. prev.*, 2016, IV, 1257, laddove specifica che «[...] l'onere probatorio gravante, a norma dell'art. 2697 c.c., su chi intende far valere in giudizio il diritto, ovvero su chi eccepisce la modifica o l'estinzione del diritto da altri vantato, non subisce deroga neanche quando abbia ad oggetto "fatti negativi" [...]». In questo senso, in passato, la Corte Suprema si era già espressa con Cass., 13 dicembre 2004, n. 23229, in *Foro it.*, 2006, I, 3123; Cass., 6 giugno 2012, n. 9099, in *Giust. civ. mass.*, 2012, VI, 737.

¹³¹ Sul necessario modellamento dell'onere probatorio alla stregua della prossimità della prova alla luce dell'azione di accertamento negativo, si veda L. ALBANESE, *L'anatocismo bancario alla prova del «saldo zero»*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, III, 931.

¹³² Disposizione che, seppur riguardante le azioni di responsabilità degli intermediari, va declinata anche per le ipotesi in cui l'attore intenda denunciare una causa di invalidità del contratto, nella specie la nullità ex art. 1418 co. 2 c.c., come si vedrà di seguito nel par. 4.1., 185 ss.

substrato assiologico della normativa, arricchendola degli stilemi della produzione finanziaria quantunque accompagnata dai sostegni che, soprattutto nella dimensione della dialettica processuale, tengono in conto dello status dell'investitore, in particolare se *retail*.

Gli è che la scelta della nullità risponde ad un intento emergente dal confronto con le diverse espressioni rimediali che, nel panorama dei contratti e della prestazione dei servizi finanziari, hanno assunto un ruolo ingombrante nel dibattito tra formanti e i cui strascichi non sembrano ancora del tutto esauriti nel dialogo tra operatori. Un elemento pare dover accogliersi per sviluppare ulteriormente il dato funzionalistico su cui poggia la soluzione demolitoria e cioè quello per cui tale ricorso risponderebbe ad una certa «semplicità sotto il profilo della gestione processuale della vicenda»¹³³. È proprio con riferimento alla “gestione” del rimedio, se confrontato con i restanti invalidanti, risolutori e risarcitori, che la preferenza si attesta nettamente verso la nullità, non fosse altro per l'irrelevanza di taluni aspetti che non vengono coinvolti nel giudizio – si pensi, ad esempio, all'entità della violazione, all'incidenza della stessa sul profilo volontaristico–, oltre che sul piano delle conseguenze, che non ricalcano le complessità del risarcimento, ma che, al contrario, contemplanò l'obbligazione restitutoria¹³⁴.

Ebbene, una volta selezionato il rimedio in virtù del criterio efficientistico, va riscontrato un'ulteriore sfumatura legata alla sua operatività, il che sottintende, ancora, un approccio critico rispetto alla normativa finanziaria che nuovamente e proprio in relazione alle condotte processuali delle parti, si attegga in termini che potrebbero definirsi eccentrici, ma che in verità non lo sono. Contrariamente, segnalano come il segmento valoriale sottostante alla *governance* si sia fatto spazio tra le disposizioni del D. Lgs. 58/1998 e vi abbia trovato un saldo appiglio. La nullità, cioè, si interseca per vero con la disciplina che il legislatore del T.u.f. ha pensato per la responsabilità

¹³³ Così G. D'AMICO, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari tra regole di validità e regole di responsabilità*, in A. PLAIA (a cura di), *Diritto civile e diritti speciali: il problema dell'autonomia delle normative di settore*, Milano, 2008, 49-50.

¹³⁴ Per una panoramica delle motivazioni che consentono di ritenere il rimedio demolitorio preferibile agli altri perché più facilmente “maneggevole” nel momento processuale e in quello successivo, relativo agli effetti, si vedano N. CIOCCA, *Rimborso anticipato di obbligazioni, «obbligazioni strutturate» e obblighi di trasparenza nella negoziazione*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, V, 565; M. DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, XII, 1250. Con riferimento poi alla scelta della nullità come rimedio più efficiente, alla luce degli effetti restitutori che questa comporta, degne di nota le considerazioni di F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 51 ss.

dell'intermediario e che avvia ad aprirsi ad approdi se si vuole inconsueti, purché soltanto in base ad una lettura superficiale del fenomeno imprenditoriale. Il riferimento corre all'art. 23 co. 6 del T.u.f. che afferma che nei giudizi di risarcimento dei danni occorsi all'investitore nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati la prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta. Le eventuali azioni risarcitorie sono di natura contrattuale e tale precisazione torna utile per misurare l'effettivo impatto della disposizione in esame. Vi è chi ha ritenuto che essa non integrasse un vera e propria inversione dell'onere probatorio – si precisi, esclusivamente riferita al grado di diligenza e non al connettivo causale tra condotta dannosa e perdita subita –, posto che nelle obbligazioni di mezzi spetterebbe pur sempre al debitore provare di aver operato diligentemente¹³⁵, anche se tale considerazione si pone su un piano anteriore se

¹³⁵ La materia di cui si discute, cioè l'onere della prova nei giudizi di risarcimento del danno che hanno ad oggetto la violazione delle regole di condotta nella prestazione dei servizi finanziari, prima di trovare un conforto normativo nell'art. 23 co. 6 del T.u.f., è stata precedentemente disciplinata dalle disposizioni dell'art. 13 co. 10 della L. 1/91 nonché per l'art. 18 co. 5 D.Lgs. 415/96, l'uno facente riferimento all'onere del soggetto convenuto di dimostrare la diligenza del mandatario, l'altro, relativo all'onere probatorio riguardante il dovere di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

Non pochi gli autori che si sono soffermati sulla questione del riparto dell'onere della prova, tra chi ha ritenuto queste espressioni non certo innovative rispetto alla disciplina dell'illecito contrattuale (C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari. Commento alla L. 2 gennaio 1991, n.1*, Torino, 1991, 86; F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, 381; A. PERRONE, *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, V, 550, nota 34) e chi invece, nel richiedere che l'intermediario dovesse provare oltre alla diligenza anche l'assenza del nesso di causalità tra inadempimento e danno, vi ha riscontrato una cifra di diversità rispetto alla disciplina codicistica (si veda F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 68; B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione degli strumenti finanziari*, Milano, 2008, 171, addirittura ritengono che il 23 co. 6 T.u.f. sia espressione di una presunzione legale relativa e che, in via presuntiva, il legislatore ritenga l'intermediario inadempiente in violazione degli obblighi di condotta settoriali) o chi comunque l'ha appunto affermata nella procedura dell'inversione probatoria che si manifesta nel fatto che, a fronte di un'obbligazione di mezzi, spetterebbe al cliente, ai sensi dell'art. 2697 c.c., provare la negligenza del soggetto autorizzato (M. TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati dallo svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, VI, 701; A. LUMINOSO, *Il contratto nell'Unione europea: inadempimento, risarcimento del danno e rimedi sinallagmatici*, in *I Contratti*, 2002, XI, 1047). Di sicura originalità, e peraltro più che conferente con un ragionamento plasmato lungo la teoria dei contratti d'impresa (finanziari) che ben si attaglia all'impostazione seguita in queste pagine finora, sono le posizioni di P. CORRIAS, *Il contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011, 185; A. DOLMETTA, U. MALVAGNA, *Vicinanza della prova e prodotti d'impresa del comparto finanziario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, VI, 679, che considera il co. 6 innanzitutto come un esempio di «legalizzazione della vicinanza», sottolineandone pertanto la diretta prossimità con le considerazioni della giurisprudenza di legittimità, espressasi sul riparto dell'onere della prova ex art. 1218 c.c. con la sopraccitata Cass. civ., 20 ottobre 2001, n. 13533. Prima dei predetti autori, vi è stato chi, nel non riconoscere un'inversione dell'onere probatorio, bensì una «un'ulteriore prova liberatoria a carico dell'intermediario», ha, con riferimento alla predisposizione di puntuali obblighi informativi, rimarcato la centralità nell'economia di questa disposizione dell'organizzazione d'impresa. Si tratta di A. PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, VI, 776, che nel ricordare l'obbligo dell'intermediario nel fornire informazioni tempestive ed adeguate ha precisato che «si presume che, senza un'organizzazione idonea, l'intermediario non avrebbe potuto adempiere a ciò, ma al

confrontata con le valutazioni di politica del diritto che sono sottese all'impostazione apprestata dal legislatore in un simile contesto. È parso chiaro infatti come l'obbligo di dimostrare di aver agito nel rispetto della disciplina del T.u.f., come di quella del Regolamento Intermediari, non potesse che riscontrarsi in capo all'operatore qualificato, la parte cioè che ha una più completa conoscenza delle regole organizzative e di comportamento¹³⁶. In questa cornice riaffiora il tema della nullità che conosce un processo di adattamento alla normativa finanziaria dalla quale viene accolta e che, con una torsione del tutto peculiare, le consente di trovare piena soddisfazione in punto di controversia. Il co. 6 dell'art. 23 può perciò trovare applicazione anche nel caso in cui venga azionata la soluzione invalidante derivante dalla violazione di obblighi di condotta¹³⁷ o di regole accessorie agli stessi, come nel caso del governo del prodotto. Viene così a determinarsi uno scenario che, rispetto al rimedio, si assesta nel solco dell'effettività della tutela e al contempo non scorda la provenienza della *governance* dall'alveo dell'organizzazione d'impresa. La necessità di tenere insieme queste due tendenze consente di valutare diversamente il significato del testo di settore che, adeguato all'invalidità ex art. 1418 co. 2 c.c., di certo non fa venir meno il *favor* verso il cliente. Ma, se compreso alla stregua del ciclo produttivo dell'impresa d'investimento, intercetta la necessità per l'intermediario di predisporre adeguati presidi interni, volti ad

contrario, pur in presenza di un'organizzazione idonea, non si presume che questi abbia effettivamente adempiuto a tanto».

Attorno alla disposizione esaminata si è sviluppata anche una cospicua giurisprudenza che di fatto, al netto dell'obbligo dell'intermediario di dare prova di avere posto in essere le misure necessarie che diano conferma della diligenza professionale apprestata nello svolgimento del servizio, ha affermato che l'investitore deve limitarsi ad allegare l'inadempimento, le conseguenze dannose che ne derivano e il nesso causale, ribadendo in larga parte la teoria dell'inversione dell'onere della prova, come così attestato da Cass. civ., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, 38; Cass. civ., 29 ottobre 2010, n. 22147, in *Giust. civ. mass.*, 2010, X, 1386; Cass. civ., 19 gennaio 2016, n. 810, www.dejure.it; Cass. civ., 3 febbraio 2017, n. 2949, in www.dirittoegiustizia.it; Cass. civ., 24 aprile 2018, n. 10111, in www.ilcaso.it; Cass. civ., 16 maggio 2019, n. 13265, in www.diritto bancario.it.

¹³⁶ Una lettura, questa, sostenuta da G. AFFERNI, *Contratto di gestione patrimoniale e responsabilità della banca*, in *I Contratti*, 2003, III, 297; C. RUGGIERO, *Profili giuridici dei servizi di investimento in strumenti finanziari*, in *I Contratti*, 2003, III, 953; E. DALMOTTO, *L'onere della prova e la protezione del consumatore*, in *La Nuova giur. civ. comm.*, III, 2005, 135; A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, *Riv. soc.*, 2005, V, 1024, e peraltro anticipata, con riferimento alla disciplina precedente, da P. MOROZZO DELLA ROCCA, *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata i portafogli*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, I, 897.

¹³⁷ L'applicabilità del rimedio invalidante in violazione del 23 co. 6 T.u.f. viene riscontrata da M. DELLACASA, *op. cit.*, 1251, benché l'argomento letterale a sostegno della tesi che contrasta l'estensione della norma alle ipotesi di invalidità sia tutt'ora maggioritario, come dimostrato da F. DURANTE, *Apparato rimediale e ripartizione dell'onere della prova nell'intermediazione finanziaria secondo il più recente diritto giurisprudenziale*, in www.ambientediritto.it, 2009, 5; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (dir. da), *Tratt. dir. civ. comm.*, Milano, 2012, 549.

una distribuzione coerente con i profili della clientela, in sostanza, di prestare attenzione al prodotto composto, seguendone ogni singola fase sia a livello produttivo che distributivo e di garantirne la conformità ai principi dell'ordinamento¹³⁸. È così che il regime probatorio previsto per la responsabilità, ma adeguato a questo punto anche all'opzione della nullità, se si vuole mutato il significante, se ne arricchisce di uno ulteriore che impone alle espressioni decisionali e amministrative di applicare correttamente la *governance* e, se convenute, dare prova del comportamento diligente nell'averla attuata¹³⁹. Non solo, di ricollegare le valutazioni apicali e operative alla realizzazione di un prodotto finanziario *in primis* meritevole e, conseguentemente, adeguato o appropriato, dunque “al sicuro” da qualsivoglia pretesa invalidante.

4.2. *Contratto inadeguato e contratto immeritevole: concorrenza tra rimedi e profili problematici della soluzione risarcitoria nelle controversie di natura finanziaria*

Corposo è stato il portato della nullità nell'economia del discorso concentrato sulla risposta rimediale adottabile. Si è innestato lungo una traiettoria che sottintende il dialogo tra diritto comune e quello legato alla normativa finanziaria che, inevitabilmente, condiziona il pensiero che si è inteso sostenere nel corso di queste pagine. Per giunta, aver spostato il fulcro dell'attenzione sull'articolo 1418 co. 2 c.c. dovrebbe aver consegnato una nozione della nullità che senza dubbio assorbe le ripercussioni di ordine sistematico che questa soluzione comunque offre¹⁴⁰, ma, e qui si annida l'unicità

¹³⁸ L'arricchimento del significato che è stato approntato all'art. 23 co. 6 del T.u.f. per cui il piano dell'impresa enterebbe all'interno di questa disciplina dando peso all'attenzione che il produttore deve tenere nel “confezionare” degli strumenti conformi al profilo di clientela e, in generale, ai principi dell'ordinamento, può prendere spunto dalle considerazioni fatte da U. MALVAGNA, *Nullità “de futuro” e poteri del giudice (a proposito di un caso spagnolo)*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, III, spec. 72. In questo caso, originato dalla pronuncia del *Tribunal Supremo* spagnolo del maggio 2013 con cui la corte stabilì la nullità delle clausole di tasso minimo relative al contratto di mutuo restringendone temporalmente i derivanti effetti restitutori e che è stata, infine, oggetto di un rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia, l'A. nel riferirsi all'abusività delle clausole *floor*, imbastisce un chiaro ragionamento, traducendosi nella considerazione che «L'ordinamento non esprime, però, alcun principio di presunzione di meritevolezza [...] del tipo-prodotto predisposto dall'impresa» e che, al contrario, è proprio l'impresa che «nel concepimento del proprio prodotto, è tenuta a verificarne la conformità a valori protetti dall'ordinamento».

¹³⁹ Una prova che può soddisfarsi attraverso un substrato documentale dato dai registri che l'intermediario ha l'obbligo di conservare, ai sensi dell'art. 94 T.u.f., e di cui si è dato conto nel par. 4, cap. 4.

¹⁴⁰ In particolare si leggano le considerazioni di R. CALVO, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, IV, 1445; ma anche G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009, I, che sulla base delle premesse fatte sulla scorta dei principi di “interesse dei clienti” e “integrità del mercato”,

contenutistica che l'invalidità dovrebbe esprimere con riferimento alla *governance*, ha rinnovato il rapporto tra impresa e atto. Cioè, nel corso dogmatico marcato dalla teoria del negozio giuridico, l'interpretazione del governo del prodotto per mezzo del filtro della nullità ha ribadito come nel segmento dei contratti d'impresa il momento dell'attività possa incidere segnatamente – financo su elementi essenziali – sull'atto di autonomia. Ciò non toglie che una precisazione vada posta nel solco del più volte ricordato confronto tra disciplina generale e speciale, che riposa sulla linea di contatto che percorre le distinte risposte rimediali. Ossia, l'arresto della nullità, determinata da un vizio genetico di causa dovuta all'immeritevolezza dell'assetto d'interessi condiviso dalle parti, non pare travolgere la lettera di settore¹⁴¹ che, in caso di inottemperanza delle misure di comportamento, rinviene esclusivamente un riscontro di tipo risarcitorio – questo quanto meno è ciò che si comprende dalla lettura del T.u.f. in cui all'art. 23 co. 6 si fa riferimento ai giudizi di risarcimento dei danni, consolidato peraltro dal diritto vivente di matrice giurisprudenziale¹⁴² –. In termini concreti, l'invalidità del contratto non esclude la responsabilità dell'intermediario per violazione degli obblighi di condotta e, si ribadisce, anche di quelli accessori alla prestazione di servizi d'investimento allorché la prima si assuma quale conseguenza assunta dall'applicazione del diritto comune, la seconda del testo unico. La reazione invalidante invero risponde a valutazioni di sistema, assorbe la complessità del servizio e del prodotto¹⁴³ e, in un certo senso, si oppone alla visione –

(82), infine ritiene, anche per via di un approccio sorretto da una lettura di tipo giuseconomico, che il rimedio preferibile sia quello della nullità (95-97).

¹⁴¹ Granitico, in questo senso, l'assunto di A. TUCCI, *op. cit.*, 954, che sostiene come non sussista una «[...] non (necessaria) incompatibilità della valutazione pregiudiziale, in termini di im/meritevolezza e/o invalidità, con la disciplina settoriale», mentre, al contrario, «[...] l'eventuale (e successivo) accertamento di una violazione di regole di condotta, potrebbe assumere rilevanza, ai fini della responsabilità contrattuale dell'intermediario e della conseguente obbligazione risarcitoria, il cui contenuto non necessariamente risulta, per così dire, assorbito dalla restituzione delle prestazioni eseguite, in esecuzione del contratto nullo». Per una visione che non si limiti al solo settore del diritto dei mercati mobiliari, si ponga attenzione anche alle considerazioni avanzate da F. VETTORI, *L'evoluzione dei rimedi nel dialogo fra legge e giudice*, in *Questione giustizia*, 2017, III, 160.

¹⁴² La giurisprudenza di legittimità aderente alla soluzione risarcitoria in merito alla violazione delle norme di comportamento non ha cessato di mantenere una posizione autonoma nel panorama dei mercati finanziari successivamente alle pronunce Rordorf. Si vedano così Cass., 24 gennaio 2014, n. 1511, in *www.dirittoegiustizia.it*, decisione che, nello statuire la responsabilità contrattuale dell'intermediario, sancisce anche i criteri in forza dei quali deve essere determinato il *quantum* risarcitorio; Cass., 5 dicembre 2017, n. 29001, in *www.dirittoelrisparmio.it.*, Cass., 18 giugno 2018, n. 15936, in *www.dejure.it*.

¹⁴³ Un simile aspetto è precisamente colto da G. MOLLO, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: diversità dei rimedi civilistici e intensità della tutela*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 1126-1127; D. IMBRUGLIA, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, II, 372-374, in cui l'A., con espresso riferimento alla violazione della regola di adeguatezza che, per vero, si assume in una fase precontrattuale benché non manchino dirompenti gli effetti sul regolamento, riesce a declinarla nello

carente dal punto di vista della speculazione teorica – che riscontrava nel risarcimento una risposta più efficace o quanto meno più acconcia¹⁴⁴. Ma, al netto dei contrasti nei e tra i formanti, la prospettiva promotrice dell’effettività della tutela, che considera la specificità del settore, non può occultare un dato di rilievo e cioè che l’azione di nullità, ma soprattutto la conseguente azione di ripetizione dell’indebito, non si arrestano di fronte a quella risarcitoria¹⁴⁵.

Anche il governo del prodotto parrebbe ritrovarsi in una simile cornice, che si confronta con il lato della responsabilità (pre)contrattuale¹⁴⁶ e che, di conseguenza, incrocia le regole codicistiche che ne dettano la disciplina. Alcuni passaggi nodali che hanno interessato la casistica in tema di responsabilità da violazione degli obblighi di condotta, peraltro, potrebbero riscontrarsi anche lungo la superficie della *governance* che, ad ogni modo, benché servente e anteriore nella logica dei doveri di comportamento, può giustificare l’agire del risparmiatore.

Il riferimento va, in primo luogo, alla prova della connessione causale tra la condotta dell’intermediario e il danno subito dall’investitore che deve essere sostenuta in conformità all’art. 2697 c.c. Un tema, quello del nesso, che ha ricoperto una portata

spettro degli specifici servizi cui questa è collegata (i cc.dd. servizi di risparmio gestito, cioè gestione del portafoglio e consulenza) attraverso il rimedio della nullità.

¹⁴⁴ Sostenuta in particolare da alcuni commentatori, *ex multis*, G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008, II, 353; V. ROPPO, *Nullità virtuale del contratto (di intermediazione finanziaria)*, in *Danno e resp.*, 2008, V, 545; E. SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell’intermediario finanziario e le sezioni unite*, in *Foro it.*, 2008, I, 785; G. VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbl. e contr.*, 2008, II, 104. Invero, un primo e seppur ricognitivo discorso sulla preferibilità tra soluzioni risarcitoria e invalidante si era già innestato *supra*, al cap. 3, par. 5, in part. 127-132, cui si rimanda per ulteriori spunti di riflessione.

¹⁴⁵ Una “coabitazione”, quella tra tutela restitutoria e risarcitoria nel diritto finanziario e in particolare nelle controversie sulla violazione di obblighi di condotta, confermata da sapiente dottrina, *ex multis*, M. MAGGIOLO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione di servizi di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, III, 502. In realtà, seppur l’Autore non abbia del tutto accolto la soluzione della nullità, anche V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l’amaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, III, 907, sembra accogliere questa opzione, allorquando sostiene come plausibile il risarcimento del danno precontrattuale, ipotesi ammissibile e non «[...] preclusa dalla concorrente risolubilità o nullità del contratto, perché entrambi i rimedi sono nella disponibilità del risparmiatore in cerca di rimedio». Nei termini sostanziali dell’invalidità e del danno e sul cumulo dei rimedi – che non può che sottintendere un cumulo anche di azioni – si veda G. VETTORI, *Validità, responsabilità e cumulo di rimedi. A proposito del caso Cir-Fininvest*, in *Persona e mercato*, 2013, IV, spec. 287-288.

¹⁴⁶ Sulla natura della responsabilità contrattuale le Sezioni Unite del 2007 non si esprimono in termini netti, al contrario, sembrano non pronunciarsi. Si ricordi, ad ogni modo, che il più recente orientamento della Suprema Corte accoglie la natura contrattuale della *culpa in contrahendo*, come ribadito, in termini generali, da Cass., 12 luglio 2016, n. 14188, in *Foro it.*, 2016, I, 2695, con nota di A. PALMIERI; mentre, con riferimento alla disciplina degli intermediari finanziari si veda Cass., 23 maggio 2016, n. 10640, in *Resp. civ. prev.*, 2017, IV, 1265.

autonoma in virtù del peso dirimente assunto ai fini del soddisfacimento del danneggiato, considerata peraltro la difficoltà nel fornire un saldo supporto probatorio in un'ipotesi di causalità omissiva. Se si vuole, per giunta rafforzata nell'ottica di un risarcimento a seguito dell'inadempimento di un meccanismo interno all'impresa che, potenzialmente, può incidere sulla validità dell'atto. Dunque, benché mutuandolo dalla casistica relativa alla violazione delle regole di comportamento altre dalla *governance*, anche a quest'ultima può estendersi l'orientamento maggioritario frutto di una progressiva oggettivazione del nesso di causalità che si intende appunto presunto¹⁴⁷. E se la mancata fornitura di informazioni esaurienti «costituisce un indice tutt'altro che trascurabile dell'avvenuta effettuazione di una scelta consapevole»¹⁴⁸, i deficit interni al meccanismo di governo dello strumento possono essere inquadrati nel perimetro delle presunzioni, espressione di una scelta non ascrivibile al cliente, bensì al soggetto autorizzato. Al contempo, tale impostazione lascia spazio all'intervento interruttivo del nesso da parte dell'intermediario che, come nel caso degli obblighi di comportamento, dovrà dimostrare per risultare esente da responsabilità che l'inottemperanza della *governance* non può considerarsi idonea causa efficiente¹⁴⁹.

L'ammontare del *quantum* risarcitorio, tra le regole necessarie per la sua fissazione, contempla anche l'art. 1227 c.c. che, nelle controversie che hanno ad oggetto la negoziabilità di strumenti finanziari, ricopre una posizione dirimente ai fini di una corretta determinazione. Va premesso che la disposizione in esame poggia le sue radici sulla considerazione che non può godere di una soluzione risarcitoria colui che abbia consapevolmente corso il rischio del verificarsi di un evento dannoso legato ad un'attività che, per natura, non lo esclude. Una fascia di rischio da cui sono comunque estranei quelli

¹⁴⁷ Si tratta di un orientamento, si può ormai affermare maggioritario, sorto in principio con Cass., 17 novembre 2016, n. 23417, in *www.ilcaso.it*. e successivamente seguito da; Cass., 18 maggio 2017, n. 12554, in *www.ilcaso.it*. ; Cass., 2 febbraio 2018, n. 2658, in *www.dejure.it* Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914, in *www.dirittobancario.it*.; Cass., 4 aprile 2018, n. 8338, in *www.dejure.it*.; Cass., 29 gennaio 2019, n. 2464; Cass., 17 aprile 2020, n. 7905; in *Gius. civ. mass.*, 2020; Cass., 31 agosto 2020, n. 18153, in *www.ilsocietario.it*. Per una breve rassegna delle questioni relative alla prova del nesso di causalità, si vedano C. ROMEO, *I conflitti di interesse nei contratti di intermediazione*, in *I Contratti*, 2009, V, 445-447; S. CORRADI, *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, VI, 719-723; B. PETRAZZINI, *I conflitti di interesse nella prestazione di servizi e attività di investimento*, in *Giur. it.*, VIII-IX, 1996.

¹⁴⁸ Cass., 17 novembre 2016, n. 23417.

¹⁴⁹ Benché i riferimenti della giurisprudenza su cosa costituisca oggetto della prova dell'intermediario necessario per interrompere il nesso causale siano piuttosto deficitari, sembra escluso che il rimando alla propensione al rischio dell'investitore possa considerarsi elemento sufficiente per troncane la connessione tra l'inadempimento e il danno. In questo senso Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727.

di controparte, di appropriatezza/adequatezza e di (variazione degli indici e quotazioni) mercato. Ma l'intento applicativo del concorso colposo si è dimostrato assai tenue, in particolare se si pone capo al reticolato dispositivo che impone uno stretto *duty to take care* agli operatori¹⁵⁰ che quasi sembra impossibile riscontrare un comportamento concorrente del cliente. Ciò non significa che non siano mancate le occasioni per riscontrarlo – benché si sia trattato principalmente di casi che vedevano coinvolti promotori finanziari e in cui la condotta dell'investitore si è presentata anomala, quiescente con la violazione da parte dei primi¹⁵¹ – ma sussumerlo in controversie attinenti il risarcimento da violazione del governo del prodotto, disposizione che tende a “sterilizzare” gli effetti patologici traducendosi in casi di *mis-selling* sin da principio, integra un'evidente forzatura interpretativa, vieppiù a fronte di altrettante pronunce¹⁵² che non hanno riconosciuto una diminuzione dell'ammontare rispetto a condotte che si sono consumate “in prossimità” con il destinatario di misure volte a garantirgli una scelta di investimento consapevole¹⁵³, in presenza dunque di un ridottissimo margine per esprimere un comportamento negligente che potesse incidere negativamente sulla propria sfera giuridico-patrimoniale.

¹⁵⁰ Simile motivo che determina dunque una scarsa applicazione nei giudizi di risarcimento del danno della disposizione del 1227 c.c. è ribadito da D. GALLETTI, *La responsabilità dell'intermediario per l'illecito del dipendente o del promotore finanziario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1226-1227.

¹⁵¹ Così Cass., 19 luglio 2002, n. 10580, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, II, 153; Cass., 7 aprile 2006, n. 8229, in *Corr. giur.*, 2006, XI, 1545; Cass., 11 marzo 2019, n. 6979, in *www.dejure.it.*; Cass., 27 agosto 2020, n. 17947, in *www.guidaaldiritto.it.*; Cass., 11 dicembre 2020, n. 28362, in *www.dirittodelrisparmio.it.*

¹⁵² Cass., 29 dicembre 2011, n. 29864, in *Foro it.*, 2012, VII-VIII, 2120; Cass., 31 agosto 2015, n. 17333, in *www.dejure.it.*; Cass., 2 novembre 2017, n. 26064, in *www.dejure.it.*; Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727, in *www.ilcaso.it.*

¹⁵³ E perciò, come sostenuto da M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (dir. da), *Tratt. dir. civ. comm.*, Milano, 2012, 524, non solo in questi casi è davvero difficile dar prova di un deficit di diligenza del cliente, ma poiché le regole di comportamento sono apprestate per permettere all'investitore un consenso informato, «la causa di scelte di investimento in ipotesi superficiali o avventate sta di norma nel fatto illecito del prestatore dei servizi di investimento e non nel fatto colposo del danneggiato rilevante nella prospettiva dell'art. 1227 comma 1 c.c.».

SEZIONE II

5. *Dissociazione tra produttore e distributore: premessa di fatto e articolazioni rimediali. Precisazioni*

L'accento tonico più volte posato sulla peculiarità della regola torna a farsi largo nuovamente sul tessuto rimediale, soprattutto considerati i soggetti che prendono parte alle fasi di produzione e distribuzione. Esaurito infatti l'argomentare sul rimedio allorquando un unico soggetto rappresenti *manufacturer* e *distributor*, uno spazio nuovo si dischiude con riguardo all'arsenale sanzionatorio nell'ipotesi di produttore e distributore differenti, non coincidenti. L'accezione della novità sta nell'articolarsi dell'azione nei confronti di entrambi, benché la trama della normativa finanziaria richieda delle precisazioni che impongono una differenziazione nell'adozione delle tutele. Più generalmente, in risposta alla violazione del governo del prodotto, in particolare nell'ipotesi di dissociazione tra produzione e distribuzione, cioè il reticolato dei rimedi si presenta come una struttura a geometrie variabili in concomitanza sia con il tipo di servizio prestato sia di prodotto compravenduto, ma, pur sempre, nello schema valutativo che cinge per un verso l'effettività della tutela, il miglior interesse del cliente e infine i principi che si incuneano nel solco della stabilità del mercato.

Il verso prescelto nell'approfondire il punto risolutivo in tema rimediale prende spunto dunque dal dato operativo di un distributore che indirizza il prodotto coerentemente con le indicazioni provenienti dal produttore. Nel perseguire siffatto tracciato l'interprete deve muoversi con cautela nell'identificare non solo – e non tanto – come rispondere ad un incoerente governo del prodotto ma, soprattutto a fronte di questa dissociazione tra le due fasi, l'*an* e il *quando* di una tale reazione, cioè distinguere la violazione della *governance* da quella delle regole che accompagnano e segnano in profondità la funzione del servizio. Una puntualizzazione importante che si aggancia alle condotte dei professionisti che, una volta individuate, consentono di modulare opportunamente la risposta, meglio, le risposte, che quindi non possono che declinarsi distintamente. Se il *distributor*, nel livello di stretta prossimità mantenuto con l'investitore, abbraccia una differente strategia distributiva rispetto a quella prescelta dal

manufacturer, lo sforzo nella ricerca della soluzione preferibile si arresterà sul sostegno della responsabilità contrattuale. Per giunta, caduto l'eventuale nesso causale tra danno e comportamento del produttore, quest'ultimo si collocherà ben al di fuori dalla schermatura della responsabilità, benché una simile esclusione non plachi a questo punto prospettive ulteriori. Quelle che si manifestano se, al contrario, l'intermediario si assesta sulla *policy* non solo di governo bensì di distribuzione, accolta innanzitutto dal produttore. È a partire da simili espressioni che si dipanano i movimenti verso un riscontro che, seppur rimanga nella solidità della responsabilità contrattuale del distributore, può distinguersi invece con riferimento al *manufacturer*.

Con riguardo al differente avvicinarsi delle reazioni rimediali in dipendenza dei soggetti che prendono parte all'intero sistema del governo del prodotto, ulteriori precisazioni devono esaurirsi in questa fase preliminare, per giunta ristabilendo un contatto con le considerazioni fatte precedentemente in merito al rapporto tra *product governance*, adeguatezza e appropriatezza. Ma se in precedenza intercettare un responso indubitabile sull'intrico delle *rules* settoriali risultava un "tema caldo" nel caso in cui a collocare il prodotto fosse anche colui che l'aveva ideato – in particolare, con riferimento al servizio di consulenza ci si è chiesti se e come le linee rimediali del governo del prodotto e dell'adeguatezza potessero coesistere –, in questa sede, la problematica assume diversi forme e valore. Nell'ottica di una latitudine di tutela più estesa a favore dell'investitore, la prospettiva si schiude nell'adozione di un rimedio – risarcitorio, ma anche demolitorio – direttamente azionabile non solo verso il distributore che non abbia rispettato le prescrizioni della *governance*, ma anche verso il produttore. Ciò non impedisce di impostare una serie di questioni problematiche che tengono pienamente in conto questa possibilità, ma che vanno affrontate qui e ora.

Il primo cortocircuito che emerge dallo studio della normativa e della prassi, invero approfondito solo da pochi studiosi, è quello relativo alla vendita dell'intermediario ad un soggetto non ricompreso nel *target market* fissato dal produttore. A fronte di chi sostiene che la *governance* imponga un blocco alla successiva commercializzazione dello strumento¹⁵⁴ vi è chi, contrariamente, non è stato convinto da

¹⁵⁴ L. DI NELLA, *Le regole comportamentali nella distribuzione dei prodotti finanziari complessi*, in V. TROIANO, V. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela.-regole di governance-mercati*, Padova, 2016, 164; E. RIMINI, *Le regole di condotta*, in *Il Testo unico finanziario*, Torino, 2020, 452. Peraltro gli autori ritengono che, a fronte di una simile violazione da parte del distributore, differenti

simile tesi, sulla scorta di ragioni funzionali, nonché dal confronto con il regime della *governance* bancaria oltre che dal rapporto con i servizi d'investimento e le rispettive regole¹⁵⁵. Tale eventualità, anziché basculare tra due nette alternative, dovrebbe soddisfarsi così attraverso l'attingimento alle prescrizioni settoriali che consentono di derogare alla preventiva individuazione del mercato e del *cluster* di riferimento, come pure per mezzo dell'intervento rimediale in senso stretto. Allorquando cioè il discostamento non è giustificato da esigenze di copertura o diversificazione e dunque il distributore non ha adottato né "adeguate misure o procedure"¹⁵⁶ per soddisfare l'*actual target market*, né un periodico aggiornamento delle procedure¹⁵⁷, i presidi risarcitori contrattuali si imporranno a soddisfacimento dell'investitore deluso.

Ma l'inadempimento delle prescrizioni imposte ai distributori ha rilievo anche quando non siano risultate necessarie deroghe al programma predisposto "a monte", cioè quando, semplicemente, il *distributor* avrebbe dovuto, in virtù delle informazioni provenienti dal produttore, tenere monitorati i fattori da cui dipende l'andamento dello strumento, applicare il processo di revisione. Torna in superficie, come in precedenza, l'intreccio tra le regole che presiedono i servizi e la *governance* che, invece, si assesta lungo l'intero *life-cycle* del prodotto e che si ripropone sulla griglia rimediale. Giungere a una conclusione soddisfacente, che riconosca una posizione autonoma e rilevante nella trama normativa del finanziario a queste regole, non è impresa facile, soprattutto se i passaggi critici si palesano alla "foce dei rimedi". Anche nella fase di distribuzione il governo assume un ruolo – e non si può pensare che lungo questo versante non supporti il perseguimento dell'interesse del cliente¹⁵⁸ – in capo al *manufacturer* come al *distributor* e quest'ultimo, nell'apprendere i dati ricevuti ed eventualmente riaggiornarli, irrobustisce

sarebbero i rimedi da accogliere (il primo autore propende per quello invalidante, il secondo per il risarcimento contrattuale).

¹⁵⁵ L. DALLA TOMMASINA, *op. cit.*, 291.

¹⁵⁶ Art. 72 Regolamento Intermediari.

¹⁵⁷ Art. 75 Regolamento Intermediari.

¹⁵⁸ Al contrario di quanto invece sostenuto da L. DALLA TOMMASINA, *op. cit.*, 298, tant'è che l'A. sostiene che «Infatti per l'intermediario distributore non esiste in linea di principio un'autonoma responsabilità da violazione delle regole di *product governance*: una pretesa risarcitoria del cliente nei confronti del *distributor* nasce dalla violazione dei presidi di adeguatezza e di appropriatezza, idonei – ove correttamente applicati – a scongiurare il verificarsi di un danno a carico del cliente anche in difetto di sufficienti cautele nella programmazione nella fase distributiva. È evidente che la pianificazione della strategia di offerta, lo "studio" dello strumento finanziario di produzione altrui e il recepimento e l'affinamento delle valutazioni astratte operate dal produttore [...] hanno un ruolo propedeutico, servente: l'interesse del cliente all'adempimento delle regole organizzative è un "interesse strumentale", destinato a risultare assorbito dall'"interesse finale" all'esecuzione corretta e diligente del rapporto».

i presidi interni che, a loro, volta si ripercuotono sul contratto e sulle regole che ispirano il servizio. Vi è dunque che l'azione risarcitoria per violazione della *governance* dell'operatore che distribuisce non può che impedire una pretesa dipendente da un deficit di adeguatezza/appropriatezza, di fatto travolte dall'antecedente e onnicomprensivo insieme del governo del prodotto.

5.1. Responsabilità contrattuale del produttore e teoria degli obblighi di protezione

La tensione prospettica che si ravvisa dall'articolazione di comportamenti, ruoli e funzioni, impone una riflessione che si riscontra nella coercibilità di determinate condotte che, nell'ipotesi coinvolta, interessano primariamente il *manufacturer*. Per meglio dire, il campo di tutela si sdoppia, recandosi sia verso il distributore che verso il produttore: nei confronti del primo è indubbia l'adozione del risarcimento di natura contrattuale per violazione degli obblighi di condotta, compreso il governo del prodotto non corrispondente alle prescrizioni di settore o non coerente con le indicazioni del produttore e non giustificato da ragioni di diversificazione o copertura. Ma il percorso di protezione della clientela è duplice, può rivolgersi anche verso il produttore e dare vita a un concorso di rimedi risarcitori, sebbene conti distinguerli, o meglio, chiarire il perché di una scelta che, anche per il produttore, non può che insistere su un'opzione contrattuale. In merito al regime della responsabilità ad esso indirizzabile, sono state elaborate delle letture dall'indubbio spessore teorico e dal saldo addentellato costituzionale, il cui incastro ha trovato spazio proprio nella tutela del risparmio, ma che in parte hanno lasciato sfornito il lato dell'effettività¹⁵⁹. Hanno escluso che l'investitore fosse garantito da un'espressione del risarcimento che, come nei presupposti così nella sua concreta azionabilità e nello specchio d'efficacia, si affermasse ad un alto livello di efficienza. Lo slittamento verso una soluzione ispirata alla disciplina degli artt. 1218 c.c. e ss. non è senza avvallamenti dogmatici, non si spiega cioè esclusivamente per via di un più vantaggioso piano probatorio per il cliente o per un altrettanto favorevole regime della prescrizione dell'azione. Perché, a fronte di simili incentivi ad una protezione che si arricchisce del fervido colloquio instauratosi con i principi settorialmente accolti, non vanno dimenticate

¹⁵⁹ Ci si riferisce all'originale lettura fornita da E. GINEVRA, ripresa nelle pagine conclusive del cap. 3 e a cui si rimanda per una più chiara comprensione (cap. 3, par. 5, spec. 131, nota n. 134).

le precondizioni dogmatiche che ne fondano l'operatività e che investono direttamente alcuni dei pilastri del diritto comune. In concreto, il discorso sull'estensione della disciplina contrattuale al produttore si muove attraverso un approccio rinnovato, che sembrerebbe giacere *in primis* su quella "zona franca" posta tra responsabilità aquiliana ed *ex contractu*, ma che, in realtà, investe l'intera galassia dell'obbligazione. Si vuol dire che, per aprire il varco della responsabilità contrattuale (concorrente) del produttore, per sostanziare dunque la rete di tutela del cliente, precisa è parsa la chiave di lettura in punto di teoria che si è espressa per mezzo dei c.d. obblighi di protezione.

Si è di fronte ad un costrutto dottrinale che prende le mosse da un ben saldo riferimento culturale¹⁶⁰, che non semplicemente arricchisce il paradigma obbligatorio di stampo codicistico, ma vi si colloca ben aldilà¹⁶¹ e che, ancora, pare idonea impalcatura teorica e punto di combaciamento con l'insieme di doveri che fanno capo al produttore nell'esercizio della *governance*. Gli stessi che si riscontrano nell'insieme di attività preparatorie all'adozione del processo di approvazione di ogni strumento finanziario – si pensi al riscontro di adesione tra prodotto e clientela¹⁶², all'analisi di scenario per cogliere in anticipo i risultati negativi cui può tendere lo strumento¹⁶³, alla valutazione di costi e

¹⁶⁰ Si intende alludere alla letteratura tedesca che, a partire dagli anni 30' del XX secolo, ha introdotto il dibattito sugli *Schuldpflichten*. In questa sede non possiamo che soffermarci nel ricordare che tale istituto si sviluppa intorno alla nascita del rapporto obbligatorio, a partire dal quale le parti espongono le loro rispettive sfere giuridiche al rischio di danno derivante dall'esercizio delle rispettive attività. Attraverso la leva interpretativa del principio di buona fede, che nel BGB tedesco trovava la propria sede nel § 242, si è data cittadinanza ai cc.dd. doveri di protezione, così imposti alle parti nell'esercizio del dovere principale di prestazione. Non sono mancati, infine, i successivi innesti dottrinali che hanno permesso di riscontrare negli obblighi di protezione delle vere e proprie fonti obbligatorie autonome, essi stessi cioè fonte di coazione verso chi li sostiene, non necessitanti di un'obbligazione primaria da cui dipendere. Tra i principali esponenti dello studio sulle obbligazioni di protezione, *ex multis*, H. KRESS, *Lehrbuch des allgemeinen Schuldrechts*, München, 1929, 578 ss.; H. STOLL, *Abschied von der Lehre von der positiven Vertragsverletzung*, in *Arch. civ. prax.*, 1932, III, 285 ss.; ID., *Die Lehre von der Leistungsstörungen*, II, Tübingen, 1936, *passim*; C. CANARIS, *Ansprüche wegen «positiver Vertragsverletzung» und «Schutzwirkung für Dritte» bei nichtigen Verträgen*, in *Juristen Zeitung*, 1965, XV-XVI, 475; J. ESSER, E. SCHMIDT, *Schuldrecht, Allgemeiner Teil*, I, Heidelberg-Karlsruhe, 1976, 38; K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, I, München, 1976, 93 ss.; G. H. ROTH, *sub § 242*, in *Münchener Komm. zum BGB*, 1979, II, München, 92.

¹⁶¹ A. TRABUCCHI, *Il nuovo diritto onorario*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I, 495; M. GIORGIANNI, *Appunti sulle fonti delle obbligazioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, II, 74-75; C. CASTRONOVO, *Problema e sistema del danno da prodotto*, Milano, 1979, 69.

¹⁶² Specificamente, si ricordino le disposizioni dell'art. 64 co. 4 e 5, lett a) e b), Regolamento Intermediari con riferimento alle esigenze, caratteristiche, conoscenza ed esperienza dei clienti, oppure l'art. 65 co. 1 in tema di «procedure e misure idonee» per la realizzazione di strumenti finanziari coerenti con la disciplina del conflitto d'interessi e degli *inducements* e, comunque, non arrecanti pregiudizio né alla clientela finale né all'integrità di mercato.

¹⁶³ Art. 65 co. 4, lett. a)-d) Regolamento Intermediari.

oneri¹⁶⁴, al *product testing*¹⁶⁵ –, nel flusso informativo che si muove dalla produzione al momento “a valle” – cioè la predisposizione delle informazioni sullo strumento¹⁶⁶ o sugli eventi che determinerebbero modifiche sulle aspettative di andamento¹⁶⁷ – e in quelli che, realizzati precedentemente alla distribuzione e quindi alla conclusione del contratto con il risparmiatore, si esprimono infine nel riesame¹⁶⁸. Non può che notarsi che in tale rassegna sono rimessi obblighi, di origine normativa, determinanti l’adeguatezza degli assetti organizzativi, la predisposizione delle procedure interne e, benché accessori, disposti per «servire al meglio l’interesse del cliente». Le più puntuali disposizioni del titolo VIII capo II del Regolamento Intermediari si innestano lungo le nervature ben segnate dall’art. 21 T.u.f. non solo al co. 2-*bis*, ma anche dal programmatico co. 1, lett. a) e impongono delle prescrizioni precise in capo agli intermediari. Con esattezza, determinano veri e propri doveri e ciò tanto basta, nel solco della teorica degli obblighi di protezione, per desumere una responsabilità di ordine contrattuale a seguito di un’eventuale inottemperanza. Plasmare la disciplina del governo del prodotto attorno alla logica degli *Schulzpflichten* significa apprezzare quella lettura che, lontano da un’impostazione “euristica” della teoria¹⁶⁹, li riconduce sulle tracce della responsabilità da inadempimento. Ma non tanto per via del dato interpretativo che fa leva sulla portata

¹⁶⁴ Art. 65 co. 5 Regolamento Intermediari.

¹⁶⁵ Con riferimento alle fonti europee in particolare, conta ricordare le disposizioni delle *Good practice*, Esma 2014/332, 27th March 2014, che alla rubrica “*Product testing*”, in primo luogo ricordano al punto 15 che «It is good practice for manufacturers to consider the characteristics (especially the risk characteristics) of the SRP (such as illiquidity and riskiness of the underlying asset(s)) and to have an understanding of the model and input parameters as well as the assumptions built into the valuation of the SRP (e.g. the expected returns, the pay-off structure, its fair value)». In aggiunta precisa che il test del prodotto debba essere condotto attraverso un confronto con le precedenti performance dello stesso, tant’è che al punto 16 ricorda che «It is good practice for manufacturers to back test the SRP to understand how it would have performed in the past. It is good practice for manufacturers to undertake simulations of future performance scenarios to assess whether likely outcomes of the SRP would meet the investment objectives of the target market. Product testing assumptions are objective and enable manufacturers to assess whether the risk/reward trade-off of the SRP is *fair* for its target market. Such assessments take into account all relevant fees and costs (including implicit premiums or mark-ups and explicit fees on top of the intrinsic value) in order to verify how these fees and costs affect investors’ final expected return».

¹⁶⁶ Art. 63 co. 1, lett. c) Regolamento Intermediari.

¹⁶⁷ Art. 67 co. 5, lett. a) Regolamento Intermediari.

¹⁶⁸ Art. 67 Regolamento Intermediari, peraltro anticipato a livello europeo nuovamente dalle *Good practice*, Esma 2014/332, del marzo 2014, punto 44, alla rubrica “*Review process*”, dal *Final Report, Annex IV-Guidelines*, Esma, 2nd June 2017, punti 56-59, dalle *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5th February 2018, Esma 35-43-620, in particolare al punto 56 degli orientamenti.

¹⁶⁹ È C. CASTRONOVO, *Responsabilità civile*, Milano, 2006, 542, a ritenere che la teoria degli obblighi protettivi non costituisca infatti una terza via, ma vada semmai ricondotta nell’alveo della responsabilità contrattuale.

espansiva della correttezza e della buona fede oggettiva¹⁷⁰, che determina l'effetto "esuberante" del rapporto¹⁷¹ e che, pertanto, sottintende il dovere protettivo dipendente ad ogni modo da un'obbligazione primaria di fonte contrattuale¹⁷². Qui il lato d'analisi è differente, perché sussiste un obbligo autonomo, di origine normativa¹⁷³ e in quanto tale determinante un dovere comportamentale che se violato non può che condurre ad un risarcimento ai sensi dell'art. 1218 c.c.¹⁷⁴. La *product governance*, nel perimetro dei doveri protettivi, si riavvicina in un certo senso a quell'impostazione che taluni commentatori avevano incrociato e che riserva un tratto di indipendenza agli oneri summenzionati, come in termini strutturali¹⁷⁵ così di "collocamento" nello scacchiere delle fonti¹⁷⁶. La coincidenza tra un simile ordine dommatico e le prescrizioni

¹⁷⁰ F. MANCINI, *La responsabilità contrattuale del prestatore di lavoro*, Milano, 1957, 87; L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, IX-X, 364; F. BENATTI, *Osservazioni in tema di "doveri di protezione"*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, I, 1354; A. DI MAJO, *La protezione del terzo tra contratto e torto*, in *Eur. dir. priv.*, 2000, I, 15; F. VENOSTA, *Prestazioni non dovute, "contatto sociale" e doveri di protezione "autonomi"*, in *Eur. dir. priv.*, 2014, I, 131-132.

¹⁷¹ C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione (voce)*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, 3.

¹⁷² Sulla dipendenza della protezione dalla prestazione, chiaro si manifesta l'approccio di C. M. BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni. Art. 1218-1219*, in F. GALGANO (a cura di), *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1973, 32-36; ma anche di F. BENATTI, *Doveri di protezione (voce)*, in *Dig. disc. priv. sez. civ.*, VII, Torino, 1991, 222.

¹⁷³ Sulla provenienza (anche) normativa degli obblighi di protezione C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, Milano, 1995, 151.

¹⁷⁴ Generalmente, sul punto che gli obblighi di protezione, in quanto tali e poiché determinanti un rapporto che inevitabilmente si instaura tra consociati, se inottemperati, si traducono in una forma di responsabilità contrattuale, si veda C. CASTRONOVO, *La responsabilità civile*, Milano, 2006, 533, allorché, in primo luogo, specifica come «[...] essi, infatti, nel costituire un preciso dovere di comportamento volto a tutelare una specifica sfera giuridica altrui, segnano la diversità con la responsabilità aquiliana. Quest'ultima *ab origine* è caratterizzata dall'assenza di doveri di comportamento rivolti a favore di persone determinate: colui che non è vincolato da obblighi è totalmente libero fino a quando non si verifichi la lesione del diritto altrui [...] tale lesione genera la responsabilità la quale, per definizione, non si situa in esito a un *vinculum iuris*, ma ne rappresenta il sorgere. La responsabilità da violazione di un obbligo di protezione, al contrario, presuppone appunto un obbligo e perciò si configura come infrazione di un rapporto che lega già i soggetti, attivo e passivo, della fattispecie di danno».

¹⁷⁵ Il riferimento corre a L. MENGONI, *op. cit.*, 370, che nella conduzione dello studio sulla natura della *culpa in contrahendo*, che poggia le proprie radici sulla connotazione oggettiva del dovere di buona fede che a sua volta concorre alla connotazione contrattuale della *culpa in contrahendo*, ricorda come il rapporto precontrattuale non ha – e pare una notazione di evidenza empirica ancor prima che di valore giuridico – radice nel contratto successivamente concluso, essendo per giunta indifferente che le parti giungano alla stipulazione del contratto-scopo.

¹⁷⁶ Al netto del richiamo alla riconducibilità degli obblighi – che per via della loro configurazione determinano pertanto un'efficacia coattiva nei confronti di coloro cui sono imposti – alla teoria del contatto sociale, non mancano i commentatori che li hanno riconosciuti quali espressione di fonti "atipiche" delle obbligazioni. Per meglio dire, con gli obblighi di protezione, si riscontrerebbe un'espressione diversa e ulteriore delle fonti delle obbligazioni, intercettabili in «ogni altro atto o fatto idoneo a produrle in conformità dell'ordinamento giuridico» ai sensi dell'art. 1173 c.c. Una tesi accolta, *ex multis*, da A. DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale. Art. 1173-1176 c.c.*, in F. GALGANO (a cura di), *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1988, 177-178; C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, 2006, Milano, 462; L. LAMBO, *Obblighi di protezione*, Padova, 2007, 331 e ss.

riconducibili al produttore può assumersi in termini sempre più collimanti e non solo perché le ultime, pur non rinvenibili in sede contrattuale, non si arrestano ad un generico “*neminem laedere*”¹⁷⁷. Nell’inversione tra il piano del fatto, del comportamento e della nascita del vincolo obbligatorio, laddove è la protezione che viene assunta a prestazione¹⁷⁸, la *product governance*, nell’accezione “in purezza”¹⁷⁹ dell’onere protettivo, ne solidifica la componente precettiva, così che nelle forme di contatto (sociale qualificato) tra opposte sfere giuridiche¹⁸⁰ si elevi a rango di obbligazione e, in conseguenza, possa essere resa direttamente coercibile. Pur in assenza di un rapporto di rango negoziale tra chi da avvio al *design* del prodotto e l’utente finale, si irrobustisce dunque una dimensione relazionale¹⁸¹ che si innesta senza dubbio sulla caratura professionale dell’intermediario e che, sulla scorta di una capillare articolazione normativa, rafforza sensibilmente la portata vincolante della *governance*.

La scelta del regime contrattuale della responsabilità, per un lato non deve dimenticare le precondizioni di ordine teorico che concorrono a riempire di contenuti il regime degli obblighi di protezione, per l’altro permette, infine, una seppur minima notazione rivolta al profilo più propriamente processuale, quello legato all’onere probatorio. Un punto che, per di più, va accuratamente declinato con una modulazione che tocchi il regime codicistico, il particolare statuto della regola – e tanto lo è quanto più risulti incasellata nella specie dei doveri protettivi – e, più generalmente, il diritto pretorio che ormai, dai primi anni del nuovo secolo, ha sedimentato definitivamente la propria posizione rispetto alla ripartizione degli obblighi attinenti alla prova. Nel tentativo di coagulare questi

¹⁷⁷ Una collocazione “mediana”, quella dei doveri di protezione, che viene ribadita da S. CICARELLO, *Doveri di protezione e valore della persona*, Milano, 1988, 78-79A. DI MAJO, *L’obbligazione senza prestazione approda in Cassazione*, in *Corr. giur.*, 1999, IV, 448

¹⁷⁸ Così A. DI MAJO, *L’obbligazione “protettiva”*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, I, 17.

¹⁷⁹ Con riferimento ai doveri protettivi non legati ad una fonte obbligatoria primaria di ordine contrattuale, bensì alle ipotesi di obblighi di protezione autonomi, anche considerati come “obbligazioni senza prestazione”, vengono così denominati da L. NIVARRA, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2014, I, 64.

¹⁸⁰ E. BETTI, *Sui cosiddetti rapporti contrattuali di fatto*, in *Jus*, 1957, III, 355.

¹⁸¹ La dimensione “relazionale” dell’obbligazione viene sottolineata con pienezza da C. CASTRONOVO, *La relazione come categoria essenziale dell’obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, I, 66, laddove, nel sostenere le premesse teoriche dell’“obbligazione senza prestazione”, non solo critica l’impostazione tradizionale che ha da sempre abbracciato la teoria di un’obbligazione che si identifica con l’obbligo di prestazione. Cioè, nell’estendere la qualificazione obbligatoria anche ad altri rapporti dove rileva «la dimensione formale nella quale le parti si trovano l’una di fronte all’altra», la vera essenza dell’obbligazione non consiste nel suo contenuto od oggetto ma «[...] nella relazionalità come matrice di qualificazione del reciproco porsi di soggetti l’uno di fronte all’altro [...]. Relazionalità che si rivela l’aspetto costante, la cornice dentro la quale la prestazione si iscrive solo come una variabile possibile».

elementi attorno ad una congrua replica, non può che valutarsi come la giurisprudenza di legittimità abbia esteso anche a queste differenti espressioni obbligatorie il rinnovato assetto in tema di oneri probatori¹⁸², che impone all'attore di dimostrare il titolo dell'obbligazione – che può ben essere ogni altro atto o fatto idoneo – e al debitore di aver adempiuto. Considerando i comportamenti che integrano la *governance* autonome fonti di obbligazione, un'eventuale violazione non può che costituire un adempimento assoluto, rispondente dunque alle linee direttrici fissate dalla Cassazione con riferimento alle regole probatorie seguite da investitore e intermediario¹⁸³ a cui, per giunta, non va dimenticato di accostare la prescrizione dell'art. 23 co. 6 T.u.f. A poco valgono, per di più se calate in un contesto che ruota attorno all'inadempimento del governo del prodotto, le posizioni avverse alla pronuncia del 2001 in tema di inesatto adempimento, a denuncia di un eccessivo costo della prova a carico del debitore¹⁸⁴, che invece, declinate nel contesto settoriale, paiono convergere con il principio di vicinanza della prova.

5.2. (segue) *Concorrenza del risarcimento del danno contrattuale rivolto al distributore con la nullità rivolta al produttore*

A completare il quadro dei sostegni rimediali a protezione della clientela si innesta un'ulteriore alternativa che per poter essere approfondita va anticipata da una concisa premessa di fatto. Si ponga cioè mente all'ipotesi in cui il produttore adotti la *governance* di uno strumento finanziario negoziabile su un mercato regolamentato, di regola standardizzato – basti pensare ad alcune categorie di derivati, valori mobiliari, quote di fondo, gli *Exchange Traded Products*, tra cui si ricordino gli *Exchange Traded Funds* –

¹⁸² Cass., 30 ottobre 2001, n. 13533, allorché si specifica che «Le richiamate esigenze di omogeneità del regime probatorio inducono ad estendere anche alle ipotesi di inesatto adempimento il principio della sufficienza dell'allegazione dell'inesattezza dell'adempimento (per violazione di doveri accessori, come quello di informazione, ovvero per mancata osservanza dell'obbligo di diligenza, o per difformità quantitative e qualitative dei beni), gravando anche in tale eventualità sul debitore l'onere di dimostrare l'avvenuto esatto adempimento».

¹⁸³ Su come il nuovo assetto dell'onere probatorio formulato dalla Cassazione con il precedente del 2001 vada applicato anche nel caso di violazione di obblighi di protezione e di come, in caso di doveri autonomi, il creditore debba provare esclusivamente il contenuto e la fonte del dovere – mentre sull'inesatto o totale inadempimento, dipende dal tipo di obbligazione che viene in oggetto –, al contrario il debitore dovrà dimostrare che l'inadempimento non gli è imputabile, si veda F. VENOSTA, *Profili della disciplina dei doveri di protezione*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, VI, 873-877.

¹⁸⁴ Posizione sostenuta, per via della c.d. proposizione negativa indefinita, fra gli altri, da U. CARNEVALI, *Inadempimento e onere della prova*, in *I Contratti*, 2002, II, 120; G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, V, 729.

seguitamente collocati individuando un *target market* e, specificamente, un gruppo di clienti entro cui non vi rientrano taluni dei soggetti indicati e che, nonostante ciò, sottoscrivono il prodotto negoziato. Ora, se il risparmiatore lo acquista dal distributore che a sua volta ha seguito le indicazioni provenienti dal produttore, il titolo di responsabilità cui dovrà rispondere il primo sarà pur sempre contrattuale. Ma rispetto al *manufacturer*, che ha condotto la fase di *design* e ha impostato il programma distributivo, sembra scorgersi l'azionabilità di un rimedio di nullità. Per via di un prodotto che, non essendo il frutto di un previo passaggio di contrattazione con il cliente e il cui "ciclo di vita" è stato in buona parte monitorato e condotto durante la fase "a monte", si assiste ad un'espressione, non solo fattuale, bensì anche di rilievo teorico-contrattuale, per cui, come si è prospettato per l'ipotesi di sovrapposizione fra i due momenti, si celebra un vero e proprio iato tra lo strumento negoziale utilizzato e gli interessi potenziali delle parti che, per l'appunto, rimangono tali. Aprire il varco della soluzione invalidante, ricalcando in questa circostanza il substrato dogmatico rinvenuto in precedenza¹⁸⁵, che da conferma di una nullità per carenza dell'elemento causale inteso come sfasamento tra tipo contrattuale e conglomerato d'interessi riconducibile in capo ai contraenti, consente delle riflessioni conclusive e che a questo punto si arricchiscono di sostanza. Gli è cioè che, anche in una simile situazione, che contempla la dissociazione tra i momenti produttivo e distributivo, rientra nuovamente in circolo la centralità del rapporto tra gli strumenti organizzativi atti alla gestione dell'impresa e il punto contrattuale, con cui si dà forma concreta all'attività.

Tale tutela invalidante in un simile contesto pertanto rafforza così il fianco della gestione imprenditoriale, consentendo all'intermediario di rinvigorire i presidi aziendali e, nuovamente, permette al risparmiatore rinsaldare il proprio perimetro protettivo, sulla scorta di un'opzione i cui vantaggi, in termini di comparazione con l'alternativa risarcitoria, sono a più riprese parsi di tutta evidenza.

¹⁸⁵ Per le premesse metodologiche e le ricadute sostanziali della scelta rimediabile invalidante che fa leva sull'adozione del combinato disposto tra art. 1322 co. 2 c.c. e l'art. 1418 co. 2 c.c. si vedano in questo capitolo in particolare *supra* l'intera sezione I, par. 2, 2.1., 3, 3.1.

SEZIONE III

6. *Una premessa sulle tutele processuali: rimedi e tecniche rimediali (collettive).
Stato attuale e prospettive potenziali*

La panoramica condotta fin qui si è mossa, per mezzo di un filtro centrato sulla teoria dei rimedi, attraverso l'approfondimento delle soluzioni di ordine sostanziale in base alle quali percorrere la strada di un rimedio effettivo, oltre che efficiente. Che, allo stesso tempo – e non si intende cadere in ripetizione – tenesse pienamente conto della specifica portata del governo del prodotto, non esclusivamente intesa quale *rule* collocata nell'orizzonte degli oneri comportamentali. Strumento che, fissato in seno alle procedure aziendali dell'imprenditore, plasma così in profondità il contratto da travolgerne la validità e, in seguito, l'efficacia. La disciplina sostanziale, come è chiaro, determina un necessario risvolto in sede processuale, consistente nell'individuazione dello strumento più acconcio alla soddisfazione dei diritti, ancora, delle tecniche di attuazione degli stessi¹⁸⁶ e che infine si traduca per il tramite di una narrazione processuale non solo “giusta”, ma “adeguata”¹⁸⁷, coerente in questo senso con i riflessi concreti derivanti da un lacunoso governo del prodotto.

Il continuo alternarsi, in dipendenza di differenti condizioni fattuali riferite ai soggetti che prendono parte all'operazione economica, al servizio e allo strumento prestati, hanno consentito di apprezzare l'alternanza tra soluzioni risarcitorie e invalidanti. I nodi critici che accompagnano il tema del risarcimento sono di non poco momento e si insidiano principalmente nei criteri che attengono all'individuazione del danno e, a questo punto, si ponga nuovamente attenzione agli spunti problematici legati alla determinazione del nesso causale, inteso nella sua duplice accezione: non solo, cioè, di connessione esistente tra l'illecito e la lesione di un diritto all'effettuazione di una scelta di investimento informata da parte del cliente, bensì anche di quella insistente tra

¹⁸⁶ F. CARPI, *Note in tema di tecniche di attuazione*, in S. MAZZAMUTO (a cura di), *Processo e tecniche di attuazione dei diritti*, I, Napoli, 1989, 155.

¹⁸⁷ Le considerazioni di una decisione adeguata e non solo giusta sono riconducibili a M. TARUFFO, *La semplice verità. Il giudice e la costruzione dei fatti*, Bari, 2009, 197-198.

inadempimento e pregiudizi patrimoniali del risparmiatore. Di non meno spessore si sono dimostrate poi le criticità legate alla determinazione del *quantum* risarcibile, particolarmente presenti nella quantificazione del risarcimento in occasione del concorso colposo del creditore. Di fronte alle inospitali insenature dell'illecito contrattuale, riconducibili sia alle precondizioni di ordine fenomenico sia alla vera e propria gestione della liquidazione del danno, sorge, all'opposto, il segmento invalidante della nullità, foggiate sulla precisa forma della *product governance*. Più "gestibile", si è detto, sotto l'aspetto della sua concretizzazione processuale, benché una simile "semplicità" non si limiti ad una mera enunciazione, allorché, altrimenti, la si potrebbe confondere con una valutazione di principio, un assioma che non contempla giustificazioni. Al contrario, nell'addentellato che la vede giunta al governo del prodotto, il tema del ricorso allo strumento demolitorio non si confonde nella, se si vuole, binaria contrapposizione risarcimento/restituzione. Si intende dire che, nell'azione con cui l'investitore sussume la nullità, prodromica alla ripetizione, l'insistenza di una regola d'impresa ha di fatto cesellato, fin quasi a reinterpretarlo, il punto di contatto con il complesso delle disposizioni dell'onere probatorio, come nel contenuto così nelle modalità di ripartizione.

Nel tratteggio riassuntivo degli aspetti problematici e delle andature peculiari che si distinguono nell'affrontare in giudizio la violazione della *governance*, il comun denominatore riguarda, di fatto, la legittimazione attiva: le traiettorie dell'*enforcement* privatistico fin qui seguite, cioè, come nell'ipotesi risarcitoria così in quella invalidante, hanno contemplato esclusivamente il percorso della tutela individuale. L'azione esperita nei confronti dell'operatore è stata per ora intesa unicamente come occasione di soddisfacimento integrale della somma investita, tutt'al più, di ottenimento di un *quid* risarcitorio distinto ed ulteriore rispetto all'ammontare versato in base al contratto concluso e al servizio ricevuto, pur sempre, però, nell'alveo della protezione del singolo risparmiatore. Nella teoria dei rimedi, la soluzione indirizzata e guidata attraverso l'uso singolare dell'opzione risarcitoria o restitutoria, assume un significato preciso che, si è detto, nasconde nette basi valoriali, in termini di politica del diritto, benché attagliata sulla presenza di un unico attore e che di certo non deduce in giudizio i diritti di una pluralità di soggetti, investitori in questo caso. Ma se anche il risarcimento e la nullità, seppur atomisticamente intesi, sono espressione di una volontà politica, le prime distanze

tendono a delinearsi con la scelta della tecnica processuale dell'azione di classe¹⁸⁸, la cui cassa di risonanza si tende plasticamente, fino a raggiungere esiti ben più accoglienti. Si badi, non si intende dire che gli indirizzi di *policy* sottintesi ai rimedi individuali, benefico dell'effetto moltiplicatore che deriverebbe dall'estensione alla più ampia platea intercettata da un'azione di classe, perché, contrariamente, i presupposti – anche e soprattutto di tipo culturale – che la anticipano si pongono su linee differenti e mirano lo sguardo ad orizzonti tra loro inevitabilmente distanti. Lo scenario in cui l'azione collettiva trae la propria linfa, per quanto sistemiche siano le prospettive operative e le premesse assiologiche difficilmente replicabili in termini pedissequi, poggia le radici sulle suggestioni provenienti dall'esperienza d'oltreoceano¹⁸⁹. Laddove un simile strumento rappresenta un solido presidio di accesso alla giustizia¹⁹⁰ e che, vieppiù, accoglie un'inversione finalistica con riferimento allo strumento risarcitorio. Questo, per godere

¹⁸⁸ Si è usato in questo caso la locuzione “azione di classe” per riecheggiare l'origine d'oltreoceano dell'istituto, benché sussista una differenza con l'azione collettiva, ben colta in questo senso da S. CHIARLONI, *Il nuovo articolo 140 bis del codice del consumo: azione di classe o azione collettiva?*, in *An. giur. ec.*, 2008, I, 109-112. L'A., con il termine “azione di classe”, si riferisce a quei disegni di legge prodromici all'adozione dell'art. 2 co. 446 della L. 244/2007, ispirati direttamente alla tradizione nordamericana dell'art. 23 delle *Federal Rules of Civil Procedure*, per cui anche un singolo individuo può rappresentare in giudizio i diritti della *class*, la cui azione è sottoposta ad un preventivo scrutinio di ammissibilità (*certification*) necessario affinché, una volta certificata l'ammissione della classe alla legittimità attiva, il risultato finale vincoli tutti gli appartenenti che abbiano dichiarato di non sottrarsene (c.d. *output*). Contrariamente, con “azione collettiva” si intenderebbe quella instaurabile unicamente da un'associazione, centro d'imputazione d'interessi facenti capo a utenti o consumatori, tutelabili per mezzo di provvedimenti che accertino l'illegittimità del comportamento d'impresa, ne proibiscano la reiterazione e che consentano di adottare misure volte all'eliminazione degli effetti dannosi.

¹⁸⁹ Le prime apparizioni nell'ordinamento americano della *class action* si riscontrano già a partire dagli anni 10' del secolo scorso, in seno alla *Federal Equity Rule* 38 del 1912. È però nel 1938 che l'istituto trova piena consacrazione all'interno della *Rule 23* delle *Federal Rules*, ribadendo i requisiti per l'accesso all'azione già fissati dalla normativa precedente, ma con l'introduzione un nuovo criterio per riscontrare la comunanza di interesse tra i membri della classe e che poggia sul *carachter of the right*. Sull'evoluzione storica del fenomeno, *ex multis*, R.B. MARCIN, *Searching for the Origin of Class Action*, 23 *Cath. U. Law Rev.* (1974) 515; S.C. YEAZELL, *Group Litigation and Social Context: Toward a History of the Class Action*, 77 *Col. Law Rev* (1977) 866; D. R. HANSLER, N. M. PACE, *Class Action Dilemmas – Pursuing Public Goals for Private Gain*, Santa Monica, 2000, spec. 10-39; J. K. RABIEJ, *The Making of Class Action Rule 23 – What We Thinking*, 24 *Miss. Coll. Law Rev.* (2005) 323; R.G. BONE, *Walking the Class Action Maze: Toward a More Functional Rule*, 46 *Un. Mich. Law Rev.* (2013) 1100-1114.

¹⁹⁰ D.L. RHODE, *Access to Justice*, 69 *Fordh. Law Rev.* (2001) 1801-1802; R. MULLHERON, *The Class Action in Common Law Legal Systems. A Comparative Perspective*, Oxford-Portland, 2004, 56; tra gli studiosi italiani, A. GIUSSANI, *Azioni collettive risarcitorie nel processo civile*, Bologna, 2008, 29 e ss.; ID., *Le azioni di classe dei consumatori dalle esperienze statunitensi agli sviluppi europei*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2019, I, 165, in cui l'A. sottolinea però anche gli effetti distorsivi dell'ampliamento di accesso alla giustizia; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 310. L'A., si riferisce alla *class action* inserita nel contesto dei mercati finanziari, interpretandola quale strumento che «riequilibra la posizione degli investitori nei confronti delle più importanti realtà economico-finanziarie», consentendo dunque alle parti occasionali di “combattere ad armi pari”.

di un pieno apprezzamento, va colto in una previsione di tipo deterrente¹⁹¹ – piuttosto che meramente compensatoria – e allo stesso tempo regolatrice¹⁹² e riequilibratrice¹⁹³ dei rapporti tra soggetti che, nel mercato, scontano una distanza di potere economico e contrattuale che potrebbe riverberarsi anche in sede processuale¹⁹⁴.

Il divergente stampo, verrebbe da dire, ideologico, le differenti manifestazioni concrete dell'azione di classe hanno accompagnato l'esperienza della *mass tort action* nel nostro ordinamento sin dalla sua originaria entrata in vigore¹⁹⁵. Ma è alla luce della novella del codice di procedura civile, accolta al Titolo VIII-*bis* “Dei procedimenti collettivi”, introdotta dalla Legge 31/2019, che si arresta un compito non agevole e che per giunta deve misurarsi con alcune strette interpretative che si desumono dalla normativa. Quello cioè di tarare il peso del governo del prodotto inteso come situazione sostanziale

¹⁹¹ K.W. DAM, *Class Actions: Efficiency, Compensation, Deterrence and Conflict of Interests*, 4 *J. Leg. St.* (1975) 54-56; W. OLSON, *Overdeterrence and the Problem of Comparative Risk*, 37 *Proceedings of the Academy of Political Science* (1988) 42; J. SELIGMAN, *The Merits Do Matter: A Comment on Professor Grundfest's “Disimplying Private Rights of Action Under Federal Securities Law: The Commission's Authority*, 108 *Harv. Law Rev.* (1994) 455; D ROSENBERG, *Response. Mandatory-Litigation Class Action: The Only Option for Mass Tort Cases*, 115 *Harv. Law Rev.* (2002) 843-844; la portata della *deterrence* nelle controversie del settore finanziario – in particolare di quella deterrenza dovuta da un danno d'immagine o reputazionale dell'intermediario – è adeguatamente approfondita da A. M. ROSE, *The Multienforcer Approach to Securities Fraud Deterrence: A Critical Analysis*, 158 *Un. Pa. Law Rev.* (2010) 2173. Per la dottrina italiana, su tutti, C. CONSOLO, *Class actions fuori dagli Usa? (Un'indagine preliminare sul versante della tutela dei crediti di massa: funzione sostanziale e struttura processuale minima)*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, I, 615; A. GIUSSANI, *Azioni collettive, danni punitivi e deterrenza dell'illecito*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, I, 244-246. Non sono mancate le critiche alla funzione deterrente derivante dall'attuazione delle azioni di classe, per meglio dire, non sono venute meno le voci che hanno riscontrato nella deterrenza la misura in base alla quale la grande impresa, potenzialmente danneggiante, internalizza i rischi investendo in adeguate precauzioni che consentano di scongiurare illeciti pluri-offensivi, pur ricordando che l'investimento ottimale sussiste quando i costi non eccedono il beneficio del rischio ulteriore evitato. Su tali aspetti, interessanti gli spunti di riflessione forniti da D. ROSENBERG, *Decoupling Deterrence and Compensation Functions in Mass Tort Class Actions for Future Loss*, 88 *Virg. Law Rev.* (2002) 1880; anche gli studiosi italiani si sono espressi in merito alle esternalità negative scaturenti dal rischio di “*overdeterrence*” derivante dalle azioni di classe e a titolo esemplificativo si possono ricordare R. LENER, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 270; C. AMATUCCI, *La vera ambizione delle azioni di classe: brevi note sulla deterrenza*, *An. giur. ec.*, 2008, I, spec. 14-15.

¹⁹² Prospettiva ben colta, con particolare attenzione rispetto alle cc.dd. *securities class actions*, da J. COFFEE JR., *Reforming the Securities Class Actions: an Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 *Columbia Law and Economics Working Paper* (n. 293), 2006, *passim*, spec. 11-19, reperibile al sito www.columbialawschool.edu. Sulla portata regolatrice dell'azione di classe, generalmente intesa, si veda G. A. WRIGHT, *The Cost-Internalization Case for Class Actions*, 21 *Stan. Law Rev.* (1969) 383.

¹⁹³ F. SARTORI, *op. cit.*, 310-311.

¹⁹⁴ A. GIUSSANI, *Il consumatore come parte debole nel processo civile tra esigenze di tutela e prospettive di riforma*, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2005, II, 525 ss.

¹⁹⁵ Ci si riferisce in particolare all'art. 140-*bis* originariamente accolto nel D. Lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (c.d. Codice del Consumo), disposizione aggiunta dall'art. 2 co. 446 L. 24 dicembre 2007, n. 244, successivamente emendata dall'art. 49 co. 1 della L. 3 luglio 2009, n. 99 per poi essere definitivamente modificata dall'art. 6 D.L. 24 gennaio 2012, n. 1, disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività, convertito, con modificazioni, dalla L. 24 marzo 2012, n. 27.

giustiziabile e presidio del miglior interesse della clientela, per di più assorbito nell'intrico non sempre piano della rinnovata disciplina dell'azione collettiva risarcitoria e inibitoria¹⁹⁶. Perché, in verità, nella dinamica della classe anche, se non addirittura soprattutto, quest'ultima espressione si dimostra di indubbio interesse per l'interprete, in particolare se mirata attraverso le lenti del diritto d'impresa. Nel senso che, come in seguito potrà apprezzarsi, sebbene entrambe le articolazioni siano poste nella direzione di un bisogno di tutela diffuso, si assestano anche come tecniche processuali con uno spiccato spirito regolatorio¹⁹⁷. Ma se la tensione verso la regolazione delle dinamiche del

¹⁹⁶ Riguardo alla riforma dell'azione di classe non si sono risparmiati note e commenti, a tal proposito si vedano quelli di S. BRAZZINI, P. P. MUIÀ, *La nuova class action alla luce della legge 12 aprile 2019 n. 31*, Torino, 2019; A. CARRATTA, *I nuovi procedimenti collettivi: considerazioni a prima lettura*, in *Giur. it.*, 2019, X, 2297; C. CONSOLO, *La terza generazione di azione di classe all'italiana fra giuste articolate novità qualche aporia tecnica*, in www.dirittobancario.it, Editoriale, 8 aprile 2019; ID., *La terza edizione della azione di classe è legge ed entra nel c.p.c. Uno sguardo d'insieme ad una amplissima disciplina*, in *Corr. giur.*, 2019, VI, 737; D. DALFINO, *Azione di classe e azione collettiva inibitoria nel codice di procedura civile*, in *Foro it.*, 2019, IX, 345; A. D. DE SANTIS, *I procedimenti collettivi. L'azione di classe e l'azione inibitoria collettiva nel codice di procedura civile*, in *Il giusto processo civile*, 2019, III, 701; ID., *The New Italian Class Action: Hope Springs Eternal*, in *Italian Law Journal*, 2019, II, 757; M. FRANZONI, *Azione di classe, profili sostanziali*, in *Danno e resp.*, 2019, III, 309; A. GIUSSANI, *La riforma dell'azione di classe*, in *Riv. dir. proc.*, 2019, I, 1572; P. G. MONATERI, *La riforma italiana della class action tra norme speciali processuali e ricostruzione della tutela civilistica*, in *Danno e resp.*, 2019, III, 312; G. MONTELEONE, *Note a prima lettura sulla nuova legge sull'azione di classe*, in *Il giusto processo civile*, 2019, III, 633; R. PARDOLESI, *La classe in azione. Finalmente*, in *Danno e resp.*, 2019, III, 306; G. PONZANELLI, *La nuova class action*, in *Danno e resp.*, 2019, III, 306; F. TEDIOLI, *Tra nuove regole e vecchi problemi la "class action" trova collocazione nel codice di procedura civile*, in *Studium iuris*, 2019, XII, 1413.

¹⁹⁷ In questo senso, nuovamente, il diritto *antitrust* si dimostra foriero di approcci innovativi, che, come nel caso dell'azione inibitoria, sono in grado di intercettare il rapporto tra tecnica processuale e attività d'impresa. Rispetto all'inibitoria (sebbene di natura cautelare) prevista nella L. 287/90, coglie una simile convergenza R. ALESSI, *L. 287 del 1990: tutela cautelare inibitoria, mercato rilevante e altri problemi*, in *Riv. dir. comm.*, 1992 V-VI, 287-288; A. FRIGNANI, *Diritto della concorrenza. L'insufficienza dei modelli sanzionatori classici e obiettivi dei nuovi modelli*. Public and private enforcement, in *Dir. comm. int.*, 2008, I, 112-113, che riconnette all'inibitoria non più e non solo un ordine di *non facere*, bensì anche un contenuto commissivo – che peraltro, rientra a pieno titolo nella logica di un'inibitoria esperibile a seguito di una deficiente *product governance* – oltre a considerarla quale "rimedio trasversale" tra *private* e *public enforcement*.

Con riferimento all'inclinazione regolatrice dell'inibitoria, va ricordato il ragionamento condotto da G. ALPA, *Responsabilità dell'impresa e tutela del consumatore*, Milano, 1975, spec. 468-469, 471, laddove specifica, ponendosi nel solco dell'applicabilità dell'inibitoria al settore consumeristico, che una simile tecnica processuale possa essere utile solo quando la legittimazione attiva sia di natura collettiva, spetti cioè, nello specifico, alle associazioni di consumatori. Posta simile precondizione, il commento riferito al contatto tra inibitoria (preferibilmente di classe) e attività d'impresa si consuma – non solo, ma anche – nella considerazione secondo cui «[...] è degna di attenzione l'ipotesi nella quale i prodotti presentano difetti uniformi per l'esistenza di errori di progettazione, che si riflettono, in quanto tali, su tutti gli articoli della serie medesima. Se tutta la serie di un determinato tipo di prodotti è connotata da difetti dovuti ad errori di progettazione, si da rendere assai pericolosa la circolazione degli articoli difettosi, l'esperimento dell'azione inibitoria, più di quanto non potrebbero fare singole azioni di risarcimento proposte dai consumatori danneggiati, può assolvere la funzione di prevenire il verificarsi di ulteriori danni, dovuti alla libera circolazione del prodotto».

mercato, contenenti quelle dell'attività e dell'atto, si conferma quale tratto comune, lo iato a cui si assiste risiede nel *quomodo* del confrontarsi con il fenomeno delle prassi d'impresa. Non fosse altro per via della diversità dei presupposti fattuali e delle conseguenti repliche in termini di riscontro rimediale a cui conducono.

7. *Gli snodi interpretativi problematici dell'azione risarcitoria collettiva derivanti dal confronto con il governo del prodotto: omogeneità dei diritti individuali*

Le attestazioni problematiche che il governo del prodotto assume, calato nella griglia processuale dell'azione collettiva, si aggiungono a quelle che sono state precedentemente incrociate, rispetto al margine sostanziale. La fibra della normativa riformatrice è senza dubbio irrorata dalle spinte propulsive dell'*access to justice*, non fosse altro per l'arricchimento quantitativo e qualitativo della legittimazione attiva che, per un verso, non risulta più riservata ai soli consumatori¹⁹⁸, mentre, per l'altro, è stata integrata dalle associazioni e delle organizzazioni che possono agire e stare in giudizio

Tra i commentatori d'oltreoceano che si sono occupati del rapporto tra azioni di classe (anche inibitorie), *economic regulation* e conseguenze sull'esercizio dell'attività imprenditoriale, si veda in particolare, D. HENSLER, *Can Private Class Actions Enforce Regulations? Do They? Should They?*, in F. BIGNAMI, D. ZARING (ed.) *Comparative Law and Regulation. Understanding the Global Regulatory Process*, Cheltenham, 2016, che, in merito all'*injunctive class action*, si sofferma a p. 244.

¹⁹⁸ La legittimazione attiva non è più soltanto confinata ai "consumatori" e agli "utenti" del co. 1 art. 140-bis Cod. Cons., nonché del co. 2, al contrario, tale specifico riferimento cade definitivamente con l'entrata in vigore della L. 3/2019 in quanto non contemplato dall'art. 840-bis c.p.c. In questo senso vi è chi fa riferimento ad una "trasmigrazione" delle azioni di classe dal polo consumeristico alla disciplina comune del codice di procedura (D. AMADEI, *Nuova azione di classe e procedimenti collettivi nel codice di procedura civile*, in *Nuove leggi civ. comm.*, I, 2019, 1050) fianco di "traslazione" e "spostamento" (C. PETRILLO, *Situazioni soggettive implicate*, in B. SASSANI (a cura di), *Class action. Commento sistematico alla legge 12 aprile 2019 n. 31*, Pisa, 2019, 43; R. DONZELLI, *op. cit.*, 9). Positivamente espressosi rispetto a questo emendamento C. CONSOLO, *L'azione di classe, trifasica, infine inserita nel c.p.c.*, in *Riv. dir. proc.*, 2020, II, 721, che ne sottolinea l'auspicabile e apprezzabile scelta di politica del diritto che consente l'"apertura" della *class action* all'italiana anche alle vittime di illeciti di massa inseriti nel ciclo produttivo e distributivo. Per vero, durante la vigenza della disciplina abrogata, non è mancato chi ha ritenuto estendibile l'azione di classe consumeristica anche alle categorie degli investitori e dei risparmiatori, sulla scorta di motivazioni tra loro distanti, come nel caso di F. CARPI, *Servizi finanziari e tutela giurisdizionale*, in *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2009, 204-205, che non ha giustificato l'esclusione del 140-bis dai contratti di investimento perché non contemplati dal Codice del consumo o di C. CAVALLINI, *Azione collettiva risarcitoria e controversie finanziarie*, in *Riv. soc.*, 2010, V, 1117-1118, che lo ha ritenuto adottabile, facendo però leva sulla "contrattualizzazione delle informazioni precontrattuali", considerando quest'ultima espressione di un illecito contrattuale e pertanto costituendo sufficiente presupposto di fatto e diritto per poter beneficiare della tutela consumeristica; *contra* A. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, 36, allorché ricorda che «[...] l'inapplicabilità dell'azione di classe non è solo avallata da un'interpretazione strettamente letterale dell'art. 140-bis cod. cons. quanto più ancora dal fatto che l'azione collettiva risarcitoria è uno strumento che tipicamente mira a risolvere un problema di regolazione indiretta [...]».

autonomamente e non come rappresentanti nel processo del componente della classe. Ma il potenziale impatto del governo del prodotto sul terreno della tutela collettiva – anche se si tratta di una contaminazione reciproca tra situazione sostanziale e soluzione processuale – nasconde delle insidie che potrebbero far sorgere non pochi dubbi sulla declinazione della regola in una simile chiave processualistica. Ma tanto il tentativo di dialogo con la normativa riformata, quanto l'inquadramento della tecnica del processo nella più volte sospinta logica d'impresa – nonché di mercato – richiedono di esplorare i punti di aderenza, per meglio dire di impatto, tra la sfera fenomenica e quella, appunto, procedurale.

La sistematica d'analisi ivi prescelta non può che soffermarsi innanzitutto su una prima criticità che sin dall'esperienza consumeristica il legislatore non è riuscito a risolvere definitivamente e che rientra nel perimetro dell'«omogeneità»¹⁹⁹ dei diritti che consentono l'azionabilità dello strumento processuale collettivo²⁰⁰. Acuta dottrina ha rammentato che simile clausola, che in quanto generale sconta una certa diffidenza da parte della tradizione giuridica italiana, presenta agli occhi del commentatore un fitto groviglio interpretativo, esprimendosi nella «difficoltà di coniugare [...] la derivazione da un unico ceppo con le specificità che ciascun diritto non manca di possedere: di fissare in modo opportuno, insomma, il livello di “genere” da assumere a protezione della classe»²⁰¹. Invero le occasioni di riflessione, come durante la vigenza del 140-*bis* cod. cons. così in seguito, non sono mancate e si sono in parte condensate lungo le sponde del lato fattuale: la pluralità di interessi individuali, incisi dalla medesima condotta illecita²⁰² potenzialmente comprensiva di più comportamenti plurioffensivi²⁰³ posti in essere dallo

¹⁹⁹ L'art. 840-*bis* co. 1 c.p.c. prevede che «I diritti individuali omogenei sono tutelabili anche attraverso l'azione di classe, secondo le disposizioni del presente titolo».

²⁰⁰ Nelle forme risarcitoria, ma anche restitutoria e inibitoria.

²⁰¹ A. DOLMETTA, *Profili emergenti nelle azioni di classe*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, III, 290-291. Sulla scarsa attenzione del legislatore nell'aver fornito una più puntuale definizione dell'omogeneità del diritto sia nella normativa del codice del consumo che in quella del codice di procedura civile P. FIORIO, *La nuova azione di classe, passi in avanti verso gli obiettivi di accesso alla giustizia e deterrenza?*, in *www.ilcaso.it*, 22 giugno 2019, 10.

²⁰² Vi è chi riscontra il profilo dell'omogeneità del diritto esclusivamente dalla provenienza del danno dalla medesima condotta illecita. In particolare A. GIUSSANI, *La riforma dell'azione di classe*, in *Riv. dir. proc.*, 2019, VI, 1573; ID., *Diritti omogenei e omogeneizzati nell'azione di classe*, in *Riv. dir. proc.*, 2020, I, 364

²⁰³ Il dato della plurioffensività è stato adeguatamente sottolineato dalla giurisprudenza di merito, il riferimento corre a Trib. Venezia, 3 novembre 2017, n. 2696, in *www.dirittoegiustizia.it.*, oltre che dalla dottrina, *ex multis*, R. CAPONI, *Tutela collettiva: interessi protetti e modelli processuali, Dall'azione inibitoria all'azione risarcitoria collettiva*, in A. BELLELLI (a cura di), *I quaderni della rivista di diritto civile*, Padova, 2009, 139.

stesso danneggiante²⁰⁴. E a fronte di chi, sulla scia della *commonality* di origine statunitense²⁰⁵, ha insistito nel rinvenire nelle più vaghe “questioni di fatto e diritto” comuni alla classe necessari elementi costitutivi del requisito dell’omogeneità²⁰⁶, si è infine consolidata una lettura, legata ai requisiti oggettivi dell’azione e concentrata sulla comunanza delle *causae petendi* attoree²⁰⁷. Nel garbuglio rappresentato dal fitto fascio di norma e dottrina, conta trovare uno “spazio vitale” (auto)sufficiente per il governo del prodotto, di fatto riconoscere quel nucleo forte che fa capo al concetto di omogeneità e che consentirebbe alla regola esaminata di poter essere non solo oggetto di una procedura

²⁰⁴ M. ASTONE, *Azione di classe e tutela del consumatore: dall’art. 140-bis cod. cons. all’art. 840-bis c.p.c.*, in *Persona e mercato*, 2021, I, 114, fa riferimento a quelle situazioni giuridiche riconducibili ai singoli componenti di una classe meritevoli di uno stesso trattamento perché derivanti dal medesimo fatto illecito oppure da più fatti e comportamenti derivanti da una fonte comune o da più illeciti posti in essere dallo stesso soggetto, financo preordinati allo stesso fine.

²⁰⁵ Nel diritto americano si discute di *commonality* facendo riferimento alla *Rule 23* (a)(2) e (b) delle *Federal Rule of Civil Procedure* che specificano che «One or more members of a class may sue or be sued as representative parties on behalf of all members only if [...] there are question of law or fact common to the class» e inoltre ricordano come «[...] the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members [...]». In sostanza, questo requisito assorbe le questioni di fatto e di diritto comuni alla classe investendo particolarmente quelle comuni, non tanto quelle individuali. Pertanto, come nel nostro ordinamento sussistono delle criticità interpretative che più generalmente ruotano attorno al criterio dell’omogeneità, l’ordinamento statunitense conosce una simile tensione interpretativa rispetto alla nozione di *commonality*, approfondita soprattutto in sede giurisprudenziale. Le corti americane hanno espresso una posizione altalenante, per un verso meno stringente, se non addirittura “minimalista” rispetto a un simile requisito (si veda in questo senso *Wal-Mart Stores, Inc. v. Dukes*, 564 U.S. 338 in cui si sosteneva che «any competently crafted class complaint literally raises common questions»; *Abraham v. WPX Prods., LLC*, 317 F.R.D. 169 «Commonality only a single issue common to the class and the fact that the claims of individual putative class members may differ factually should not preclude certification under Rule 23 (b)(2)»), per poi dirigersi verso un indirizzo interpretativo più robusto e circostanziato (in questo senso invece *M.D. v. Perry*, 675 F.3d 832, (5th Cir. 2012) laddove specifica che «In order to satisfy commonality, a proposed class must prove that the claims of every class member depend upon a common contention that is capable of classwide resolution, meaning that the contention is of such a nature that determination of its truth or falsity will resolve an issue that is central to the validity of each one of the claims in on stroke»).

²⁰⁶ Benché il riferimento alle questioni comuni di fatto e diritto intenda escludere dal perimetro di riferimento dell’omogeneità quelle che sono esclusivamente personali, appartenenti cioè ad un unico membro della classe. Sulla comunanza delle questioni di fatto e diritto L. P. COMOGLIO, *Aspetti processuali della tutela del consumatore*, in *Riv. dir. proc.*, 2007, II, 320; S. MENCHINI, A. MOTTO, *L’azione di classe dell’art. 140 bis c. cons.*, in *Nuove legg. civ. comm.*, 2010, VI, 1419; C. SCOGNAMIGLIO, *Risarcimento del danno, restituzione e rimedi nell’azione di classe*, in *Resp. civ. prev.*, 2011, III, 502-503; M. TARUFFO, *La tutela collettiva nell’ordinamento italiano: lineamenti generali*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2011, I, 115; R. CAPONI, *Azione di classe: il punto, la linea, la discontinuità*, in *Foro it.*, 2011, V, 151; R. POLI, *Sulla natura e sull’oggetto dell’azione di classe*, in *Riv. dir. proc.*, 2012, I, 52.

²⁰⁷ G. CONTE, *I «diritti individuali omogenei» nella disciplina dell’azione di classe*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, V, 613; C. CONSOLO, B. ZUFFI, *L’azione di classe ex art. 140-bis cod. cons. Profili processuali*, Padova, 2012, 66, 170 e ss.; R. DONZELLI, *L’ambito di applicazione e la legittimazione ad agire*, in B. SASSANI (a cura di), *Class action. Commento sistematico alla legge 12 aprile 2019 n. 31*, in *Quaderni di Judicium*, Pisa, 2019, spec. 11 e ss.; A. C. DI LANDRO, *Ospitalità ed omogeneità nella nuova azione di classe. Nuove prospettive di riflessione*, in *Jus civile*, 2020, V, 1266-1267, che sottolinea come l’omogeneità dei diritti debba essere indagata ponendo attenzione sulla *causa petendi* e sul *petitum* mediato, intesi in un rapporto di comunanza.

di classe, ma di individuare una superficie di condivisione tra procedimento produttivo, principi ispiratori del settore finanziario e, non ultimo, del processo in veste collettiva. E allora, se le teorie ispirate ad una condivisione della posizione sostanziale fatta valere in giudizio forniscono un criterio logico e allo stesso tempo apprezzabile attorno al quale coagulare i membri della classe, allo stesso tempo potrebbe apparire, benché necessitato, fin troppo angusto. Stringente, cioè, se riferito alla pretesa di coercibilità di una *rule* che, a causa delle sue particolari conformazione e ricadute applicative, potrebbe accedere ad un sicuro approdo se accolta nelle più late condizioni di fatto e di diritto comuni alla maggioranza dei danneggiati o di coloro che agiranno in via restitutoria. Così l'isomorfismo²⁰⁸ dei diritti fatti valere in giudizio potrebbe convogliarsi verso la medesima obbligazione scaturente dall'incardinamento del procedimento. Il comune bacino di premesse fattuali nonché giuridiche, sulla scorta di una certa elasticità non però esorbitante rispetto al perimetro delle condotte inadempienti la *governance*, potrebbe individuarsi, generalmente, in un incongruo processo di approvazione dello strumento. Non si intende certo celare le evidenti difficoltà che investono l'esercizio di siffatte azioni per violazione delle regole di comportamento, forse anche maggiori se riferite al governo del prodotto, collocato in una fase prodromica alla distribuzione. Ma se le carenze organizzative²⁰⁹ dovessero concretizzarsi nell'errata individuazione dell'*actual* (o *negative*) *target market* e nella conseguente inidonea collocazione di un determinato settore di clientela, destinatario dunque di prodotti non congrui – indipendentemente dai successivi servizi e regole ausiliarie riconducibili prestati – e potenzialmente dannosi, non si farebbe fatica a scorgere un segmento di omogeneità “di fatto”, sufficiente ad agire nei confronti dell'intermediario. A voler dire, in conclusione, che l'azione collettiva pare congiungersi, in termini di prominenza logico-teorica, con il substrato fattuale e giuridico

²⁰⁸ Attorno al requisito dell'omogeneità – e in precedenza anche dell'identità – dei diritti fatti valere in giudizio di classe, si coagulano le definizioni dei diritti c.d. isomorfi o seriali fornite da R. MARENGO, *Garanzie processuali a tutela dei consumatori*, Torino, 2007, 66; A. CARRATTA, *L'azione collettiva risarcitoria e restitutoria: presupposti ed effetti*, in *Riv. dir. proc.*, 2008, III, 725; F. BOCCHINI, *Azione collettiva risarcitoria* (class action), Milano, 2008, 45; G. SORICELLI, *L'azione di classe ex art. 140-bis del codice del consumo*, in *Contributo allo studio della class action nel sistema amministrativo italiano*, Padova, 2012, 77; M. L. GUARNIERI, *Nota a prima lettura sull'art. 840-bis c.p.c.*, www.judicium.it, 4 giugno 2019, 1.

²⁰⁹ Che poi, nel dettaglio, si riscontrerebbero in una o più delle patologie che affliggono gli organi apicali dell'impresa, ma anche gli uffici dei controlli interni e che potrebbero essere indicati, esemplificativamente, tra una deficiente attività di revisione, l'inesattezza del *product testing*, il difettoso scambio di comunicazione tra produttore e distributore e che potrebbero determinare un danno diffuso tra i componenti della classe, sufficiente a far sorgere una pretesa risarcitoria di natura contrattuale.

rappresentato da questa specifica regola del finanziario e, specificamente, i connettori si incontrano nel processo di approvazione che si esprime nella – in questo caso scorretta – perimetrazione del mercato, ma soprattutto di una clientela non più pertinente e ciò è quanto basta per integrare il perno attorno al quale costruire la nozione di “diritto omogeneo” e conseguentemente di “classe”.

Queste riflessioni si intersecano non solo con il dato normativo, che espressamente richiede un punto di partenza condiviso e aggregatore delle pretese attoree, ma, introducono un ulteriore momento di speculazione teorica. La *class action*, pur se in una versione rimaneggiata e risultato di innesti normativi più o meno penetranti, allorquando consente la sanzionabilità del governo del prodotto, con una mossa circolare, segna il punto di caduta non solo – e non tanto – di due tecniche, l’una processuale e l’altra d’impresa, ma di due differenti e concorrenti piani ideologici, non destinati, però, a correre parallelamente l’un l’altro. Al contrario, nello snodo rappresentato dalle situazioni giuridiche tutelate, si determina una singolare commistione per cui una prescrizione organizzativa in potenza azionabile giudizialmente, per di più in una dimensione collettiva, potrebbe beneficiare della misura seriale del contenzioso. Significa che garantire un simile accesso in giudizio a quei risparmiatori che lamentano un esito negativo del proprio investimento, dovuto ad una disattesa applicazione della *governance*, permette di ampliare la cassa di risonanza delle norme sui presidi interni che, collegata alla dimensione deterrente e aggregatrice del risarcimento collettivo, determinerebbe una serie di esternalità positive. Prima fra tutte il consolidamento della portata dissuasiva di comportamenti imprenditoriali inadeguati che, e si tratta di una conseguenza pressoché scontata, imporranno agli operatori un maggior rafforzamento degli apparati amministrativi interni e delle politiche di *design* e distribuzione del prodotto.

7.1. (segue) *La versione restitutoria dell’azione di classe e il rapporto con la domanda di accertamento incidentale della nullità del contratto*

La disposizione dell’art. 840-*bis* nasconde infine un ostacolo interpretativo ulteriore se inteso nel tracciato prospettico in cui si è impostata la ricerca e che abbisogna di un chiarimento perentorio. Laddove al co. 2 stabilisce che il ricorrente può agire nei confronti dell’autore della condotta lesiva per l’accertamento della responsabilità e per la condanna

al risarcimento e alle restituzioni, ricalcando la lettera del co. 2 dell'art. 140-*bis* cod. cons²¹⁰. Il riferimento alle “restituzioni” sottintende dunque la ripetizione di prestazioni indebite in quanto *sine titulo*, dipendenti cioè da una fonte contrattuale viziata in uno dei suoi elementi costitutivi essenziali. Un registro testuale così ambiguo²¹¹ potrebbe far sorgere il dubbio legittimo che il dato restitutorio contemplato dalla normativa riformata preveda anche l'esperimento di azioni di impugnativa contrattuale²¹², inclusa quella assorbente la nullità del contratto immeritevole per mancanza di causa, così intesa alla luce delle considerazioni espresse in precedenza. Una soluzione adeguata a un simile cortocircuito esegetico va apprezzata alla luce della posizione comune di quella parte dei commentatori che non esclude la possibilità del cumulo di domande risarcitorie e restitutorie, tantomeno che il giudice tenuto a decidere in merito ai *petita* di classe possa rilevare d'ufficio la nullità dei titoli in forza dei quali viene avanzata invece la pretesa risarcitoria. Essa non contempla che lo strumento processuale collettivo possa identificarsi con un'azione dichiarativa, quella cioè derivante da un'impugnazione negoziale e di mero accertamento della conseguente invalidità²¹³. Per circoscrivere in termini ancor più netti lo specifico campo d'azione individuato dal co. 2 dell'art. 840-*bis*, se pare pacifico che lo strumento collettivo non possa essere utilizzato per far valere in giudizio la caducazione del titolo nullo, ciò non esclude che i singoli componenti del

²¹⁰ «L'azione di classe ha per oggetto l'accertamento della responsabilità e la condanna al risarcimento del danno e alle restituzioni in favore degli utenti consumatori».

²¹¹ Confermato per giunta anche dall'art. 840-*sexies* co. 1, lett. a) che ricorda come «[...] il tribunale provvede in ordine alle domande risarcitorie o restitutorie proposte dal ricorrente [...]» e rievocato da ulteriori disposizioni dello stesso titolo VIII *bis* del Libro IV, come nel caso dell'art. 840-*octies* co. 5 («[...] il giudice delegato con decreto motivato, quando accoglie in tutto o in parte la domanda di adesione, condanna il resistente al pagamento delle somme o delle cose dovute a ciascun aderente a titolo di risarcimento o di restituzione»), dell'art. 840-*novies* co. 5 («con il medesimo decreto di cui al primo comma, il giudice delegato condanna altresì il resistente a corrispondere direttamente all'avvocato che ha difeso il ricorrente fino alla pronuncia della sentenza di cui all'art. 840-*sexies*, un importo ulteriore rispetto alle somme dovute a ciascun aderente a titolo di risarcimento o restituzione») e dell'art. 840-*quaterdecies* co. 10 che, con riferimento agli accordi di natura transattiva, ribadisce come gli stessi possano avere ad oggetto il risarcimento del danno o le restituzioni in favore degli aderenti che abbiano accettato o non si siano opposti all'accordo medesimo.

²¹² Per vero, senza pur dare una soluzione definitiva, bensì confermando il dubbio in seno alla risalente disciplina consumeristica, si era espresso a riguardo G. ALPA, *L'art 140-bis del codice del consumo nella prospettiva del diritto privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2010, I, 388.

²¹³ E. FERRANTE, *L'azione di classe nel diritto italiano. Profili sostanziali*, Padova, 2012, 120; E. DAMIANI, *Le tutele civilistiche per i contratti iniqui stipulati a causa del coronavirus*, in *www.judicium.it*, 9 maggio 2020, 20 che precisa come «Il riferimento alle “restituzioni”, pare porsi in relazione infatti alla ripetizione di prestazioni indebite a seguito della dichiarazione di nullità ovvero per effetto delle altre impugnazioni del contratto; però il riferimento esclusivo all' “accertamento della responsabilità” e alla “condotta lesiva” sembrano individuare l'oggetto dell'azione di classe in una pretesa di carattere risarcitorio»; A. C. DI LANDRO, *op. cit.*, 1268.

gruppo di investitori accomunati dal segmento di diritti omogenei, affinché dispongano del rimedio restitutorio (collettivo), possano proporre contestualmente delle domande destinate alla dichiarazione di nullità, preconditione necessaria per poi disporre della tutela prevista dal titolo VIII-*bis* del Libro quarto²¹⁴ del codice di rito. Non può però negarsi che questa curvatura di carattere processuale vada oltre dall'essere un semplice interstizio interpretativo, nel senso che la pronuncia di condanna alla restituzione collettiva scaturisce inevitabilmente da un disequilibrio o, come nell'ipotesi esaminata, da un vero e proprio vizio del contratto²¹⁵, in assenza del quale non può godersi dell'indebito in origine investito. La lettera dell'art. 840-*bis* non contempla l'esistenza di un'azione "invalidante di classe" e ipoteticamente – seppur si tratti di un' ipotesi difficilmente praticabile per via di ragioni di economia processuale e di evidenti difficoltà di coordinamento tra azioni individuali e collettiva – non si esclude di agire dapprima individualmente per far valere la nullità e in seguito tramite una restitutoria collettiva. Di fronte a questa *impasse*, la soluzione va trovata ampliando lo sguardo dello studio, attraverso la leva del codice di procedura e un ragionamento concentrato su quella flebile linea che trapassa la più ampia tematica degli effetti del giudicato per stanziare infine sul terreno delle questioni pregiudiziali. Con ciò pare doveroso traslare il discorso lungo il versante del processo e, in particolare, concentrarsi su quanto richiesto dalla classe: se l'antecedente della richiesta restitutoria è fondata su un atto invalido, in virtù della violazione di una norma imperativa e determinante un vizio dell'atto, l'associazione – o anche l'individuo in rappresentanza della stessa – non può che chiedere, con domanda separata o con domanda di accertamento incidentale, al giudice una pronuncia con effetto di giudicato riguardante anche la questione pregiudiziale relativa all'invocata invalidità

²¹⁴ A questo proposito, benché riferite alla previgente disciplina del codice del consumo, paiono chiarificatrici le considerazioni avanzate da R. RORDORF, *L'azione di classe nel novellato art. 140-bis cod. consumo: considerazioni (e qualche interrogativo)*, in *Foro it.*, 2010, VI, 185, allorché nell'accogliere la visione estensiva della disciplina di classe consumeristica anche agli investitori, sostiene quanto segue «Si noti anche che l'azione di classe non sembra poter abbracciare qualsiasi diritto "seriale" derivante da contratti stipulati con una medesima impresa, essendo circoscritta all'accertamento di responsabilità di detta impresa ed alle conseguenti pretese risarcitorie o restitutorie. Credo che l'esercizio di siffatte pretese possa coniugarsi con la proposizione di domande volte a far dichiarare la nullità o a far risolvere i contratti, ogni qual volta la nullità o la risoluzione costituiscano il necessario presupposto della richiesta restituzione. Dovrebbe invece escludersi la proponibilità in forma di azione di classe di azioni unicamente volte alla caducazione del contratto [...] : non si tratta quindi di azione di accertamento, bensì di condanna».

²¹⁵ S. MENCHINI, A. MOTTO, *op. cit.*, 1438, peraltro sottolineano che, con riguardo alla domanda di classe promossa ai sensi dell'art. 140-*bis*, il fatto costitutivo a fondamento della stessa può essere differente in corrispondenza del tipo di diritto per la cui tutela si agisce in giudizio che, in questo caso, può consistere nella stipulazione di contratti che presentano lo stesso vizio («in specie di nullità»).

strutturale dell'atto. Concretamente, il titolo su cui si fonda la domanda degli investitori è centrato sulla nullità del prodotto finanziario che, in tale ipotesi, si sovrappone al *petitum* mediato, con ciò che, ai sensi del 163 c.p.c co. 1, n. 3, è indicato come la «cosa oggetto di domanda». Tra le connesse domande di nullità e restituzione si instaura dunque un rapporto di dipendenza²¹⁶, per cui non può condannarsi l'intermediario a rifondere i clienti di quanto investito, senza accertare la violazione della *governance* che ha determinato l'invalidità del contratto e che, in questo caso, non è conosciuta *incidenter tantum* dal giudice che, al contrario, decide con pronuncia che “fa stato” tra le parti²¹⁷.

8. *Il rapporto tra la nuova inibitoria di classe e l'attività d'impresa finanziaria*

La tutela inibitoria collettiva promette di essere uno sfondo potenzialmente ricco di contaminazioni assiologiche tra due retroterra ideologicamente ben definiti, foriero di una pregevole composizione tra istanze fatte proprie, da un lato, da una parte della teoria dei rimedi, dall'altro dalla produzione d'impresa. Anche in questo caso, affinché le azioni collettive siano correttamente ed efficacemente coordinate tra loro e intercettino il bisogno di tutela degli investitori, alcune precisazioni in punto di disciplina codicistica sembrano dovute e necessitano di essere risolte preliminarmente, così da concentrare gli sforzi critici di seguito e in virtù di sicure premesse normative.

²¹⁶ Potrebbe dirsi che fra queste due distinte domande sussista per giunta un legame di “pregiudizialità logica”, intesa come la dipendenza tra rapporto fondamentale e gli effetti giuridici che dallo stesso traggono fonte, nuovamente in virtù del fatto che la *causa petendi* della restituzione, in simile ipotesi, trova il proprio solido appoggio proprio nel contratto di cui si intende ottenere sentenza dichiarativa di nullità. L'utilizzo della locuzione della pregiudizialità logica non è usato casualmente e non si intende pertanto opporlo ad un concetto ulteriore, da alcuni commentatori utilizzato in termini oppositivi, cioè quello della c.d. pregiudizialità tecnica, considerato quale connessione tra un diritto c.d. pregiudiziale che costituisce parte della fattispecie costitutiva del diritto dipendente. La dottrina maggioritaria, cui ci si sente di aderire, ha sostenuto, contrariamente a chi aveva sottratto dalla lettera del 34 c.p.c le ipotesi di pregiudizialità logica, che per allargare le maglie del giudicato alle questioni pregiudiziali risulti necessario l'esperimento di una domanda di accertamento incidentale da parte dell'attore. In questo senso A. ATTARDI, *In tema di limiti oggettivi della cosa giudicata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1990, II, 481 ss.; ID., *Diritto processuale civile*, I, Padova, 1999, 483; E. T. LIEBMAN, *Manuale di diritto processuale civile*, Milano, 2007, 162-163; G. RICCI, *Diritto processuale civile*, I, Torino, 2016, 295; C. CONSOLO, *Oggetto del giudicato e principio dispositivo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1991, I, 240-242; Id., *Spiegazioni di diritto processuale civile*, Torino, 2019, 93.

²¹⁷ C. CONSOLO, *op. cit.*, I, Torino, 2019, 91-92, che precisa che i rapporti pregiudiziali sono conosciuti in linea di principio *incidenter tantum* e che se solo se le parti propongono una domanda di accertamento incidentale la decisione viene resa con efficacia di giudicato. Nella logica rimediale che si intende sviluppare nella prospettiva di coercibilità del governo del prodotto, pare per giunta scontato che, al fine dell'ottenimento di una domanda e della successiva pronuncia di restituzione, la classe o il suo rappresentante propongano, in questa ipotesi, espressa domanda di accertamento incidentale della nullità del contratto derivante da un'erronea o del tutto assente implementazione della *governance*.

Un punto, innanzitutto, va tenuto fermo e riguarda il legame tra azione di restituzione e inibitoria, strettamente legato a valutazioni di strategia processuale che potrebbero spingere i legittimati attivi a prediligere l'una prima dell'altra. Chiedere la cessazione del comportamento illecito – che in questo caso consiste nell'adozione di idonee misure di governo del prodotto e nell'impedimento alla distribuzione di prodotti non aderenti al profilo dei destinatari – e infine domandare la restituzione, con annesso giudicato sulla questione di nullità, o, contrariamente, ottenere *in primis* una tutela reale e di seguito una decisione di condanna per il futuro, è da intendersi espressione di tattica giudiziale, dipendente esclusivamente dalla volontà dell'attore. Attorno ad un comportamento dell'intermediario che si dimostra contrario ad una norma imperativa, determinante un vizio dell'atto, illecito e potenzialmente dannoso, si sarebbero potute concentrare le ragioni di un cumulo semplice soggettivo, se entrambe le azioni provenissero dal medesimo gruppo, ma anche oggettivo di domande. Una soluzione che è sembrata esclusa però fin da principio per via di regime positivo che ai sensi dell'art. 840-*sexiesdecies*, co. 9 prevede la separazione delle cause quando l'azione inibitoria collettiva è proposta congiuntamente a quella di classe. Talché, lungo il piano del coordinamento tra le due azioni e delle rispettive pronunce, potrebbero crearsi dei punti di attrito non ancora sufficientemente approfonditi dalla letteratura processualistica²¹⁸. Perciò, benché sia logicamente più apprezzabile ottenere una pronuncia di condanna inibitoria per poi proporre un'azione collettiva, non può escludersi che la medesima classe possa primariamente soddisfarsi con la rifusione di quanto in origine versato all'operatore professionale per giunta grazie ad una pronuncia che fa stato di giudicato in merito alla nullità negoziale e alla conseguente restituzione, rivolte ai comportamenti d'impresa confliggenti con la norma del T.u.f. L'inibitoria potrebbe essere esperita con l'intento di bloccare la reiterazione di una condotta illegittima e che, se non impedita per tempo,

²¹⁸ Sul rapporto tra azioni, proposte separatamente per via della lettera dell'art. 840-*sexiesdecies* e degli effetti che potrebbero discendere da un'azione inibitoria che conduca ad una pronuncia non favorevole per la classe e che potrebbe avere delle ripercussioni di ordine processuale sulla successiva risarcitoria o restitutoria, si sono concentrati I. PAGNI, *L'azione inibitoria collettiva*, in *Giur. it.*, 2019, II, 2331, E. DALMOTTO, *Note a prima lettura sulla nuova azione inibitoria collettiva (art. 840-*sexiesdecies* cod. prov. civ.)*, in *www.ilcaso.it.*, 13 febbraio 2020, in part. 33-35. L'A., che ritiene preferibile proporre l'azione inibitoria prima della risarcitoria, affronta il caso di chi, ottenuta una prima inibitoria sfavorevole, proponga una successiva azione di risarcimento, che viene esclusa in termini di possibile contrasto della precedente decisione con la successiva, nei confronti degli altri legittimati cui il procedimento potrebbe essere riunito.

determinerebbe effetti sistemici ben più rilevanti nei confronti del bacino di utenza del prodotto.

Nel quadro, non sempre di piana comprensione, realizzato da un legislatore ipertrofico e che ha lasciato dietro di sé un disegno dell'inibitoria a tratti differentemente calibrato²¹⁹, lo sfondo teorico in cui la stessa trova spazio sembra rappresentare un'adeguata porzione di incontro con la teoria del contratto d'impresa. Vi è che l'inibitoria si è affermata quale strumento generale di tutela preventiva²²⁰, di carattere atipico²²¹ e che, tradizionalmente proposto insieme al risarcimento, pare mostrare un più alto grado di efficacia legato alla tutela in forma specifica²²². Una complementarità che ne esce rafforzata in forza di una garanzia protettiva di ampio respiro²²³ e che non si sviluppa, tanto meno opera, in costanza del danno, ma, all'opposto, è sufficiente l'avverarsi dell'illecito, di quel comportamento che anche solo minacci interessi privati meritevoli di protezione²²⁴.

Il ragionamento su tale tecnica rimediale si arricchisce di sfumature ancor più dense, se legate all'efficacia, che possono essere apprezzate solo attraverso un'ineluttabile misura collettiva dell'azione e che, dunque, non possono che incrociarsi con le dinamiche produttive, nel loro grado patologico e per certi versi distorsivo non solo dei singoli rapporti negoziali, ma addirittura delle dinamiche di mercato. In concreto, il

²¹⁹ Di fatto, con la riforma della nuova azione di classe, con riferimento all'azione inibitoria, nel panorama legislativo che dovrebbe trovare la sua consacrazione definitiva a breve con l'entrata in vigore della normativa riformata nel 2019, se ne realizzano due tipologie: quella che viene definita "atipica" e cioè indirizzata a fermare qualsiasi tipo di atto illecito da parte di colui che lo pone in essere e quella riconducibile all'art. 37 cod. cons. specificamente rivolta alla cessazione dell'utilizzo delle clausole abusive e che non è mai stata abrogata dal susseguirsi riformatore in materia di azioni di classe.

²²⁰ Così A. BELLELLI, *L'inibitoria come strumento di controllo delle condizioni generali di contratto*, in C. M. BIANCA (a cura di), *Le condizioni generali di contratto*, Milano, 1981, 305 e ss.; A. PROTO PISANI, *Brevi note in tema di tutela specifica e tutela risarcitoria*, in *Foro it.*, 1983, IV, 132; C. RAPISARDA, *Profili della tutela civile inibitoria*, Padova, 1987, 241.

²²¹ A. FRIGNANI, *L'injunction nel common law e l'inibitoria nel diritto italiano*, Milano, 1974, 457 e ss.; D. M. FREDA, *Appunti per una teoria dell'inibitoria come forma di tutela preventiva dell'inadempimento*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, III, 727.

²²² Del rapporto tra tutela risarcitoria e inibitoria e di come quest'ultima dovrebbe essere vieppiù la prima ed immediata risposta a contrasto dell'illecito commesso, si veda A. FRIGNANI, *Inibitoria (azione)*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1971, spec. 575.

²²³ Di come l'inibitoria non sia legata, o non solo, a specifiche tipologie di beni o diritti, ma, più generalmente, a particolari esigenze di tutela, si vedano A. PROTO PISANI, *Appunti sulla giustizia civile*, Bari, 1982, 167; M. TARUFFO, *Inibitoria (azione). Diritto processuale civile*, in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989, 8.

²²⁴ A. FRIGNANI, *Azione in cessazione (voce)*, in *Noviss. dig. it.*, App., I, Torino, 1980, 653; M. TARUFFO, *Note sul diritto di condanna e sull'esecuzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, I, 646; ID., *Inibitoria (azione)*, in *Enc. giur.*, XIX, Roma, 1990, 6 ss.; A. BELLELLI, *L'inibitoria come strumento generale di tutela contro l'illecito*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, IV, 616.

perimetro operativo dell'azione inibitoria collettiva disserra una portata regolatrice, con ciò volendo specificare che simile risposta, in termini sostanziali e processuali, non si consuma esclusivamente nella regolazione dei confini di opposte aree d'interesse, o meglio, di confliggenti poli di diritti²²⁵, tantomeno – e cioè non solo – prende forma attorno alla teoria dei rimedi nella sua versione più attenta alle istanze proto-consumeristiche²²⁶. Si sottolinea, semmai, una crescente funzione, si potrebbe dire, correttiva di prassi d'impresa devianti, consistenti cioè in una violazione massiva della normativa finanziaria²²⁷ che, con un “effetto-ripetitore”, rischiano di ripercuotersi su contratti realizzati in serie, rivolti ad uno specifico settore di mercato – e dunque di potenziali investitori – e di riprodurre su ampia scala non solo la violazione, ma anche il rischio, poi concretizzantesi in fatto, dell'illecito e del danno diffusi²²⁸.

Un'espressione dell'*enforcement* condotta anticipatamente, diretta alla definitiva conclusione dell'agire *contra ius* dell'imprenditore, potrebbe avvicinare questo strumento a quello che, nelle vesti pubblicistiche, è rappresentato dalla *product intervention*. Sicuramente il paragone proposto suonerebbe ad alcuni come una forzatura interpretativa, una lettura eccessivamente creativa del dato normativo di origine europea così traslato nella dimensione privatistica, ma in termini effettuali poco cambia: a voler dire che l'intervento di stampo prudenziale, concretizzantesi in entrambi le ipotesi in un divieto alla produzione e distribuzione di strumenti in contrasto con la categoria di clienti, se si

²²⁵ La visione che pare emergere dalla lettura di M. LIBERTINI, *Nuove riflessioni in tema di tutela civile inibitoria e di risarcimento del danno*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, III, spec. 387.

²²⁶ Chi, pur sempre nel solco della portata regolatrice della tutela inibitoria, apprezza questa specifica accezione è S. MAZZAMUTO, *La prospettiva dei rimedi in un sistema di civil law: il caso italiano*, in *Contr. impr.*, 2019, III, in particolare 835-836, in cui, pur specificando che, con la nuova riforma della tutela inibitoria collettiva «Il rimedio inibitorio qui non assume solo un carattere protettivo gli interessi del singolo consumatore, ancorché rappresentato dalle associazioni di categoria, ma anche un carattere di intervento regolativo del mercato», infine tali forme di tutela «[...] costituiscono gli schemi generali di risposta ad un bisogno di protezione» che investe chiaramente le controparti più esposte al potere economico dell'impresa.

²²⁷ Di “prassi devianti” e “violazione massiva” di norme settoriali da parte dell'impresa parla in termini più che dettagliati A. DOLMETTA, *op. cit.*, 295.

²²⁸ È sempre A. DOLMETTA, *Prassi d'impresa e sopravvenienze (legislative o giurisprudenziali)*, in *An. giur. ec.*, che coglie in termini originali il rapporto tra le prassi devianti d'impresa e la risposta in sede inibitoria, che pare essere quella più efficiente quando precisa che «Ne deriva che quello giudiziale si configura come strumento strutturalmente insufficiente a reprimere le prassi “devianti” di impresa. Perché la devianza, se viene accertata rispetto a una – o più singole – fattispecie concrete, si ripresenta e sostanzialmente si ripercuote, nella sua dinamica fattuale, su tutte le fattispecie concrete espressive del medesimo prodotto (e dunque del medesimo problema) e che tuttavia non vengono portate all'attenzione e al vaglio dei giudici», allorché scorge proprio nel sistema di tutela inibitorio quello che potrebbe rappresentare la miglior opzione per reprimere tali illegittime condotte d'impresa, punto che si coglie quando «[...] il pensiero va spontaneamente a volgersi verso lo schema ideale degli strumenti inibitori di cui agli artt. 37 e 139 del codice del consumo».

vuole, avvicina la portata dell'inibitoria, in termini di incisione sull'attività dell'intermediario e di effetti sistemici della tutela, al potere sanzionatorio delle *authorities*. E su tutti e due i fronti l'eliminazione del prodotto incongruo per mezzo della sospensione dell'attività illecita, non può che indurre l'impresa a rafforzare le misure di controllo e monitoraggio interno.

Ad ogni modo, resta scoperto un ultimo profilo, relativo all'efficacia della pronuncia inibitoria e alla sua fase esecutiva, cioè, conta capire quale misura applicare se il comando del giudice rimanga inadempito, anche se, in questo senso, le risposte più adatte sembrano desumersi dallo stesso articolo 840-*sexiesdecies*, a partire dal comma 7, laddove un capo della sentenza di condanna dovrà essere dedicato alle indicazioni che il tribunale, su richiesta del p.m. o delle parti, dovrà fornire al convenuto per adottare «le misure idonee ad eliminare o ridurre gli effetti delle violazioni accertate». In via rafforzativa, nonché rievocante una chiara impronta deterrente nei confronti della parte soccombente²²⁹, si mostra poi il comma 6 con cui il giudice, sempre su istanza attrice, può adottare misure coercitive indirette ai sensi dell'art. 614-*bis* c.p.c.

²²⁹ M. STELLA, *La nuova azione inibitoria collettiva ex art. 840 sexiesdecies c.p.c. tra tradizione e promesse di deterrenza*, in *Corr. giur.*, 2019, II, 1455.

Conclusioni, criticità ancora aperte e spunti di riforma

Al termine di questo lavoro conviene, *in primis*, raggruppare i risultati che si sono colti, senza con questo offuscare lo spazio che necessita di essere riservato ad alcuni spunti critici che ancora residuano e che, soprattutto in un settore in fermento continuo come quello dei mercati finanziari, non possono che stimolare riflessioni ulteriori e mai sopiti spunti riformatori.

La domanda di ricerca da cui il percorso è scaturito è stata quella di intendere se la *product governance* godesse di un'area di autonomia sua propria, se si trattasse di una regola che potesse avere una portata "tangibile". Capire se, ad una sua applicazione concreta, ne potesse discendere un momento sanzionatorio, scaturente da quello patologico, derivante a sua volta da un'inesatta o perfino del tutto assente applicazione.

In questo senso, i presupposti metodologici, hanno percorso due direttrici ben precise e che si sono vicendevolmente contaminate.

Da un lato quella della configurazione della *governance* nella dogmatica dei contratti (costitutivi) d'impresa, rafforzativa della dialettica "attività-atto", in cui il prodotto finanziario si assume come atto d'impresa, cioè finalisticamente volto a porre in essere l'oggetto sociale dell'operatore finanziario. In una simile impostazione esegetica si impone il ruolo del governo del prodotto che, strumento di diritto privato regolatorio, si afferma sia come regola di comportamento che vivifica le linee portanti dello statuto contrattuale e ispira la condotta dell'intermediario al perseguimento del miglior interesse del cliente, sia quale presidio organizzativo, in questo senso volto a irrobustire il sistema dei controlli interni e, più ampiamente, a rinsaldare assetti amministrativi, organizzativi e contabili adeguati. In sostanza, benché espressione dell'atto e del rapporto collocati nell'alveo di una produzione massificata e tendenzialmente standardizzata, il governo del prodotto si insinua nei tessuti del diritto dell'economia anche come strumento a presidio di interessi superindividuali.

Dall'altro, quella che fa capo alla teoria dei rimedi ed è proprio lungo quest'ultima tendenza dogmatica che si sono riscontrati gli esiti maggiormente critici.

Primariamente, la funzionalità della *governance* non può che essere misurata alla luce dell'effettività del rimedio, in questo caso rappresentato esclusivamente dal presidio pubblicistico della *product intervention*. Qui s'intende dunque innanzitutto assurgere il

punto rimediabile in corrispondenza della portata regolatrice della *governance*, che nel “contratto-prodotto” sublima tale misura, rappresentata da due principali istanze: quella di una riformulata tendenza alla protezione dell’investitore – o meglio, di un mutato approccio dommatico – a conferma degli oltrepassati nonché chimerici dogmi del contratto informato e del cliente consapevole e quella di cuneo correttivo delle prassi devianti d’impresa, ruolo, quest’ultimo, particolarmente patente nelle tecniche collettive di tutela.

Ma un ulteriore e significativo portato, cui gli architravi assiologici del discorso sulla regola hanno condotto, si apprezza in quella versione che inquadra i rimedi nella prospettiva del “piano mobile”. A voler dire che a ciascuna situazione di fatto corrisponde una reazione dell’ordinamento, che non è sempre la stessa o che, semmai, può determinarne di differenti¹. Meglio ancora – e si tratta di un approccio che si è ampiamente manifestato nella gestione rimediabile del governo del prodotto – che la soluzione demolitoria non esclude quella risarcitoria e viceversa². Per un verso, dunque, la penetrazione della nullità ha introdotto, nello scenario della contrattazione finanziaria, un più incidente controllo sull’atto per mezzo della causa concreta e ha consentito un giudizio plasmato sui principi generali, su tutti quello della meritevolezza³ e del suo conseguente giudizio; per l’altro, il rinvio alla disciplina del T.u.f. non esclude che un’interferenza nel governo del prodotto possa essere assorbita dalla reazione risarcitoria.

Lungo il piano delle tecniche rimediali si è poi manifestata un’epifania aggiuntiva della coercibilità della *governance* che, nella veste risarcitoria, ma soprattutto in quella reale rappresentata dall’azione inibitoria di classe, ha colto puntualmente e più generalmente i nodi critici che si annidano nelle concavità dell’operazione economica e che da essa si ripercuotono con valore sistemico. In concreto, con le forme di tutela di stampo collettivo, il presupposto sostanziale del governo del prodotto consente sia di

¹ P. PERLINGIERI, *Nuovi profili del contratto*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, II, 245, laddove, sulla possibilità che la posizione giuridica di un individuo possa ottenere un soddisfacimento del proprio diritto leso, specifica che il rimedio debba essere applicato «[...] riconoscendo primariamente l’interesse sostanziale che domina la fattispecie concreta, con particolare riguardo alla parte che si propone di conseguire l’accesso al bene o al servizio».

² A. DI MAJO, *Le tutele contrattuali*, Torino, 2009, 14; C. CASTRONOVO, *L’eclissi del diritto civile*, Milano, 2015, 120.

³ La cui natura autonoma e il cui impatto dirompente, nel diritto finanziario e soprattutto attraverso il formante giurisdizionale, è stato puntualmente sottolineato da R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, I, part. 319; ID., *La causa: da epicentro dell’autonomia privata a caro estinto e ritorno*, in *www.giustiziacivile.com.*, Editoriale, 25 marzo 2014, 3.

incocciare l'ampliato bacino, in termini quantitativi e qualitativi, dei legittimati attivi, così confortando quell'istanza di accesso alla giustizia di cui le *class actions* si fanno latrici. Una simile impostazione consente, viepiù, di portare il discorso sulle tecniche fino al piano del monitoraggio e dell'eventuale correzione dei comportamenti illeciti d'impresa, concorrendo dunque non solo alla protezione dell'investitore, ma anche alla preservazione della stabilità del mercato.

Tramite un disegno dal tratto circolare si giunge nuovamente al punto di partenza che ha stimolato l'intera linea della ricerca, destinata a cogliere l'eventuale "spazio vitale" della regola, che si è cercato di individuare attraverso i plessi assiologici appena ricordati e che, con una ricostruzione non sempre agevole, si è tentato di fissare. Gli approfondimenti condotti in queste pagine hanno concorso a fornire l'"utilità" di una regola che ha manifestato sicuri profili di problematicità, non fosse altro perché frutto di un trapianto giuridico che ha comportato un processo di adattamento dell'ordinamento interno, nonché per via di un momento positivo segnato da un alto grado di tecnicismo e, a tratti, di difficile interpretazione. Così le disposizioni europee, come anche quelle interne, che la disciplinano non possono che lasciare sul tappeto alcuni spunti di riflessione, confermati dalla finestra critica aperta con le riflessioni riportate lungo il corso del lavoro.

Il primo è legato alla natura specialistica di una *rule* che, arricchitasi dalla fitta interlocuzione con il diritto comune, assume una certa preminenza nel diritto dei mercati finanziari⁴, ma che non oblitera elementi di complessità. In questa incavatura si innesta un primo punto di conflitto, legato alla trattazione in sede giudiziale della *governance* e alla successiva ripercussione in un ordinamento che, ormai da anni, ha assunto le sembianze del c.d. ordine giuridico del mercato⁵. Il giudice in questo senso dovrà profondere imponenti sforzi per comprendere il genuino significato del governo del prodotto, svolgendo un compito che lo responsabilizza fortemente⁶, a maggior ragione se

⁴ Al netto di alcune recenti posizioni che hanno, al contrario, sostenuto la superfettazione della *governance* rispetto al complesso delle altre regole di condotta che sostanziano il diritto dei mercati finanziari. A tal proposito L. DALLA TOMMASINA, *op. cit.*, 295, che addirittura si spinge a dire che «La *product governance* è l'ennesimo obbligo di dotazione di assetti organizzativi adeguati elaborato da un diritto dell'impresa che sempre più spesso cerca le soluzioni ai problemi in tecniche di regolazione di stampo amministrativistico, basate su protocolli di azione rigidi e predefiniti»; V. RAVAGNANI, *Direttrici evolutive e persistenti disarmonie nei regimi legali a tutela degli investitori*, in *Contr. impr.*, 2020, III, 1381-1387.

⁵ N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998.

⁶ N. LIPARI, *Il diritto civile dalle fonti ai principi*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, III, 21 ss.

messo a confronto con un contesto altamente segnato da un'incessante fluidità normativa⁷, dall'eccentricità del sistema delle fonti⁸ e dal continuo dialogo fra corti europee e nazionali⁹. Ad esser più chiari, il compito decisionale – che in questo caso si traduce nell'intercettare un rimedio effettivo e al contempo efficiente, a seguito di una violazione della regola – incontra l'esigenza di un diritto certo. Tale snodo critico richiederà perciò un ampliamento delle conoscenze di natura tecnica¹⁰ in capo all'organo di giudizio e, in seguito, un ripensamento della matrice argomentativa e quindi giudicante. Quest'ultima deve necessariamente ispirarsi al complesso delle clausole generali e dei principi che segnano definitivamente la crisi della fattispecie¹¹, ma che pure concorrono a raggiungere il fine di un diritto calcolabile e finalmente “aggiornato” con le sue inseparabili mutazioni, che poi sono quelle del mercato e, più in generale, della società.

Il secondo ordine di natura problematica è, infine, profondamente legato al primo e si rintana nella formulazione della disciplina positiva e nel suo coordinamento con le disposizioni che presiedono al settore degli obblighi di comportamento, più in generale a quelle prescrizioni che attengono al prodotto e ai servizi prestati dagli intermediari. Si tratta di un profilo peraltro toccato dal presente studio e che deve interessare i legislatori, che devono districare le inavvertenze che dalla lettura congiunta della disciplina di settore emergono dal confronto tra *product governance* e le restanti regole del diritto del mercato

⁷ V. BUONOCORE, *Il diritto commerciale “nascosto” ovvero dell’etica del legislatore e della certezza del diritto*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 5 ss.

⁸ L. PALADIN, *Le fonti del diritto italiano*, Bologna, 1996, 7; A. PIZZORUSSO, *Fonti del diritto*, in F. GALGANO (a cura di), *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna, 2012, 56.

⁹ Aspetti puntualmente riconosciuti e sviluppati dall’attenta analisi di A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La certezza del diritto dell’economia tra attività del regolare e attività del giudicare*, in *An. giur. ec.*, 2018, II, 276-279.

¹⁰ Come ricordato da U. MORERA, *Giudicare i rapporti economici. Profili cognitivi*, in *An. giur. ec.* 2018, II, 526, che sottolinea i *bias* cognitivi dei giudici che, frequentemente, pensano di conoscere il fenomeno che sta alla base del giudizio mentre, al contrario, necessitano di un rinverdimento delle proprie conoscenze.

¹¹ Sul rapporto tra l’affermazione dei principi e la crisi della fattispecie, non può che citarsi N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016, spec. 111-113, che arricchisce il dibattito concentrandosi sulle nozioni di “impresa”, nonché di “contratto”. Perché quando l’A. ricorda che l’impresa, nell’altrettanto nobile lezione di Dalmartello, «non si lascia prendere nella gabbia logica della fattispecie, di cui non ha né la rigidità sistematica né la rigidità culturale» e che «In questa veduta [...] si spiega come, prima nella prospettazione delle parti e poi nella decisione del giudice, la fattispecie del contratto sia sostituita dalla “operazione economica”, e come alla funzione tipica e costante subentri la causa concreta e individuale», la crisi della fattispecie si consuma di fronte al giudice che, nel suo ragionare alla luce delle norme costituzionali, opera per mezzo «[...] non già di “semplici principi giuridici astratti” (come voleva Max Weber), ma di “valori” [...] che rispondono con calda e sicura immediatezza». Sulla solidità dei principi e sulla loro sostanziale presenza concorrente alla certezza del diritto, si vedano anche B. PASTORE, *Interpreti e fonti nell’esperienza giuridica contemporanea*, Padova, 2014, 41; P. GROSSI, *Presentazione*, in G. D’AMICO (a cura di), *Principi e clausole generali nell’evoluzione dell’ordinamento giuridico*, Milano, 2017, XIII.

mobiliare. Perché se il momento legislativo non può e non deve fornire di per sé le soluzioni ai conflitti fra gli attori del mercato, il diritto dell'economia abbisogna di una produzione normativa quanto meno non ridondante né contraddittoria. Quindi, anche per facilitare il compito terminale di composizione delle liti, non può non sostenersi una svolta riformatrice e armonizzatrice della normativa finanziaria, comprensiva di *standards* e *rules*. Da tale spinta novellatrice non va escluso, dunque, il campo dei rimedi, nell'accezione sostanziale e nello schermo delle tecniche di tutela e non tanto per congiungere ad ogni condotta illecita una pronta e certa risposta dell'ordinamento – si tratterebbe di un esperimento ardito, financo inattuabile – ma soprattutto per riempire di significato autonomo e di indipendenza funzionale le peculiari espressioni regolatrici della normativa finanziaria.

BIBLIOGRAFIA

A

ABRIANI N., *L'organo di controllo (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo della gestione)*, in U. TOMBARI (a cura di), *Corporate governance e "sistema dei controlli" nelle s.p.a.*, Torino, 2012

AFFERNI G., *Contratto di gestione patrimoniale e responsabilità della banca*, in *I Contratti*, 2003, III, 294

ALBANESE A., *Contratto, mercato e responsabilità*, Milano, 2008

ALBANESE A., *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, I, 107

ALBANESE L., *L'anatocismo bancario alla prova del «saldo zero»*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, III, 924

ALCARO F., *"Soggetto" e "contratto" nell'attività bancaria*, Milano, 1981

ALESSI R., *L. 287 del 1990: tutela cautelare inibitoria, mercato rilevante e altri problemi*, in *Riv. dir. comm.*, 1992 V-VI, 283

ALLEN C. K., *Law in the Making*, Oxford, 1966

ALPA G., *Responsabilità dell'impresa e tutela del consumatore*, Milano, 1975

ALPA G., *Ingegneria sociale e amministrazione del danno*, in G. ALPA, G. BESSONE (a cura di), *La responsabilità civile*, Milano, 1980

ALPA G., *Aspetti e problemi delle tipologie contrattuali degli investimenti*, in *Ec. dir. terz.*, 1990, II, 119

ALPA G., *Una nozione pericolosa: il c.d. "contratto d'investimento"*, in G. ALPA (a cura di) *I valori mobiliari*, Padova, 1991

ALPA G., *Causa e tipo*, in *Vita notarile*, 1997, I, 3

ALPA G., *La protezione della parte debole di origine internazionale (con particolare riguardo al diritto uniforme)*, M. BONELL, F. BONELLI (a cura di), *Contratti commerciali internazionali e principi Unidroit*, Milano, 1997

ALPA G., *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, I, 372

ALPA G., *Diritto privato «e» diritto pubblico. Una questione aperta*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, I, in *Teoria generale e storia del diritto*, Milano, 1998

ALPA G., *Il diritto commerciale verso il nuovo millennio. Alcune osservazioni sulle «Hamlyn Lectures» di Roy Goode*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, I, 605

ALPA G., *Diritto della responsabilità civile*, Bari, 2003

ALPA G., *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. impr.*, 2008, IV-V, 899

ALPA G., *L'art 140-bis del codice del consumo nella prospettiva del diritto privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2010, I, 7

ALPA G., *Le stagioni del contratto*, Bologna, 2012

AMADEI D., *Nuova azione di classe e procedimenti collettivi nel codice di procedura civile*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, I, 1049

AMATUCCI C., *La vera ambizione delle azioni di classe: brevi note sulla deterrenza*, *An. giur.* *ec.*, 2008, I, 11

AMATUCCI C., *Adeguatezza degli assetti responsabilità degli amministratori e business judgement rule*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016

AMBROSINI S., *Collegio sindacale: doveri, poteri, responsabilità*, in *Le società per azioni*, in G. COTTINO (a cura di), *Tratt. dir. comm.*, IV, Padova, 2004

AMBROSOLI M., *Doveri di informazione dell'intermediario e sanzioni*, in *I Contratti*, 2005, II, 1101

AMOROSINO S., *La "costituzione economica": note esplicative di una nozione controversa*, *Riv. dir. ec.*, 2014, I, 234

AMOROSINO S., *Principi "costituzionali", poteri pubblici e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in S. AMOROSINO (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2014

AMOROSINO S., *Imprese e mercati tra autonomia privata e regolazioni pubbliche. Appunti per una lezione inaugurale*, in *Riv. dir. banc.*, I, 2019

ANDENAS M., CHIU H-Y I., *The Foundation and Future of Financial Regulation. Governance for Responsibility*, London, New York, 2014

ANDENAS M., DELLA NEGRA F., *Between Contract Law and Financial Regulation: Towards the Europeanisation of General Contract Law*, *4 Eu. Bus. Law Rev.* (2017) 499

ANGELICI C., *In tema di dissesto dell'assicuratore*, in *Riv. dir. comm.*, 1972, II, 79

ANGELICI C., *La contrattazione d'impresa*, in B. LIBONATI, G. FERRO-LUZZI (a cura di), *L'impresa*, Milano, 1985

ANGELONE M., *Diritto privato "regolatorio", conformazione dell'autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle authorities*, in *Nuove autonomie*, 2017, III, 441

ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993

ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv.soc.*, IV, 2018

ANNUNZIATA F., *Impresa di investimento* (voce), in A. FALZEA, P. GROSSI, E. CHELI (a cura di) *Enciclopedia del diritto. Annali*, Milano, 2011

ANNUNZIATA F., *Investment services and investment funds*, in F. FABBRINI, M. VENTORUZZO (ed.), *Research Handbook on EU Economic Law*, Cheltenham, 2019

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Milano, 2020

ANNUNZIATA F., *MiFID II as a Template. Towards a General Character for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in Eu Financial Law*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, R. D'AMBROSIO, S. MONTEMAGGI (ed.), 4 ottobre 2020, Roma, 21

ARMOUR J., AWREY D., DAVIES P., ENRIQUES L., GORDON J.N., MAYER C., PAYNE J., *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016

ASTONE A., *L'autonoma rilevanza dell'atto illecito. Specificità dei rimedi*, Torino, 2012

ASTONE M., *Azione di classe e tutela del consumatore: dall'art. 140-bis cod. cons. all'art. 840-bis c.p.c.*, in *Persona e mercato*, 2021, I, 110

ATTARDI A., *In tema di limiti oggettivi della cosa giudicata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1990, II, 475

ATTARDI A., *Diritto processuale civile*, I, Padova, 1999

AYRES I., BRAITHWAITE J., *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*, Oxford, 1992

AUTELITANO F., *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I Contratti*, 2008, XII, 1157

AVGOULEAS E., *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, 6 *Eu. Comp. Fin. Law Rev.* (2009), 440

AVGOULEAS E., *What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from Behavioural Decision Theory and the Global Financial Crisis*, in I. MACNEIL, J. O'BRIEN (ed.), *The Future of Financial Regulation*, Oxford, 2010

B

BAGGOTT R., HARRISON L., *The Politics of Self-Regulation*, 14 *Policy and Politics* (1986) 143

BAKER J. H., *An Introduction to English Legal History*, IV, Oxford, 2002

BAINBRIDGE S., *Caremark and Enterprise Risk Management*, 34 *J. Corp. Law* (2009) 967

BALDWIN R., CAVE M., LODGE M., *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice*, Oxford, 2012

BAR-GILL O., WARREN E., *Making Credit Safer*, 157 *U. Penn. Law Rev.* (2008) 1

BARCELLONA M., *Diritto, sistema e senso. Lineamenti di una teoria*, Torino, 1996

BARCELLONA M., *Funzione e struttura della responsabilità civile: considerazioni preliminari sul "concetto" di danno aquiliano*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004, II, 211

BARCELLONA M., *I nuovi controlli sul contenuto del contratto e le forme della sua eterointegrazione: stato e mercato nell'orizzonte europeo*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, III, 33

BARCELLONA M., *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015

BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, in *L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009

BARCELLONA M., *I derivati e la circolazione della ricchezza: tra ragione sistemica e realismo interpretativo*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, IV, 1097

BARCELLONA P., *Intervento sociale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969

BARCELLONA P., *Funzione compensativa della disciplina della responsabilità (e "private enforcement") della disciplina antitrust*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche del mercato*, M. MAUGERI, A. ZOPPINI (a cura di), Bologna, 2008

BASEDOW J., *The States' Private Law and the Economy. Commercial Law as Amalgam of Public and Private Rule-Making*, in N. JANSEN, R. MICHAELS (ed.), *Beyond the State. Rethinking Private Law*, Heidelberg, 2008

BATTELLI E., *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *I Contratti*, 2006, V, 465

BELLANTUONO G., *La regolazione dei mercati europei: verso una nuova distinzione fra diritto pubblico e diritto privato*, in G. BENACCHIO, M. GRAZIADEI (a cura di), *Il declino della distinzione tra diritto pubblico e privato*, Trento, 2016

BELLELLI A., *L'inibitoria come strumento di controllo delle condizioni generali di contratto*, in C. M. BIANCA (a cura di), *Le condizioni generali di contratto*, Milano, 1981, 305

BELLELLI A., *L'inibitoria come strumento generale di tutela contro l'illecito*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, IV, 607

BENATTI F., *Osservazioni in tema di "doveri di protezione"*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, I, 1342

BENATTI F., *Culpa in contrahendo*, in *Contr.impr.*, 1987, I

BENATTI F., *Doveri di protezione* (voce), in *Dig. disc. priv. sez. civ.*, VII, Torino, 1991, 221

BENEDETTI G., *L'autonomia contrattuale e il suo statuto. Una rilettura dell'art. 1322 cod. civ.*, in A. BELVEDERE, C. GRANELLI (a cura di), *Confini attuali dell'autonomia privata*, Padova, 2001.

BENJAMIN J., *The Narrative of Financial Law*, 30 *Oxford J. Leg. St.* (2010) 787

BEN SHAHAR O., SCHNEIDER C., *More than you wanted to know: the Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, 2014

BERTI DE MARINIS G., *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, III, 2016, 992

BERTI DE MARINIS G., *I contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, IV, 450

BERTI DE MARINIS G., *Conformazione imperativa dei contratti nei mercati regolamentati. Disciplina del mercato e tutela del risparmio*, Napoli, 2019

BESSONE M., *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1969

BESSONE M., *Causa del contratto, funzione del tipo negoziale ed economia dello scambio*, in *Giur. mer.*, 1978, VI, 1327

BESSONE M., *Causa tipica e motivo del contratto, dogmi di teoria generale, orientamenti della giurisprudenza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1979, I, 1109

- BETTI E., *Sui cosiddetti rapporti contrattuali di fatto*, in *Jus*, 1957, III, 353
- BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, in F. VASSALLI (diretto da), *Tratt. dir. civ. it.*, II, Torino, 1960
- BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli, 1994
- BIANCA C. M., *Dell'inadempimento delle obbligazioni. Art. 1218-1219*, in F. GALGANO (a cura di), *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1973
- BIANCA C. M., *Diritto civile. Il contratto*, III, Milano, 1987
- BIANCA C. M., *Diritto civile. L'obbligazione*, V, Milano, 2000
- BIANCA C. M., *Contratto europeo e principio causalista*, in M. PARADISO (a cura di), *I mobili confini dell'autonomia privata*, Milano, 2005
- BIANCA C. M., *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, II, 251
- BIANCA C. M., *Alcune riflessioni sul concetto di meritevolezza degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, VI, 789
- BIN M., *La trasparenza dei "prodotti" emessi dalle imprese di assicurazioni tra principi generali e nuovo Regolamento ISVAP*, in *Ass.*, 2010, IV, 611
- BIN R., *Soft law, no law*, in *Soft law e hard law nelle società post-moderne*, a cura di A. SOMMA, Torino, 2009
- BLACK J., *Constitutionalising Self-Regulation*, 59 *Modern Law Rev.* (1996) 24
- BLACK J., *The Emergence of Risk-Based Regulation and the New Public Risk Management in the United Kingdom*, 3 *Public Law* (2005) 510
- BLACK J., *Forms and Paradoxes of Principle-based Regulation*, 3 *Cap. Mark. Law J.* (2008) 425
- BLACK J., *Regulatory Styles and Supervisory Strategies*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (ed.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015
- BOCCHINI F., *Azione collettiva risarcitoria (class action)*, Milano, 2008
- BONE R. G., *Walking the Class Action Maze: Toward a More Functional Rule*, 46 *Un. Mich. Law Rev.* (2013) 1097
- BONAVITA J., *The Regulation of "Speculative Interest-Rate Bets" by the German Federal Court of Justice – New Dimensions of Market Intervention Hidden Behind the Old Information Model*, 13 *EBOR* (2012), 271

BORCHARDT G., WELLENS K., *Soft Law in European Community Law*, 14 *Eu. Law Rev.* (1989) 267

BOSCHETTI B., *Soft law e normatività*, in *Riv. reg. merc.*, 2018, II

BRAITHWAITE J., COGLIANESE C., LEVI-FAUR D., *Can Regulation and Governance Make a Difference?*, 1 *Regulation and Governance* (2007) 1

BRAZZINI P., MUIÁ P., *La nuova class action alla luce della legge 12 aprile 2019 n. 31*, Torino, 2019

BRECCIA U., *Causa*, in M. BESSONE (dir. da), *Tratt. dir. priv.*, XIII, Torino, 1999

BREUER W., PREST A., *Retail Banking and Behavioural Financial Engineering: The Case of Structured Products*, 31 *J. Bank. Fin.* (2007) 827

BUONOCORE V., *Il diritto commerciale "nascosto" ovvero dell'etica del legislatore e della certezza del diritto*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 5

BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381 commi terzo e quinto del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5

BUONOCORE V., *Le nuove frontiere del diritto commerciale*, Napoli, 2006

BUONOCORE V., *Contratto e mercato*, in *Giur. comm.*, 2007, IV, 379

BURCH R.F., *Director Oversight and Monitoring: the Standard of Care and the Standard of Liability Post-Enron*, 6 *Wyo. Law Rev.* (2017) 481

BUSCH D., *Product governance and product intervention under MiFID II/MiFIR*, D. BUSCH, G. FERRARINI (ed.), in *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017

BUTTARO L., *Assicurazione (in generale)* voce, in *Enc. dir.*, Milano, 1959

C

CAIN D., LOEWENSTEIN, MOORE D., *The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflict of Interests*, 34 *J. Leg. St.* (2005) 1

CALABRESI G., *La responsabilità civile come diritto della società mista*, in *Politica del diritto*, 1978, I, 665

CALANDRA BONAURA V., *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle disposizioni di vigilanza sulla "corporate governance" e sui sistemi di controllo delle banche*, in *Banca, impr., soc.*, 2015, I, 19

- CALANDRA BONAURA V., *L'amministrazione delle società per azioni nel sistema tradizionale*, in R. COSTI (diretto da), *Tratt. dir. comm.*, Torino, 2019
- CALLENS E., *Recalibrating the Debate on MiFID's Private Enforceability: Why the EU Charter of Fundamental Rights is the Elephant in the Room*, 21 *Eu. Bus. Org. Law Rev.* (2020) 759
- CALVO R., *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, IV, 1431
- CANARIS C., *Ansprüche wegen «positiver Vertragsverletzung» und «Schutzwirkung für Dritte» bei nichtigen Verträgen*, in *Juristen Zeitung*, 1965, XV-XVI, 475
- CANNON T., *Corporate Responsibility. A Textbook on Business Ethics, Governance, Environment: Roles and Responsibilities*, London, 1994
- CAPILLI G., *Gli obblighi di precauzione dell'impresa*, in G. ALPA, G. CONTE (a cura di), *La responsabilità d'impresa*, Milano, 2015
- CAPONI R., *Azione di classe: il punto, la linea, la discontinuità*, in *Foro it.*, 2011, V, 149.
- CAPRIGLIONE F., *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e mercato*, 2012
- CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011
- CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992
- CARIOTA FERRARA L., *Il negozio giuridico nel diritto privato*, Napoli, 1961
- CARNEVALI U., *Inadempimento e onere della prova*, in *I Contratti*, 2002, II, 118
- CARPI F., *Note in tema di tecniche di attuazione*, in S. MAZZAMUTO (a cura di), *Processo e tecniche di attuazione dei diritti*, Napoli, I, 1989
- CARPI F., *Servizi finanziari e tutela giurisdizionale*, in *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2009, 185
- CARRATTA A., *L'azione collettiva risarcitoria e restitutoria: presupposti ed effetti*, in *Riv. dir. proc.*, 2008, III, 725
- CARRATTA A., *I nuovi procedimenti collettivi: considerazioni a prima lettura*, in *Giur. it.*, 2019, X, 2297
- CARRESI F., *Il contenuto del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1963, I, 365

- CARRIERO G., *MiFID, attività assicurativa, autorità di vigilanza*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, III, 425
- CARUSI D., *La disciplina della causa*, in *I contratti in generale*, E. GABRIELLI (a cura di), Torino, 1999
- CASSESE S., *Regolazione e concorrenza*, in G. TESAURO, M. D'ALBERTI (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Bologna, 2000
- CASSESE S., *La crisi dello stato*, Roma-Bari, 2002
- CASSESE S., *Research Handbook on Global Administrative Law*, Cheltenham, 2016
- CASTRONOVO C., *Problema e sistema del danno da prodotto*, Milano, 1979
- CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione (voce)*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, 1
- CASTRONOVO C., *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, Milano, 1995
- CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, 2006, Milano
- CASTRONOVO C., *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, I, 55
- CASTRONOVO C., *L'eclissi del diritto civile*, Milano, 2015
- CATAUDELLA A., *Il richiamo all'ordine pubblico ed il controllo di meritevolezza come strumenti per l'incidenza della programmazione economica sull'autonomia privata*, in *Scritti giuridici*, Padova, 1971
- CATAUDELLA A., *I contratti (parte generale)*, Torino, 1990
- CATAUDELLA A., *L'uso abusivo dei principi*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, IV, 747
- CAVALLI G., *Art. 149*, in G. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo unico della finanza. Commentario*, Padova, 2002
- CAVALLINI C., *Azione collettiva risarcitoria e controversie finanziarie*, in *Riv. soc.*, 2010, V, 1115.
- CHEREDNYCHENKO O., *Fundamental Rights, Contract Law and the Protection of the Weaker Party*, München, 2007
- CHEREDNYCHENKO O., *European Securities Regulation. Private Law and the Investment Firm-Client Relationship*, 5 *Eu. Rev. Priv. Law* (2009) 925

- CHEREDNYCHENKO O., *Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?*, 10 *Eu. Rev. Contr. Law* (2014), 390
- CHEREDNYCHENKO O., *Public and Private Enforcement of European Private Law in the Financial Services Sector*, 4 *Eu. Rev. Priv. Law* (2014), 621
- CHEREDNYCHENKO O., *Public Supervision over Private Law Relationships: Towards European Supervision Private Law?*, 22 *Eu. Rev. Priv. Law* (2014) 37
- CHEREDNYCHENKO O., *Contract Governance in EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, 21 *Eu. Law J.* (2015) 500
- CHEREDNYCHENKO O., *Public and Private Enforcement of European Private Law in Financial Sector*, 4 *Eu. Rev. Priv. Law* (2015), 621
- CHEREDNYCHENKO O., *Cooperative or competitive? Private Regulators and Public Supervisors in the Post-crisis European Financial Services Landscape*, 35 *Policy and Society* (2016) 103
- CHEREDNYCHENKO O., *Public and Private Financial Regulation in the EU: Opposites or Complements?*, in N. DORN (ed.), *Controlling Capital. Public and Private Regulation of Financial Markets*, London, 2016.
- CHEREDNYCHENKO O., *Two Sides of The Same Regulation: EU Financial Regulation and Private Law*, 22 *EBOLR* (2021) 147.
- CHIARLONI S., *Il nuovo articolo 140 bis del codice del consumo: azione di classe o azione collettiva?*, in *An. giur. ec.*, 2008, I, 107.
- CHIONNA V. V., *Le origini della nozione di valore mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1999, IV, 831
- CHIONNA V. V., *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008
- CHIONNA V. V., *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, I, 1
- CICARELLO S., *Doveri di protezione e valore della persona*, Milano, 1988
- CIOCCA N., *Rimborso anticipato di obbligazioni, «obbligazioni strutturate» e obblighi di trasparenza nella negoziazione*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, V, 547
- COLANGELO M., *Le evoluzioni del private enforcement: da Courage al libro bianco*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, III, 655
- COLLINS H., *Regulating Contracts*, Oxford, 1999

- CONSOLO C., *Oggetto del giudicato e principio dispositivo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1991, I, 215
- CONSOLO C., *Class actions fuori dagli Usa? (Un'indagine preliminare sul versante della tutela dei crediti di massa: funzione sostanziale e struttura processuale minima)*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, I, 609
- CONSOLO C., ZUFFI B., *L'azione di classe ex art. 140-bis cod. cons. Profili processuali*, Padova, 2012
- CONSOLO C., *La terza edizione della azione di classe è legge ed entra nel c.p.c. Uno sguardo d'insieme ad una amplissima disciplina*, in *Corr. giur.*, 2019, VI, 737.
- CONSOLO C., *Spiegazioni di diritto processuale civile*, I, Torino, 2019.
- CONSOLO C., *L'azione di classe, trifasica, infine inserita nel c.p.c.*, in *Riv. dir. proc.*, 2020, II, 714.
- COFFEE JR. J., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 *Virg. Law Rev.* (1984) 717
- COFFEE JR. J., *Reforming the Securities Class Actions: an Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 *Columbia Law and Economics Working Paper* (n. 293), 2006, 1
- COEHEN H. B., *The Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers' Professional Responsibilities*, 3 *J. Corp. Law* (1978) 533
- COMOGLIO L. P., *Aspetti processuali della tutela del consumatore*, in *Riv. dir. proc.*, 2007, II, 307
- CONTE G., *I «diritti individuali omogenei» nella disciplina dell'azione di classe*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, V, 609
- CORRADI S., *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, VI, 717
- CORRIAS P., *Il contratto di assicurazione. Profili funzionali e strutturali*, Napoli, 2016
- CORRIAS P., *Incidenza dell'impresa e conformazione del contratto di assicurazione*, in *Giust. civ.*, 2017, 509
- CORRIAS P., *Le clausole claims made. Dalle sezioni unite del 2016 a quelle del 2018: più conferme che smentite*, in *La Nuova giur. civ. comm.*, 2019, I, 147
- COSTANZA M., *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Contr. impr.*, 1987, I, 423
- COSTANZA M., *For you nothing o immeritevolezza*, in *Le Società*, 2016, VI, 721

- COSTI R., *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca, impr., soc.*, 1989, II, 205
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018
- COTTINO G., *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008, II, 353
- CIAN G., *Diritto civile e diritto commerciale, oltre il sistema dei codici*, in *Riv.dir.civ.*, V, 1974, 523
- CLARIZIA O., *Indennizzo diretto e prestazione assicurativa*, Napoli, 2009
- COGLIANESE C., LAZER D., *Management-Based Regulation: Prescribing Private Management to Achieve Public Goals*, 37 *Law and Society* (2003) 691
- COGLIANESE C., MANDELSON E., *Meta-Regulation and Self-Regulation*, in R. BALDWIN, M. CAVE, M. LODGE (ed.), *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford, 2010
- COLAERT V., *Building Blocks of Investor Protection: All-embracing Regulation Tightens its Grip*, 6 *J. Eu. Cons. Mark. Law* (2017) 229
- COLAERT V., *MiFID II in Relation to Other Investor Protection Regulation Picking Up the Crumbs of a Piecemeal Approach*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (ed.), *Regulation of the EU Financial Regulation Markets MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017
- COLAERT V., *Investor protection in the Capital Markets Union*, D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (ed.), in *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018
- COLAERT V., *European Financial Regulation: Levelling the Cross Sectorial Playing Field*, V. COLAERT, D. BUSCH, T. INCALZA (ed.), Oxford, New York, 2019
- COLAERT V., *The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention?*, 17 *Eu. Comp. Fin. Law Rev.* (2020), 99
- COLTRO CAMPI C., *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari. Commento alla L. 2 gennaio 1991, n.1*, Torino, 1991
- COMANA M., PREVITALI D., BELLARDINI L., *The MiFID II Framework. How the New Standards Are Reshaping the Investment Industry*, Cham, 2019
- COSTANZA M., *Il contratto atipico*, Milano, 1981
- COSTANZA M., *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Contr. impr.*, 1987, I, 429.
- COX J., *Insider Trading and Contracting: a Critical Response to the Chicago School*, 4 *Duke Law J.* (1986) 628

CRANSTON R., VAN SANTE T., *Principles of Banking Law*, III, Oxford, 2018

D

DAGAN H., *Between Regulatory and Autonomy-Based Private Law*, 22 *Eu. Law J.* (2016) 644

DALFINO D., *Azione di classe e azione collettiva inibitoria nel codice di procedura civile*, in *Foro it.*, 2019, IX, 345

DALLA TOMMASINA L., *Gestione fiduciaria del risparmio e product governance*, in A. Petrucci (a cura di), *I rapporti fiduciari: temi e problemi*, Torino, 2020

DALMARTELLO A., *I contratti delle imprese commerciali*, Padova, 1962

DALMARTELLO A., *Contratti d'impresa* (voce), in *Enc. giur. Treccani*, IX, Roma, 1988

DALMOTTO E., *L'onere della prova e la protezione del consumatore*, in *La Nuova giur. civ. comm.*, III, 2005, 131

D'AGOSTINO F., *Sanzione (teoria gen.)*, in *Enc. dir.*, XLI, Milano, 1989

DAM K. W., *Class Actions: Efficiency, Compensation, Deterrence and Conflict of Interests*, 4 *J. Leg. St.* (1975) 47

D'AMATO A., *L'interpretazione dei contratti d'impresa*, Napoli, 2012

D'AMICO G., «Regole di validità» e principio di correttezza nella formazione del contratto, Napoli, 1996

D'AMICO G., *Regole di validità e regole di condotta nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 1

D'AMICO G., *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari tra regole di validità e regole di responsabilità*, in A. PLAIA (a cura di), *Diritto civile e diritti speciali: il problema delle autonomie delle normative di settore*, Milano, 2008

D'AMBROSIO R., MONTEMAGGI S., *Connecting Public and Private Enforcement*, in R. D'AMBROSIO, S. MONTEMAGGI (ed.), *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, 4 ottobre 2020, Roma, 59

DELLACASA M., *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, XII, 1241

DE MARI M., “product governance” e “product intervention” nella MiFID 2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?, in *Riv. dir. imp.*, III, 2015

DE NOVA G., *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974

DE NOVA G., *Il contratto di investimento in valori mobiliari dopo la legge sim e i regolamenti Consob di esecuzione*, in M. BESSONE, F. D. BUSNELLI (a cura di), *La vendita "porta a porta" di valori mobiliari*, Milano 1992

DE NOVA G., *Contratti di impresa (voce)*, in *Enc. dir. Annali*, IV, Milano, 2011

DELLA NEGRA F., *The private enforcement of the MiFID conduct of business rules. An Overview of the Italian and Spanish Experiences*", 10 *Eu. Contr. Law Rev.* (2014), 571

DELLA NEGRA F., *The Effects of the ESMA's Powers on Domestic Contract Law*, in M. ANDENAS, G. DEIPENBROCK (ed.), *Regulating and Supervising European Financial Markets. More Risks than Achievements*, Berlin, 2016

DELLA NEGRA F., *MiFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rule*, Oxford, 2019

DELLA NEGRA F., *The civil effects on MiFID II between private law and regulation in private and public enforcement of EU investor protection regulation*, in R. D'AMBROSIO, S. MONTEMAGGI (ed.), *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, 4 ottobre 2020, 115

DELLA NEGRA F., *I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2020, V, 700

DELLE MONACHE S., «Commercializzazione» del diritto civile (e viceversa), in *Riv. dir. civ.*, 2012, IV, 490

DENOZZA F., *I conflitti d'interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore imprenditore, in I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009

DE SANTIS A. D., *The New Italian Class Action: Hope Springs Eternal*, in *Italian Law Journal*, 2019, II, 757

DE SANTIS A. D., *I procedimenti collettivi. L'azione di classe e l'azione inibitoria collettiva nel codice di procedura civile*, in *Il giusto processo civile*, 2019, III, 701

DE SANTIS F., *Oneri di allegazione e oneri probatori nel contenzioso bancario, con particolare riferimento alle azioni di nullità e di ripetizione dell'indebito*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, VI, 759

DI AMATO A., *I servizi e i contratti di investimento*, in S. AMOROSINO (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2014

DI LANDRO A. C., *Ospitalità ed omogeneità nella nuova azione di classe. Nuove prospettive di riflessione*, in *Jus civile*, 2020, V, 163

- DI MAJO A., *Causa del negozio giuridico* (voce), *Enc. giur.*, 1988, Roma
- DI MAJO A., *Delle obbligazioni in generale. Art. 1173-1176 c.c.*, in F. GALGANO (a cura di), *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1988
- DI MAJO A., *Forme e tecniche di tutela*, in *Foro it.*, 1989, II, 135
- DI MAJO A., *La tutela dei diritti tra diritto sostanziale e diritto processuale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1989, I, 363
- DI MAJO A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, 289.
- DI MAJO A., *L'obbligazione senza prestazione approda in Cassazione*, in *Corr. giur.*, 1999, IV, 441
- DI MAJO A., *La protezione del terzo tra contratto e torto*, in *Eur. dir. priv.*, 2000, I, 1
- DI MAJO A., *La nullità*, in *Il contratto in generale*, in M. BESSONE (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, XIII, Torino, 2002
- DI MAJO A., *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2003
- DI MAJO A., *Il linguaggio dei rimedi*, in *Eur. dir. priv.*, 2005, 2, 341
- DI MAJO A., *Tutela risarcitoria: alla ricerca di una tipologia*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, III, 243
- DI MAJO A., *Le tutele contrattuali*, Torino, 2009
- DI MAJO A., *Il preliminare torna alle origini*, in *Giur. it.*, 2015, V, 1069
- DI MAJO A., *L'obbligazione "protettiva"*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, I, 1
- DI MAJO A., *Una riflessione sul diritto post-moderno*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, II, 655
- DI MAJO A., *I rimedi giuridici tra ideologia e tecnica*, in *Eur. dir. priv.*, 2019, III, 825
- DI MAURO E. W., *Rent to buy e tipo contrattuale*, Napoli, 2018
- DI NELLA L., *Le regole comportamentali nella distribuzione dei prodotti finanziari complessi*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela.-regole di governance-mercati*, Padova, 2016
- DI RAIMO R., *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. SARTORI, F. CORTESE (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010

DI RAIMO R., *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, II, 1095

DI RAIMO R., *Dopo la crisi, come prima più di prima*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, in *Quaderni di Banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2014

DI RAIMO R., *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, I, 308

DI RAIMO R., *Ideologie e tecniche dei rimedi risarcitori nell'attività d'impresa*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, suppl., 180

DOLMETTA A., *La fideiussione bancaria attiva nell'evoluzione giurisprudenziale e dottrinale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, 1

DOLMETTA A., *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, in *I Contratti*, 2008, I, 80

DOLMETTA A., *Sui "contratti d'impresa": ipoteticità di una categoria (ricordo di Arturo Dalmartello)*, in *Jus*, 2009, II, 291

DOLMETTA A., *Un maestro del diritto commerciale. Arturo Dalmartello a cento anni dalla nascita*, A DOLMETTA A, G. B. PORTALE (a cura di), Milano, 2010

DOLMETTA A., *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2012.

DOLMETTA A., *Introduzione. Speculazione e prudenza*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2014

DOLMETTA A., MALVAGNA U., *Vicinanza della prova e prodotti d'impresa del comparto finanziario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, VI, 659

DOLMETTA A., MALVAGNA U., *Vicinanza della prova in materia di contenzioso bancario. Spunti (il saldo zero)*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, VI, 1

DOLMETTA A., *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, in *Le Società*, 2016, VI, 709

DOLMETTA A., *Profili emergenti nelle azioni di classe*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, III, 289

DONISI C., *Il problema dei negozi giuridici unilaterali*, Napoli, 1972

DONZELLI R., *L'ambito di applicazione e la legittimazione ad agire*, in B. SASSANI (a cura di), *Class action. Commento sistematico alla legge 12 aprile 2019 n. 31*, in *Quaderni di Judicium*, Pisa, 2019

E

EDELMAN L.B., KRIEGER L., ELIASON S., ALBISTON C., MELLEMA V., *When Organizations Rule: Judicial Deference to Institutionalized Employment Structures*, 117 *Am. J. Soc.* (2011) 888

EDWARDS J., *Treating Customer Fairly*, 14 *J. Fin. Reg. Compl.* (2006) 242

EISENBERG M., *The board of directors and internal control*, 19 *Card. Law Rev.* (1997) 237

ENRIQUES L., GARGANTINI M., *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in Client's Best Interest: The Italian Case*, in *Italian Law Journal*, 2017, III, 485

ESSER J., SCHMIDT E., *Schuldrecht, Allgemeiner Teil*, I, Heidelberg-Karlsruhe, 1976

F

FABBRINI F., VENTORUZZO M., *Research Handbook on EU Economic Law*, Cheltenham, 2019

FANELLI G., *Le assicurazioni*, in *Tratt.dir.civ.comm.*, XXXVI, Milano, 1971

FAUCEGLIA G., *L'integrazione dei contratti d'impresa: profili generali ed introduttivi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 55

FERRAN E., *The Break Up of the Financial Services Authority*, 31 *Oxford J. Leg. St.* (2012) 455

FERRANTE E., *L'azione di classe nel diritto italiano. Profili sostanziali*, Padova, 2012

FERRI G. B., *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni raccolti in occasione del cinquantenario dell'Istituto Nazionale delle Assicurazioni*, Roma, 1963

FERRI G. B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966

FERRI G. B., *Ordine pubblico, buon costume e la teoria del contratto*, Milano, 1970

FERRI G. B., *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, *Riv. dir. comm.*, 1971, IV, 81

FERRI G. B., *Ancora in tema di meritevolezza dell'interesse*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, I-II, 1

FERRI G. B., *La causa nella teoria del contratto*, in G. B. FERRI, C. ANGELICI (a cura di), *Studi sull'autonomia dei privati*, Torino, 1997

FERRI G. B., *Il Codes Européen des Contracts*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, II, 357, 346

- FERRI G. B., *Il negozio giuridico tra ordinamento e autonomia*, in *Scritti G. Cattaneo*, Milano, 2002
- FERRI G. B., *Introduzione al sistema dell'invalidità del contratto*, in *Il contratto in generale*, in M. BESSONE (a cura di), *Tratt. dir. priv.*, Torino, 2002
- FERRI G. B., *Motivi, presupposizione, e l'idea di meritevolezza*, in *Eur. dir. priv.*, 2009, II, 331.
- FERRO-LUZZI P., *Attività bancaria e attività delle banche*, in *Banc. imp. soc.*, 1996, I, 1
- FERRO-LUZZI P., *La "connessione" delle attività connesse delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, II, 145
- FERRO-LUZZI P., *Attività e "prodotti finanziari"*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 133
- FERRO-LUZZI P., *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in M. BIANCHINI, C. DI NOIA (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010
- FERRO-LUZZI P., *Introduzione, in Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?*, Torino, 2011
- FERRO-LUZZI P., *Lezioni di diritto bancario. Parte generale*, I, Torino, 2012
- FISCH J., *Top Cop or Regulatory Flop – The SEC at 75*, 95 *Virg. Law Rev.* (2009), 785
- FONDERICO G., *Public e private enforcement*, in *AIDA*, 2015, III, 1
- FORTUNATO S., *Art. 149*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998
- FRANZA E., *La product intervention del mondo MiFID II/MiFIR*, in *Il diritto dell'economia*, 2019, II, 325
- FRANZONI M., *La causa e l'interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico*, in *Persona e mercato*, 2018, I, 54
- FRANZONI M., *Azione di classe, profili sostanziali*, in *Danno e resp.*, 2019, III, 309
- FREEMAN J., *Private Parties, Public Functions and the New Administrative Law*, 52 *Adm. Law Rev.* (2000) 831
- FRENDI D. M., *Appunti per una teoria dell'inibitoria come forma di tutela preventiva dell'inadempimento*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, III, 721
- FRIGNANI A., *Inibitoria (azione)*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1971, 559

FRIGNANI A., *L'injunction nel common law e l'inibitoria nel diritto italiano*, Milano, 1974

FRIGNANI A., *Azione in cessazione (voce)*, in *Noviss. dig. it., App.*, I, Torino, 1980.

FRIGNANI A., *Diritto della concorrenza. L'insufficienza dei modelli sanzionatori classici e obiettivi dei nuovi modelli. Public and private enforcement*, in *Dir. comm. int.*, 2008, I, 111.

G

GABRIELLI E., *Tipo contrattuale*, in *Enc. giur.*, XXXI, Roma, 1999.

GABRIELLI E., *I contraenti*, in P. SIRENA (a cura di), *Il diritto europeo dei contratti d'impresa. Autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, Milano, 2006

GABRIELLI E., LENER R., *Mercati, strumenti finanziari e contratti d'investimento dopo la MiFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, E. GABRIELLI, R. LENER, (a cura di), in *Trattato dei contratti*, P. RESCIGNO, E. GABRIELLI (diretto da), Torino, 2011

GALGANO F., *I rapporti di scambio nella società post-industriale*, in *Vita notarile*, 1992, I, 52

GALGANO F., *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Torino, 1995

GALGANO F., *Diritto civile e commerciale. Le obbligazioni e i contratti*, II, Padova, 1999

GALGANO F., *Lex mercatoria*, Bologna, 2001

GALLETTI D., *La responsabilità dell'intermediario per l'illecito del dipendente o del promotore finanziario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1212

GALLO P., *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, V, 641

GALLO P., *Trattato del contratto*, Torino, 2010

GALLO P., *Introduzione al diritto comparato. Istituti giuridici*, II, Torino, 2018

GAROFALO A. M., *La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed equilibrio dello scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, VI, 573

GAROFALO A. M., *Meritevolezza degli interessi e correzione del contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, IX, 1205

GARTEN H., *The Consumerization of Financial Regulation*, 77 *Wash. U. L. Quart.* (1999) 287

GAZZONI F., *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 52

GEDICKS F. M., *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, 37 *Ariz. St. Law J.* (2005) 535

GENTILI A., *Merito e metodo nella giurisprudenza sulle cassette di sicurezza: a proposito della meritevolezza di tutela del contratto "atipico"*, in *Riv. dir. comm.*, 1989, V-VI, 221

GENTILI A., *Le invalidità*, in P. RESCIGNO, E. GABRIELLI (dir. da), *I contratti in generale*, in *Tratt. contr.*, Torino, 1999

GENTILI A., *Nullità, annullabilità, inefficacia (nella prospettiva del diritto europeo)*, in *I Contratti*, 2003, II, 200

GENTILI A., *I contratti d'impresa e il diritto comune europeo*, in P. SIRENA (a cura di), *Il diritto europeo dei contratti d'impresa. Autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, Milano, 2006

GENTILI A., *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le sezioni unite*, in *I contratti*, 2008, IV, 393

GENTILI A., *Il diritto regolatorio*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, 23

GEORGOSOULI A., *The FSA's Treating Customer Fairly (TCF) Initiative: What Is So Good About It And Why It May Not Work*, 38 *J. Law Soc.* (2011) 405

GEORGOSOULI A., *The FCA-PRA coordination scheme and the challenge of policy coherence*, 8 *Cap. Mark. Law J.* (2013) 62

GIAMPAOLINO C. F., *L'organizzazione societaria nella disciplina dell'attività assicurativa*, Milano, 1998

GIAVAZZI G., *Effettività (principio di)*, in *Enc. giur.*, XII, Roma, 1989

GILAD S., *It Runs in the Family: Meta-regulation and Its Siblings*, 4 *Regulation and Governance* (2010) 485

GINEVRA E., *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 112

GIOIA G., *Nullità di protezione tra esigenze del mercato e nuova cultura del contratto conformato*, in *Corr. giur.*, 1999, V, 606

GIORGIANNI M., *Causa del negozio giuridico (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1960, VI

GIORGIANNI M., *Appunti sulle fonti delle obbligazioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, II, 70

- GIROLAMI M., *L'artificio della causa contractus*, Padova, 2012
- GIUDICI P., Interest rate swap *nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, IV, 501
- GIUDICI P., *Independent Financial Advice*, in G. FERRARINI, D. BUSCH (ed.), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, 2017, Oxford
- GIUSSANI A., *Il consumatore come parte debole nel processo civile tra esigenze di tutela e prospettive di riforma*, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2005, II, 525
- GIUSSANI A., *Azioni collettive, danni punitivi e deterrenza dell'illecito*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, I, 239
- GIUSSANI A., *Azioni collettive risarcitorie nel processo civile*, Bologna, 2008
- GIUSSANI A., *La riforma dell'azione di classe*, in *Riv. dir. proc.*, 2019, I, 1572
- GIUSSANI A., *Le azioni di classe dei consumatori dalle esperienze statunitensi agli sviluppi europei*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2019, I, 157
- GIUSSANI A., *Diritti omogenei e omogeneizzati nell'azione di classe*, in *Riv. dir. proc.*, 2020, I, 359
- GOBBO G., *La disciplina dell'informazione nei contratti d'investimento: tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 102
- GORLA G., *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistico*, in *Lineamenti generali*, Milano, 1954
- GORTSOS C., *Strictu Sensu Investor Protection under MiFID II. A Systematic Overview of Articles 24-30*, Cambridge, 2018
- GRABOVSKY P., *Using Non-Governmental Resources to Foster Regulatory Compliance*, 8 *Governance* (1995) 527
- GRAHAM C., *Self-Regulation*, in G. RICHARDSON, H. GENN (ed.), *Administrative Law and Government Action*, Oxford, 1994
- GRAZIADEI M., *Comparative Law, Transplants and Reception*, in M. REIMANN, R. ZIMMERMANN (ed.), *The Oxford Handbook of Comparative Law*, II, Oxford, 2019
- GRISI G., *L'autonomia privata*, Milano, 1999
- GRISI G., *Spigolando su causa, derivati, informazione e nullità*, in *Persona e mercato*, 2015, IV, 32

GRECO F., *Intermediazione finanziaria: violazione di regole comportamentali e tutela secondo le sezioni unite*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, III, 556

GRECO F., *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, in *Quaderni di Banca borsa e titoli di credito*, Milano, XXXII

GROSSI P., *Presentazione*, in G. D'AMICO (a cura di), *Principi e clausole generali nell'evoluzione dell'ordinamento giuridico*, Milano, 2017

GROSSULE E., *Derivati di copertura, valutazione di meritevolezza e regole di condotta. Riflessione a partire da Cass. Civ. n. 18724, 13 luglio 2018*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2020, III, 365

GUALANDI L., *Valori mobiliari (voce)*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Milano, 1999

GUARNERI A., *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, V, 799

GUNNINGHAM N., REES J., *Industry Self-Regulation: an Institutional Perspective*, 19 *Law and Policy* (1997) 363

GUNNINGHAM N., *Enforcement and Compliance Strategies*, in R. BALDWIN, M. CAVE, M. LODGE (ed.), *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford, 2012

H

HANSLER D. R., PACE N. M., *Class Action Dilemmas – Pursuing Public Goals for Private Gain*, Santa Monica, 2000

HARDEN I., BIRKINSHAW P., LEWIS N., *Government by the Moonlight: The Hybrid Part of the State*, London, 1990

HENSLER D., *Can Private Class Actions Enforce Regulations? Do They? Should They?*, in F. BIGNAMI, D. ZARING (ed.), *Comparative Law and Regulation. Understanding the Global Regulatory Process*, Cheltenham, 2016

H-Y CHIU I., *Regulating (From) the Inside. The Legal Framework for Internal Control in Banks and Financial Institutions*, Oxford-Portland, 2015

H-Y CHIU I., MCCKEE M., *The Law on Corporate Governance in Banks*, Cheltenham, 2015

HOBZA A., VONDRAČKOVA A., *Target market under MiFID II: the distributor's perspective*, in *Cap. Mark. Law J.*, 2019, IV, 519

HOWELLS P., BAIN K., *Financial Markets and Institutions*, Harlow, 2007

HOWELLS P., RAMSAY I., *Handbook of Research on International Consumer Law*, Cheltenham, 2018

HOPKINS A., WILKINSON P., *Safety Case Regulation for the Mining Industry*, Working paper 37, National Research Centre for Occupational Health and Safety Regulation, 2005

HU H. T. C., *Too Complex to Depict? Innovation, "Pure Information" and the SEC Disclosure Paradigm*, 90 *Tex. Law Rev.* (2012) 1601

HÜPKES E., *Regulation, Self-Regulation or Co-Regulation*, 5 *J. Bus. Law* (2009), 428

I

IMBRUGLIA D., *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Persona e mercato*, 2016, I, 14

IMBRUGLIA D., *La nullità del contratto e l'interest rate swap*, in *Questione giustizia*, 2017, III, 177

IMBRUGLIA D., *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017

IMBRUGLIA D., *La regola di appropriatezza nei contratti di risparmio amministrato*, in *Riv. dir. priv.*, 2017, III, 457

INZITARI B., *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso della concessione e rottura del credito*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2001, III, 267

INZITARI B., *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle cc.dd. "rimodulazioni"*, in *Giur.it.*, 2008, VII, 1693

INZITARI B., PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione degli strumenti finanziari*, Milano, 2008

IRRERA M., *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005

IRRERA M., *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controllo e bilancio*, Padova, 2009

IRRERA M., *L'obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati*, in M. LUBRANO DI SCORPIANELLO (a cura di), *Modelli di corporate governance e responsabilità degli amministratori e manager*, Milano, 2010

IRRERA M., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni, tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. soc.*, 2011, II, 358

IRRERA M., *Assetti organizzativo e sistema monistico*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 526

IRTI N., *Due saggi sul dovere giuridico: (obbligo-onere)*, Napoli, 1973

IRTI N., *La nullità come sanzione civile*, in *Contr. impr.*, 1987, I, 541

IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998

IRTI N., *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016

J

JACKSON H., *Regulation in a Multi-sectored Financial Services Industry: An Exploration Essay*, 77 *Wash. U. L. Quart.* (1999) 319

JOHNSON S., *Dictionary of English Language*, I, London, 1785

K

KEASEY K., THOMPSON S., WRIGHT M., *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, Oxford, 1997

KANTOROWICZ H.U., *The Definition of Law*, Cambridge, 1958

KAUFMANN-KOHLER G., *Soft Law in Arbitration: Codification and Normativity*, 1 *J. Int. Disp. Settl.* (2010) 1

KERR J., *Suitability Standards: A New Look at Economic Theory and Current SEC Disclosure Policy*, 16 *Pac. Law Rev.* (1985) 805

KRAWIEC K. D., *Cosmetic Compliance and the Failure of Negotiated Governance*, 81 *Wash. U. Law Quart.* (2003) 487

KRESS H., *Lehrbuch des allgemeinen Schuldrechts*, München, 1929

L

LAMANDINI M., RAMOS MUNOZ D., *Eu Financial Law. An Introduction*, Milano, 2017

LARENZ K., *Lehrbuch des Schuldrechts*, I, München, 1976

LA ROCCA G., *Autonomia privata e mercato dei capitali*, Torino, 2009

LA ROCCA G., *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009, I, 73

LA ROCCA G., *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011

- LA ROSA E., *Tecniche di regolazione dei contratti e strumenti rimediali: qualità delle regole e nuovo assetto dei valori*, Milano, 2012
- LA ROSA E., *Percorsi della causa nel sistema*, Torino, 2014
- LAMBO L., *Obblighi di protezione*, Padova, 2007
- LANGEVOORT D. C., *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers*, 84 *Cal. Law Rev.* (1996) 627
- LANNOO K., *The Great Financial Plumbing*, Lanham, 2015
- LA SPINA A., *La nullità relativa degli accordi in materia di ritardi di pagamento*, in *Rass. dir. civ.*, 2003, I, 117
- LA SPINA A., *Destutturazione della nullità e inefficacia adeguata*, Milano, 2012
- LA SPINA G., MAJONE G., *Lo stato regolatore*, in *Riv. trim. sc. amm.*, 1991, III, 3
- LA SPINA G., MAJONE G., *Lo stato regolatore*, 2000, Bologna
- LASERRE B., *Integrating Public and Private Enforcement of Competition Law: Implications for Courts and Agencies*, 21 *Eu. Comp. L. Ann.* (2011) 315
- LA TORRE A., *Diritto civile e codificazione*, Milano, 2006
- LAWSON F. H., *Remedies of English Law*, London, 1980
- LAZZARA P., *Funzione regolatoria. Contenuto, natura, regime giuridico*, in M. CAFAGNO, F. MANGANARO (a cura di), *L'intervento pubblico nell'economia*, Firenze, 2016
- LEHMANN M., KUMPAN C., *European Financial Services Law: Article by Article Commentary*, Baden Baden, 2019
- LENER G., *Il nuovo corso giurisprudenziale della meritevolezza degli interessi*, in *Foro it.*, 2018, VI, 222
- LENER R., *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, III, 326
- LENER R., *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 269
- LIEBMAN E. T., *Manuale di diritto processuale civile*, Milano, 2007

- LIBERTINI M., *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, 1971
- LIBERTINI M., *Nuove riflessioni in tema di tutela civile inibitoria e di risarcimento del danno*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, III, 385
- LIBERTINI M., *Autonomia individuale e autonomia dell'impresa*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI (a cura di), *I contratti d'impresa. Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, Bologna, 2012
- LIBERTINI M., *Le nuove declinazioni del principio di effettività*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, IV, 1071
- LIBONATI B., *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965
- LIBONATI B., *L'impresa e la società. Lezioni di diritto commerciale*, II, Milano, 2004
- LIBONATI B., *Noterelle a margine dei nuovi sistemi di amministrazione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2008, II-III, 281
- LIBONATI B., *Contratto bancario e attività bancaria*, in *Scritti giuridici*, II, 2013
- LIEVERSE K., *The scope of MiFID II*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (ed.), *Regulation of the Eu Financial Market*, Oxford, 2017
- LIPARI N., *Le categorie del diritto civile*, Milano, 2013
- LIPARI N., *Il diritto civile dalle fonti ai principi*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, III, 5
- LIVI A. M., *L'integrazione del contratto*, in LIPARI N. (a cura di), *Tratt. dir. priv. europeo*, III, Padova, 2003
- LOBUONO M., *I "nuovi beni" del mercato finanziario*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, I, 48
- LONARDO L., *Meritevolezza della causa e ordine pubblico*, Napoli, 1978
- LOSS L., *The SEC and the Broker-dealer*, 1 *Vand. L. Rev* (1948) 516
- LOWENFELS L. D., BROMBERG A. B., *Suitability in Securities Transactions*, 54 *The Business Lawyer* (1999) 1557
- LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, in P. RESCIGNO (dir. da), *Tratt. contr.*, II, Torino, 2011
- LUCARELLI F., *Solidarietà e autonomia privata*, Napoli, 1970

LUMINOSO A., *Il contratto nell'Unione europea: inadempimento, risarcimento del danno e rimedi sinallagmatici*, in *I Contratti*, 2002, XI, 1037

M

MAFFEIS D., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv.dir.priv.*, 2005, III, 575

MAFFEIS D., *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *I Contratti*, 2008, IV, 403

MAFFEIS D., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, III, 67

MAFFEIS D., *MiFID II e il conflitto di interessi*, in *Rass. dir. civ.*, 2020, IV, 139

MAGGIOLO M., *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione di servizi di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, III, 496

MAGGIOLO M., *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (diretto da), *Tratt. dir. civ. comm.*, Milano, 2012

MAJELLO U., *I problemi di legittimità e disciplina dei negozi atipici*, *Riv. dir. civ.*, 1987, V, 487

MAK C., *Fundamental Rights in European Contract Law*, Alphen aan de Rijn, 2008

MALVAGNA U., *Nullità "de futuro" e poteri del giudice (a proposito di un caso spagnolo)*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, III, 63

MALVAGNA U., *Clausola di «riaddebito» e sistemi di pagamento. Una ricerca sul rischio d'impresa*, Milano, 2018

MALVAGNA U., *Contratti "di settore" e struttura della contrattazione d'impresa*, in *An. giur. ec.*, 2018, 477

MANCINI F., *La responsabilità contrattuale del prestatore di lavoro*, Milano, 1957

MARCACCI A., *European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance*, in *Eu. Bus. Org. Law Rev.*, 2017, I, 305

MARCACCI A., *Regulating Investor Protection Under Eu Law. The Unbridgeable Gap with U.s. and the Way Forward*, Cham, 2018

MARCHETTI P., *Disposizioni di vigilanza su organizzazioni e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, II-III, 413

- MARCIN R. B., *Searching for the Origin of Class Action*, 23 *Cath. Un. Law Rev.* (1974) 515
- MARENCO R., *Garanzie processuali a tutela dei consumatori*, Torino, 2007
- MARICONDA V., *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti: la criticabile ordinanza di rimessione della questione alle sezioni unite*, in *Corr. giur.*, 2007, I, 635
- MARTINO M., *L'expressio causae. Contributo allo studio dell'astrazione negoziale*, Torino, 2011
- MARTONE I., *Il giudizio di meritevolezza. Questioni aperte e profili applicativi*, in *Quaderni della Rassegna di diritto civile diretta da Pietro Perlingieri*, Napoli, 2017
- MATTEI U., *Efficiency in Legal Transplants: An Essay in Comparative Law and Economics*, 14 *Int. Rev. Law. Ec.* (1994) 1
- MATTEI U., *I rimedi*, in R. SACCO (dir. da), *Tratt. dir. civ.*, Torino, 2001
- MATTEI U., *Circolazione dei modelli giuridici* (voce), in *Enciclopedia del diritto. Annali*, V, Milano, 2012
- MAZZAMUTO S., *Interessi pubblici e diritto privato*, in *Eur. dir. priv.*, 2001, III, 577
- MAZZAMUTO S., *Libertà contrattuale e utilità sociale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, II, 365
- MAZZAMUTO S., PLAIA A., *I rimedi nel diritto privato europeo*, Torino, 2012
- MAZZAMUTO S., *Rimedi specifici e responsabilità*, Perugia, 2013
- MAZZAMUTO S., *La prospettiva dei rimedi in un sistema di civil law: il caso italiano*, in *Contr. imp.*, 2019, III, 830
- MENCHINI S., MOTTO A., *L'azione di classe dell'art. 140 bis c. cons.*, in *Nuove legg. civ. comm.*, 2010, VI, 1416
- MENCONI L., *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, IX-X, 360.
- MENCONI L., *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, I, 1
- MEO G., *Impresa e contratto nella valutazione dell'atipicità negoziale: l'esempio della fideiussione omnibus*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1991
- MERUSI F., *La disciplina pubblica delle attività economiche nei 150 anni dell'Unità d'Italia*, in *Diritto e società*, 2012, III, 94

- MERUZZI G., *L'adeguatezza degli assetti*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016
- MESSINEO F., *Il contratto in genere*, in A. CICU, F. MESSINEO (diretto da), *Tratt. dir. civ. comm.*, XXI, II, Milano, 1968
- MESSINETTI D., *Sapere complesso e tecniche giuridiche rimediali*, in *Eur. dir. priv.*, 2005, III, 605
- MESSINETTI D., *La sistematica rimediale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, I, 15
- MEUWESE A., *Impact Assessment in EU Lawmaking*, Alphen aan den Rijn, 2008
- MEZZANOTTE F., *Regulation of Business-Clients Relationships Through "Organisational Law"* 13 *Eu. Rev. Contr. Law* (2017) 123
- MEZZASOMA L., *Meritevolezza e trasparenza nei contratti finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 180
- MICHELIELI N., *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, in *Mercato concorrenza regole*, 2018, III, 555
- MICKLITZ H.-W., *The Visible Hand of European Regulatory Private Law – The Transformation of European Private Law from Autonomy to Functionalism in Competition and Regulation*, in *Year. Eu. Law*, Oxford, 2010
- MICKLITZ H.-W., *Administrative Enforcement of European Private Law*, in R. BROWNSWORD, H.-W. MICKLITZ, L. NIGLIA, S. WEATHERILL (ed.), *Foundations of European Private Law*, Oxford-Portland, 2011
- MICKLITZ H.-W., *Constitutionalization of European Private Law*, Oxford, 2014
- MICKLITZ H.-W., *Rethinking the Public/Private Divide*, in M. MADURO (ed.), *Transnational Law: Rethinking European Law and Legal Thinking*, Cambridge, 2014
- MICKLITZ H.-W., *The Public and the Private-European Regulatory Private Law and Financial Services*, 10 *Eu. Rev. Contr. Law* (2014) 473
- MICKLITZ H.-W., *The Transformation of Enforcement in European Private Law: Preliminary Considerations*, 4 *Eu. Rev. Priv. Law* (2015) 491
- MINERVINI E., *La «meritevolezza» del contratto. Una lettura dell'art. 1322, comma 2, c.c.*, Torino, 2019
- MINERVINI E., *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, I, 94

MINNECI U., *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, in *Banca, borsa tit. cred.* 2012, V, 568

MINNECI U., *La parabola degli Irs: tra innovazione normativa e recupero di nozioni appartenenti alla tradizione*, in M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber Amicorum Pietro Abbadessa, III, Torino, 2014

MINNECI U., *L'operatività in Irs: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2014

MINTO A., *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, 2014, VI, 1165

MINTO A., *Nuove responsabilità amministrative nel governo dei rischi dell'impresa di assicurazione: brevi riflessioni a margine del recente aggiornamento della disciplina sui controlli interni*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2014, IV, 653

MITNICK B. M., *The Political Economy of Regulation: Creating, Designing and Removing Regulatory Forms*, New York, 1980

MOLLERS T., *Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook*, 36 *N. C. J. Int'l L & Com. Reg.* (2010) 57

MOLLO G., *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: diversità dei rimedi civilistici e intensità della tutela*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 1111

MOLONEY N., *Building a Retail Investment Culture Through Law: The 2004 Market in Financial Instruments Directive*, 6 *Eu. Bus. Org. Law Rev.* (2005), 341

MOLONEY N., *EC Securities Regulation*, Oxford, 2008

MOLONEY N., *How Protect the Investors: Lessons from EC and the Uk*, Cambridge, 2010

MOLONEY N., *Regulating the Retail Markets: Law, Policy and the Financial Crisis*, in *Current Legal Problems*, 2010, I, 375

MOLONEY N., *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, 13 *Eu. Bus. Org. Law Rev.* (2012), 189

MOLONEY N., *The legacy effect of the financial crisis on regulatory design in the EU*, in E. FERRAN, N. MOLONEY, J. G. HILL, J. COFFEE JR. (ed.), *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2012

MOLONEY N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014

MOLONEY N., *Regulating Retail Markets*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015

MOLONEY N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2016

MOLONEY N., *Institutional Governance and Capital Markets Union: Incrementalism or a “Big Bang”?*, 2 *Eu. Comp. Fin. Law Rev.* (2016) 377

MOLONEY N., *EU Financial Market Governance and the Retail Investor: Reflections at an Inflection Point*, 37 *Year. Eur. Law* (2018) 251

MOLONEY N., *The Age of Esma: Governing EU Financial Markets*, London, 2018

MONATERI P. G., *Pensare il diritto civile*, Torino, 2006

MONATERI P. G., *La riforma italiana della class action tra norme speciali processuali e ricostruzione della tutela civilistica*, in *Danno e resp.*, 2019, III, 312

MONTALENTI P., *La società quotata*, in G. COTTINO (diretto da), *Tratt. dir. comm.*, Padova, 2004

MONTALENTI P., *Commento sub art. 2381*, in G. COTTINO (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Milano, 2005

MONTALENTI P., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Le società*, 2005, III, 294

MONTALENTI P., *Sistemi di controllo interno e “corporate governance”: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, 243

MONTALENTI P., *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, I, 42

MONTALENTI P., *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Ass.*, 2014, III, 393

MONTALENTI P., *La corporate governance degli intermediari finanziari*, in M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, Padova, 2014

MONTELEONE G., *Note a prima lettura sulla nuova legge sull'azione di classe*, in *Il giusto processo civile*, 2019, III, 633

MORAIS L. S., *Integrating Public and Private Enforcement of Competition Law in Europe: Legal Issues*, 1 *Eu. Comp. L. Ann.* (2011) 109

MORAN M., *Theories of Regulation and Changes in Regulation: The Case of Financial Markets*, 35 *Political Studies* (1986) 185

MORAN M., *Review Article: Understanding the Regulatory State*, 32 *Bell J. Pol. Sc.* (2002) 391

MORBIDELLI G., *Degli effetti giuridici della soft-law*, in *Riv. reg. dei mercati*, II, 2016

MORERA U., RANGONE N., *Sistema regolatorio e crisi economica*, in *An. giur. ec.*, 2013, II, 383

MORERA U., *Giudicare i rapporti economici. Profili cognitivi*, in *An. giur. ec.* 2018, II, 523

MORGAN B., *Social Citizenship in the Shadow of Competition: The Bureaucratic Politics of Regulatory Justification*, Aldershot, 2003

MOROZZO DELLA ROCCA P., *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata i portafogli*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, I, 895

MORRIS S., *Financial Services Regulation in Practice*, Oxford, 2016

MÖSLEIN F., RIESENHUBER K., *Contract Governance. A Draft Research Agenda*, 5 *Eu. Rev. Contr. Law* (2009) 248

MOSSA L., *Sistema del contratto di assicurazione nel libro delle obbligazioni del codice civile*, in *Ass.*, I, 1942

MOTRONI R., *Nuovi limiti all'autonomia negoziale nei contratti finanziari*, *Riv. dir. impr.*, 2017, III, 609

MULLHERON R., *The Class Action in Common Law Legal Systems. A Comparative Perspective*, Oxford-Portland, 2004

MUNDHEIM R., *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: the Suitability Doctrine*, 3 *Duke Law J.* (1965) 445

N

NATOLI R., *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012

NATOLI R., *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, II

NATOLI R., *Frazionamento della filiera produttiva e regole del contratto*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, III, 287

NATOLI R., *Attualità del binomio “reintegrazione del diritto-risarcimento del danno”: il principio di precauzione nel diritto privato*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, suppl., 63

NATOLI R., *Il diritto privato regolatorio*, in *Riv. reg. merc.*, 2020, I, 134

NERVI A., *Il contratto come strumento di conformazione dell'assetto di mercato*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, I, 95

NICOLUSSI A., *Diritto soggettivo e rapporto giuridico. Cenni di teoria generale tra diritto privato e diritto pubblico*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, IV, 1191

NIUTTA A., *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MiFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 807

NIVARRA L., *Teoria e storia. Clausole generali e principi generali del diritto nel pensiero di Luigi Mengoni*, in *Eur. dir. priv.*, 2007, II, 411

NIVARRA L., *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2014, I, 46

NIVARRA L., *Rimedi: un nuovo ordine del discorso civilistico?*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, III, 583

NONNE L., *Contratti tra imprese e controllo giudiziale*, Torino, 2013

NOUSSIA K., SIRI M., *The Legal Regime and Relevant Standards*, in P. MARANO, I. ROKAS, *Distribution of Insurance-Based Investment Products. The EU Regulation and the Liabilities*, Cham, 2019

NUZZO M., *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano, 1974

O

OGUS A., *Regulation. Legal Form and Economic Theory*, Oxford, 1994

OGUS A., *Rethinking Self-Regulation*, 15 *Oxford J. Leg. St.* (1995) 97

OLSON W., *Overdeterrence and the Problem of Comparative Risk*, 37 *Proceedings of the Academy of Political Science* (1988) 42

OMAROVA S., *License to Deal: Mandatory Approach of Complex Financial Approach*, 90 *Wash. U. Law Rev.* (2012) 63

OMAROVA S., *The New Crisis for the New Century: Some Observations on the “Big Picture”. Lessons of the Global Financial Crisis of 2008*, 13 *North Car. Bank. Inst.* (2009) 157

ONADO M., *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2002

OPPO G., *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, 25

OPPO G., *Impresa e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, IV, 421

OPPO G., *Principi*, in *Tratt. dir. comm.*, V. BUONOCORE (diretto da), Torino, 2001

OPPO G., *I contratti d'impresa tra codice civile e legislazione speciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, VI, 841

P

PACE D., *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in *Nuovo dir. soc.*, I, 2016

PAGE A., *Self-Regulation: the Constitutional Dimension*, 49 *Modern Law Rev.* (1986) 141

PAGLIANTINI S., *Autonomia privata e divieto di convalida del contratto nullo*, Torino, 2007

PAGLIANTINI S., *Trasparenza contrattuale*, in *Enc. dir.*, Annali, V, Milano, 2012

PAGLIANTINI S., *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, II, 383

PAGLIANTINI S., *Ancora sulla "saga" dei derivati (note minime sul principio di effettività e sui c.d. vizi del XXI secolo)*, in *Le nuove legg. civ. comm.*, 2016, IV, 808

PAGNI I., *L'azione inibitoria collettiva*, in *Giur. it.*, 2019, II, 2329

PALADIN L., *Le fonti del diritto italiano*, Bologna, 1996

PAN E. J., *A Board's Duty to Monitor*, 54 *N.Y.L. Sch. Law Rev.* (2009) 717

PAN E. J., *Rethinking the Board's Duty to Monitor: a Critical Assesment of the Delaware Doctrine*, 38 *Flo. St. Un. Law Rev.* (2011) 209

PANCALLO A., *Funzione del contratto e regolazione del mercato*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019

PARDOLESI R., *La classe in azione. Finalmente*, in *Danno e resp.*, 2019, III, 306

PAREDES T., *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 *Wash.U. L.J.* (2003), 417

PARKER C., *The Open Corporation: Effective Self-Regulation and Democracy*, Oxford, 2002

- PARKER C., *Meta-Regulation: Legal Accountability for Corporate Social Responsibility?*, in D. MCBARNETT, A. VOICULESCU, T. CAMPBELL (ed.), *The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law*, Cambridge, 2007
- PASSAGNOLI G., *Nullità speciali*, Milano, 1995
- PASTORE B., *Soft law, gradi di normatività e teoria delle fonti*, in *Lavoro e diritto*, 2003, I, 1
- PASTORE B., *Interpreti e fonti nell'esperienza giuridica contemporanea*, Padova, 2014
- PATTARO E., *Diritto oggettivo, norme e precetti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1979, I, 686
- PECORARO C., *Gestione del rischio da ignoto tecnologico: prime riflessioni sull'adeguatezza dell'organizzazione*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, II, Milano, 2005
- PENNASILICO M., *Art. 1322*, in G. PERLINGIERI (a cura di), *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, Napoli, 2011
- PENNASILICO M., *Contratto e interpretazione. Lineamenti di ermeneutica contrattuale*, II, Torino, 2015
- PENNASILICO M., *Dal "controllo" alla "conformazione" dei contratti: itinerari della meritevolezza*, in *Contr. impr.*, 2020, II, 823
- PERLINGIERI G., *Atti dispositivi "nulli" e acquisto dell'eredità. Contributo allo studio della gestione conservativa*, Napoli, 2002
- PERLINGIERI G., *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, in *Il foro napoletano. Quaderni*, V, Napoli, 2013
- PERLINGIERI P., *Profili istituzionali del diritto civile*, Napoli, 1979
- PERLINGIERI P., *Nuovi profili del contratto*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, II, 223
- PERLINGIERI P., *Relazione di sintesi*, in L. FERRONI (a cura di), *Equilibrio delle posizioni contrattuali e autonomia privata*, Napoli, 2002
- PERLINGIERI P., *La contrattazione tra imprese*, in *Riv. dir. imp.*, 2006, III, 323
- PERLINGIERI P., *Il principio di legalità nel diritto civile*, in *Rass. dir. civ.*, 2010, I, 164
- PERLINGIERI P., *Diritto dei contratti e dei mercati*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, III, 877

PERLINGIERI P., *Diritto dei contratti e dei mercati*, in *Liber amicorum per Angelo Luminoso. Contratto e mercato*, I, Milano, 2013

PERLINGIERI P., Federico A., *Causa*, in *Manuale di diritto civile*, Napoli, 2017

PERRONE A., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv.soc.*, 2005, V, 1012

PERRONE A., *Conflitti di interesse e regole di organizzazione*, in M. ANOLLI, A. BANFI, G. PRESTI, M. RESCIGNO (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2007

PERRONE A., *I soldi degli altri: servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, in A. PERRONE, (a cura di), *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2008

PERRONE A., *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, V, 537

PERRONE A., *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, III, 2010

PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa tit. cred.*, I, 2015, 31

PERRONE A., *Oltre la trasparenza. Product governance e product intervention e le "nuove" regole di comportamento*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019

PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, I, 2019, 1

PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020

PETRAZZINI B., *I conflitti di interesse nella prestazione di servizi e attività di investimento*, in *Giur. it.*, VIII-IX, 1996

PETRILLO C., *Situazioni soggettive implicate*, in B. SASSANI (a cura di), *Class action. Commento sistematico alla legge 12 aprile 2019 n. 31*, Pisa, 2019

PHEASANT J., *Interaction Between Public and Private Enforcement*, 4 *Comp. Law Int'l* (2008) 36

PIETROBON V., *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990

PIOVANI P., *Effettività* (principio di), in *Enc. dir.*, XIV, Milano, 1965

PISANI MASSAMORMILE A., *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, VI, 760

- PIZZORUSSO A., *Fonti del diritto*, in F. GALGANO (a cura di), *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna, 2012
- POLI R., *Sulla natura e sull'oggetto dell'azione di classe*, in *Riv. dir. proc.*, 2012, I, 38
- PONZANELLI G., *La nuova class action*, in *Danno e resp.*, 2019, III, 306
- PORTALE G. B., *Fideiussione e contratto autonomo di garanzia nella prassi bancaria*, in *Jus*, III, 1977, 1, 3
- PORTALE G. B., *Tra responsabilità della banca e «ricommercializzazione» del diritto commerciale*, in *Jus*, 1981, II-III, 141
- PORTALE G. B., *Diritto privato comune e diritto privato dell'impresa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1984, I, 14
- PORTALE G. B., *Le garanzie bancarie internazionali*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 1989
- PORTALE G. B., *Il diritto commerciale italiano alle soglie del XXI secolo*, in *Riv. soc.*, I, 2008, 1
- POSNER E., WEYL G., *An FDA for Financial Innovation: Applying the Insurable Interest Doctrine to 21st Century Financial Markets*, 107 *North. Un. Law Rev.* (2013) 1307
- POSNER R., *A Failure of Capitalism*, Cambridge, 2009
- POSNER R., *What Caused the Financial Crisis*, Philadelphia, 2011
- PRINCIPE A., *L'impresa finanziaria*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1998
- PROTO PISANI A., *Appunti sulla giustizia civile*, Bari, 1982
- PROTO PISANI A., *Brevi note in tema di tutela specifica e tutela risarcitoria*, in *Foro it.*, 1983, IV, 127
- PROTO PISANI A., *Appunti preliminari sui rapporti tra diritto sostanziale e diritto processuale*, in *La tutela giurisdizionale dei diritti*, Napoli, 2003
- PUGLIATTI S., *Precisazioni in tema di causa del negozio giuridico*, in *Diritto civile. Metodo, teoria e pratica*, Milano, 1951
- PURPURA L., *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, II, 222

R

RABIEJ J. K., *The Making of Class Action Rule 23 – What We Thinking*, 24 *Miss. Coll. Law Rev.* (2005) 323

RABITTI M., *Responsabilità da deficit organizzativo*, in M. IRRERA (diretto da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance*, Bologna, 2016

RABITTI M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e regole di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I (suppl.), 145

RABITTI BEDOGNI C., *Art. 21. Criteri generali*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1998

RAMAJOLI M., *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, II, 2016, 53

RAVAGNANI V., *Direttrici evolutive e persistenti disarmonie nei regimi legali a tutela degli investitori*, in *Contr. impr.*, 2020, III, 1357

RAPISARDA C., *Profili della tutela civile inibitoria*, Padova, 1987

RESCIGNO P., *Introduzione al codice civile*, Bari, 2001

RHODE D. L., *Access to Justice*, 69 *Fordh. Law Rev.* (2001) 1785

RICCI G., *Diritto processuale civile*, I, Torino, 2016

RICCIUTO V., *I regolatori del mercato nell'ordinamento italiano. Indipendenza e neutralità delle Autorità amministrative indipendenti*, in R. DI RAIMO, V. RICCIUTO (a cura di), *Impresa pubblica e intervento dello Stato nell'economia: il contributo della giurisprudenza costituzionale*, Napoli, 2006

RICCIUTO V., *Regolazione del mercato e "funzionalizzazione" del contratto*, in *Studi in onore di Giuseppe Benedetti*, Napoli, 2008

RICCIUTO V., *L'integrazione dei contratti d'impresa. Dilatazione o estinzione della fattispecie?*, in *Riv. impr.*, 2017, II, 313

RIGHINI E., *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enc. dir. Annali*, Milano, IV, 2011

RIMINI E., *Le regole di condotta*, in M. CERA, G. PRESTI (dir. da), *Il Testo unico finanziario*, Bologna, 2020

RIOLFO G., *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella spa: dal sistema tradizionale ai modelli alternativi di amministrazione e di controllo*, in G. MERUZZI, G. TANTINI (a cura di), *Le clausole generali nel diritto societario*, Trattato

di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia., LXI, F. GALGANO (diretto da), 2011, Padova

RIZZO V., *Fonti delle obbligazioni fra tipicità, atipicità e giudizio di meritevolezza*, in F. RUSCELLO (a cura di), *Studi in onore di Daniele Messinetti*, Napoli, 2008

ROACH A. E., *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*, 29 *Hastings Law J.* (1978) 1069

ROBUSTELLA L., *La tutela rafforzata dell'investitore*, in *Jus civile*, 2019, I, 48

ROMANO A., *Autonomia nel diritto pubblico*, in *Dig. disc. pubbl.*, II, Torino, 1987

ROMANO S., *Buona fede (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, V, Milano, 1959

ROMEO C., *I conflitti di interesse nei contratti di intermediazione*, in *I Contratti*, 2009, V, 441

ROPPO V., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1986, I, 261

ROPPO V., *Il contratto*, in G. IUDICA, P. ZATTI (a cura di), *Tratt. dir. priv.*, Milano, 2001

ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa*, 2005, III, 896

ROPPO V., *Nullità virtuale del contratto (di intermediazione finanziaria)*, in *Danno e resp.*, 2008, V, 536

ROPPO V., *Responsabilità oggettiva e funzione deterrente, note sparse*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, II, 292

ROPPO V., *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, IV, 957

ROPPO V., *Responsabilità contrattuale: funzioni di deterrenza?*, in *Lavoro e diritto*, III-IV, 2017, 409

ROPPO V., *Pensieri sparsi sulla responsabilità civile (in margine al libro di Pietro Trimarchi)*, in *Questione giustizia*, 2018, I, 108

RORDORF R., *L'azione di classe nel novellato rt. 140 bis cod. consumo: considerazioni (e qualche interrogativo)*, in *Foro it.*, 2010, VI, 183

ROSE A. M., *The Multienforcer Approach to Securities Fraud Deterrence: A Critical Analysis*, 158 *Un. Pa. Law Rev.* (2010) 2173

ROSENBERG D., *Decoupling Deterrence and Compensation Functions in Mass Tort Class Actions for Future Loss*, 88 *Virg. Law Rev.* (2002) 1871

ROSENBERG D., *Response. Mandatory-Litigation Class Action: The Only Option for Mass Tort Cases*, 115 *Harv. Law Rev.* (2002) 831

ROTH G. H., *sub § 242*, in *Münchener Komm. zum BGB*, 1979, II, München

RUGGIERO C., *Profili giuridici dei servizi di investimento in strumenti finanziari*, in *I Contratti*, 2003, III, 935

RUPP D. A., WILLIAMS C., *The Efficacy of Regulation as a Function of Psychological Fit*, 12 *Theoretical Inquires in Law* (2011) 581

S

SACCO R., *Il contratto*, in F. VASSALLI (diretto da), *Tratt. dir. civ. it.*, Torino, 1975

SACCO R., *Circolazione e mutazione dei modelli giuridici*, in *Dig. disc. priv.*, 1988, II, Torino

SACCO R., *Interesse meritevole di tutela* (voce), in *Dig. disc. priv., sez. civ., agg.*, Torino, 2010

SACCO R., *Introduzione al diritto comparato*, Torino, VII, 2019

SALANITRO U., *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, IV

SANTORO PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1983

SALERNO M. E., *L'enforcement della disciplina in materia di tutela del contraente debole nei mercati finanziari*, in *Ianus. Diritto e finanza*, 2019, XIX, 54

SALVI C., *La responsabilità civile*, Milano, 2003, III

SAMUEL G., *Law of Obligations and Legal Remedies*, London-Sydney, 2001

SANFILIPPO P. M., *I patti parasociali*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI, (a cura di), *I contratti per l'impresa. Banca, mercati società*, II, Bologna, 2012

SANFILIPPO P. M., *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 159

SANTOCCHI V., *Le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza tra intermediario e cliente*, in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, II, Milano, 2010

SARTORI F., *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento di servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv.dir.civ.*, 2001, II, 191

SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004

SARTORI F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche*, in *Dir.fall.*, 2008, I, 1

SARTORI F., *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, I, 25

SARTORI F., *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, III, 93

SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011

SARTORI F., *Divagazioni in tema di causa del contratto municipale (alieno) derivato*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, IV, 501

SARTORI F., PARRINELLO F., *Minimalist Design Principles for Prospectus, Key Information Document and Priips' Regulation*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2016, V, 243

SARTORI F., *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, II

SARTORI F., *Ideologie e tecniche della (ri)codificazione del diritto privato*, in *The Cardozo Electronic Bulletin*, 2019, XXV, 1

SARTORI F., *Impresa, mercati e tutela civile: note introduttive*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, suppl., 1

SCALFI G., *Considerazioni sui contratti aleatori*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, I

SCALISI V., *Nullità e inefficacia nel sistema europeo dei contratti*, in *Eur. dir. priv.*, 2001, I, 489

SCALISI V., *Contratto e regolamento nel piano d'azione delle nullità di protezione*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, V, 459

SCALISI V., *Il diritto europeo dei rimedi: invalidità e inefficacia*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, VI, 843

SCALISI V., *Autonomia privata e regole di validità*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, VI, 735

SCALISI V., *Forma solenne e regolamento conformato: un ossimoro del nuovo diritto dei contratti?*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, III, 415

SCALISI V., *Il contratto in trasformazione. Invalidità e inefficacia nella transizione al diritto europeo*, Milano, 2011

SCALISI V., *Lineamenti di una teoria assiologica dei rimedi giuridici*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, IV, 1045

SCHWARTZ A., WILDE L., *Intervening in Markets on the Basis of Imperfect Information: a Legal and Economic Analysis*, 127 *U. Penn. Law Rev.* (1979) 630

SCHWARCZ S., *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1 *Un. Ill. Law Rev.* (2004), 1

SCHWARCZ S., *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, 3 *Utah Law Rev.* (2008), 1109

SCHWARCZ S., *Regulating Complexity in Financial Markets*, 87 *Wash. U. Law Rev.* (2009), 211

SCIARRONE ALIBRANDI A., *Tutela del cliente bancario e crisi del paradigma di mera trasparenza*, in A. LUMINOSO (a cura di), *Diritto e crisi*, Milano, 2016

SCIARRONE ALIBRANDI A., *Il tempo e il denaro: riflessioni di un giurista* in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, Torino, 2018

SCIARRONE ALIBRANDI A., *La certezza del diritto dell'economia tra attività del regolare e attività del giudicare*, in *An. giur. ec.*, 2018, II, 273

SCIARRONE ALIBRANDI A., MALVAGNA U., *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, II, 153

SCIARRONE ALIBRANDI A., MALVAGNA U., *Misseling in Self-placement and Bank Resolution under BRRD2*, 5 *Eu. Comm. Fin. Law Rev.* (2020) 523

SCODITTI E., *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*, in *Foro it.*, 2008, III, 785

SCOGNAMIGLIO C., *Problemi della causa e del tipo*, in G. VETTORI (a cura di), *Il regolamento*, in *Tratt. contr. Roppo*, Milano, 2006

SCOGNAMIGLIO C., *Sulle regole di condotta degli intermediari finanziari (regole di condotta e regole di organizzazione; clausole generali e disposizioni particolari), I servizi del mercato finanziario (in ricordo di Gerardo Santini)*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2009

SCOGNAMIGLIO C., *Risarcimento del danno, restituzione e rimedi nell'azione di classe*, in *Resp. civ. prev.*, 2011, III, 501

SCOGNAMIGLIO G., *Sulle regole di condotta degli intermediari finanziari (regole di condotta e regole di organizzazione: clausole generali e disposizioni particolari)*, in *I servizi del mercato finanziario: in ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2014

SCOGNAMIGLIO V., *Sulle regole di condotta degli intermediari finanziari (regole di condotta e regole di organizzazione: clausole generali e disposizioni particolari., Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in *Soc.*, 2008, IV

SCOTT C., *Reflexive Governance, Meta-Regulation and Corporate Social Responsibility: The Heineken Effect*, N. BOEGER, R. MURRAY, C. VILLERS (ed.), Cheltenham, 2008

SCOTT-SIMMONS O., *The Corporate Immune System: Governance From the Inside Out*, 3 *Un. Ill. Law Rev.* (2013) 1166

SCOTTI CAMUZZI S., *Le nuove disposizioni di vigilanza sul sistema dei controlli interni nelle banche. Un commento introduttivo*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, II, 147

SCUTO F., *La tutela costituzionale del risparmio negli anni della crisi economica. Spunti per un rilancio della dimensione oggettiva e sociale dell'art. 47 Cost.*, in *Federalismi.it*, 2019, V, 169

SELIGMAN J., *The Merits Do Matter: A Comment on Professor Grundfest's "Disimplying Private Rights of Action Under Federal Securities Law: The Commission's Authority"*, 108 *Harv. Law Rev.* (1994) 438

SELZNICK P., *Focusing Organisational Research on Regulation*, in R. NOLL (ed.), *Regulatory Policies and Social Sciences*, Berkeley, 1985

SEMERARO M., *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni negli interest rate swap*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, X, 1

SENDEN L., *Soft Law in European Community Law*, Oxford, 2004

SEPE M., *I servizi di investimento*, in L. LACAITA, V. NAPOLEONI (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano, 1998

SERGAKIS K., *The Law of Capital Markets in the Eu*, London, 2018

SHAVELL S., *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge-London, 2004

SICLARI D., *Gli intermediari bancari e finanziari tra regole di mercato e interesse pubblico*, Napoli, 2011

SICLARI D., *La consulenza finanziaria "indipendente" prevista dalla MiFID II alla prova dei fatti*, in V. TROIANO, V. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, Padova, 2016

SILVERENTAND L., *MiFID II – Product Governance*, in *Tijdschrift voor Financiel Recht*, 2015, III

SINCLAIR D., *Self-Regulation Versus Command and Control? Beyond a False Dichotomies*, 19 *Law and Policy* (1997) 534

SIMONCINI M., *Administrative Regulation Beyond the Non-Delegation Doctrine. A study on EU Agencies*, Oxford, 2018

SIMONCINI M., *I poteri quasi-normativi delle agenzie europee: le decisioni della European Securities and Markets Authority (Esma)*, in *Osservatorio sulle fonti*, 2020, III, 1539

SIRENA P., *La categoria dei contratti d'impresa e il principio di buona fede*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, IV, 415

SIRENA P., *Il diritto europeo dei contratti e la costruzione delle categorie civilistiche*, in G. VETTORI (a cura di), *Remedies in Contract. The Common Rules for European Law*, Padova, 2008

SIRENA P., ADAR Y., *La prospettiva dei rimedi nel diritto privato europeo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, III, 359

SIRENA P., *L'europeizzazione degli ordinamenti giuridici e la nuova struttura del diritto privato*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2014, I, 1

SIRENA P., *Autonomia privata e vigilanza bancaria nel diritto europeo dei contratti di finanziamento*, in *I mutui ipotecari nel diritto comparato ed europeo. Commentario alla Direttiva 2014/17/UE*, *Quaderni della fondazione italiana del notariato*, Milano, 2016

SIRENA P., *L'Unione bancaria e il suo impatto sul rapporto tra intermediari e consumatori*, in *Ec. dir. terz. o.*, 2016, I, 41

SNYDER F., *Soft Law and institutional practice in European Community Law*, in S. MARTIN (ed.), *The construction of Europe: Essays in Honour of Emile Noël*, Dordrecht, 1994

SORICELLI G., *L'azione di classe ex art. 140-bis del codice del consumo*, in *Contributo allo studio della class action nel sistema amministrativo italiano*, Padova, 2012

SPADA P., COSSU M., *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente. Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 401

SPANÒ M. S., *Istituire o regolare? Le autorità private e la crisi della "topologia moderna"*, in P. SIRENA, A. ZOPPINI (a cura di), *I poteri privati e il diritto della regolazione. A quarant'anni da «Le autorità private» di C. M. Bianca*, Roma, 2018

SPINDLER G., *Behavioural Finance and Investor Protection Regulation*, in *J. Cons. Pol.*, 2011, 315

STEFANELLI N., *La parabola della causa*, in *Persona e mercato*, 2014, IV, 225

STELLA M., *La nuova azione inibitoria collettiva ex art. 840 sexiesdecies c.p.c. tra tradizione e promesse di deterrenza*, in *Corr. giur.*, 2019, II, 1453

STELLA RICHTER M., *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione*, in *Riv. soc.* 2012, IV, 663

STIGLER G. J., *The Theory of Economic Regulation*, 2 *Bell J. Ec. Fin. Sc.* (1971) 1

STOLFI G., *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1961

STOLFI G., *Luci ed ombre nell'interpretazione della legge*, in *Jus*, 1975, II, 133

STOLL H., *Abschied von der Lehre von der positiven Vertragsverletzung*, in *Arch. civ. prax.*, 1932, III, 257

STOLL H., *Die Lehre von der Leistungsstörungen*, II, Tübingen, 1936

STRAMPELLI G., *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, II, 991

STUYCK J., *Public and Private Enforcement in Consumer Protection: General Comparison Eu-Usa*, in F. CAFAGGI, H-W. MICKLITZ (ed.), *New Frontiers of Consumer Protection. The Interplay Between Private and Public Enforcement*, Antwerp-Oxford-Portland, 2009

SUNSTEIN R., *The Law of Fear. Beyond the Precautionary Principle*, Cambridge, 2005

SVETIEV Y., OTTOW A., *Financial Supervision in the Interstices Between Private and Public Law*, 10 *Eu. Rev. Contr. Law* (2014) 495

SVETIEV Y., *The Eu's Private Law in the Regulated Sectors: Competitive Market Handmaid or Institutional Platform?*, 5 *Eu. Law J.* (2016) 659

T

TARUFFO M., *Note sul diritto di condanna e sull'esecuzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, I, 640

TARUFFO M., *Inibitoria (azione). Diritto processuale civile*, in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989

TARUFFO M., *La semplice verità. Il giudice e la costruzione dei fatti*, Bari, 2009

- TARUFFO M., *La tutela collettiva nell'ordinamento italiano: lineamenti generali*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2011, I, 103
- TEDIOLI F., *Tra nuove regole e vecchi problemi la "class action" trova collocazione nel codice di procedura civile*, in *Studium iuris*, 2019, XII, 1413
- TOFFOLETTO A., *Amministrazioni e controlli*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, V, Milano, 2012
- TOKATLIDES C., *Retail Depositor and Retail Investor Protection under EU Law In the Event of Financial Institution Failure*, London, New York, 2017
- TOPINI M., *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati dallo svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, VI, 697
- TOSUN J., KOOS S., SHORE J., *Co-governing common goods: Interaction patterns of private and public actors*, 35 *Policy and Society* (2016) 1
- TRABUCCHI A., *Il nuovo diritto onorario*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I, 495
- TRICKER B., *Corporate Governance: Practices, Procedures and Powers in British Companies and Their Boards of Directors*, Oxford, 1984
- TROCKER N., *Dal giusto processo all'effettività dei rimedi: l'"azione" nell'elaborazione della Corte europea dei diritti dell'uomo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2007, IV, 439
- TRIMARCHI P., *Il contratto: inadempimento e rimedi*, Milano, 2010
- TROIANO V., *La product governance*, in *La MiFID II: rapporti con la clientela – regole di governance – mercati* a cura di V. TROIANO, V. MOTRONI, Milano, 2016
- TUCCI A., *Il rapporto intermediario/cliente tra "servizio" e "contratto"*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, II, Padova, 2010
- TUCCI A., *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 347
- TUCCI A., *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, *Contr. impr.*, 2017, III, 921
- TUCCI A., *Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I suppl., 75
- TULLIO P., *La legislazione bancaria in tempo di crisi*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, I, 218

U

URCIUOLI M. A., *Liceità della causa e meritevolezza dell'interesse nella prassi giurisprudenziale*, in *Rass. dir. civ.*, 1985, I, 752

V

VALERI G., *Autonomia e limiti del nuovo diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, II, 31

VALERI G., *Manuale di diritto commerciale*, II, Firenze, 1950

VAN BOOM W., LOOS M., *Effective Enforcement of Consumer Law in Europe; Private, Public and Collective Mechanisms*, in W. VAN BOOM, M. LOOS, (ed.), *Collective Enforcement of Consumer Law*, Amsterdam, 2007

VEIL R., *European Capital Markets Law*, II, Portland, 2017

VELLA F., *L'autoregolazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banc. imp. soc.*, I, 1997, 3

VELLISCIG L., *La tutela del cliente retail nel mercato finanziario: l'esempio della "product regulation"*, in U. MATTEI, A. CANDIAN, B. POZZO, A. MONTI, C. MARCHETTI (a cura di), *Studi in onore di Antonio Gambaro: un giurista di successo*, I, Milano, 2017

VELLISCIG L., *Season 3. Product Governance. Rethinking Retail Customer Protection in the EU Insurance Market*, 18 *Global Jurist* (2017) 1

VENOSTA F., *Profili della disciplina dei doveri di protezione*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, VI, 839

VENOSTA F., *Prestazioni non dovute, "contatto sociale" e doveri di protezione "autonomi"*, in *Eur. dir. priv.*, 2014, I, 109

VETTORI G., *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbl. e contr.*, 2008, II, 104

VETTORI G., *Validità, responsabilità e cumulo di rimedi. A proposito del caso Cir-Fininvest*, in *Persona e mercato*, 2013, IV, 150

VETTORI G., *Controllo giudiziale del contratto ed effettività delle tutele. Una premessa*, in *Le Nuove legg. civ. comm.*, 2015, I, 151

VETTORI G., *La giurisprudenza come fonte del diritto privato*, in *Persona e mercato*, 2016, IV, 137

VETTORI G., *L'evoluzione dei rimedi nel dialogo fra legge e giudice*, in *Questione giustizia*, 2017, III, 159

VIGORITI L., *I contratti di «swap»*, in G. GITTI ., M. MAUGERI, M. NOTARI , (a cura di), *I contratti per l'impresa. Banca, mercati e società*, II, Milano, 2014

VILLA G., *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, V, 707

VISINTINI G., *La reticenza nella formazione dei contratti*, Padova, 1972

VIVANTE C., *Tratt.dir.comm.*, III, , Milano, 1926

W

WALLINGA M., *Why MiFID and MiFID II Do (not) Matter to Private Law: Liability to Compensate for Investment Losses for Breach of Conduct of Business Rules*, 3 *Eur. Rev. Priv. Law* (2019), 515

WARTMAN C., *Broker Dealers, Market Makers and Fiduciary Duties*, 9 *Un. Chi. Law J.* (2015) 746

WATSON A., *Legal Transplants*, Edinburgh, 1974

WATSON A., *The Importance of “Nutshells”*, 42 *Am. J. Comp. Law* (1994) 1

WILLIAMS C., CONLEY J., *The Social Reform of Banking*, 39 *J. Corp. Law* (2014) 101

WILLIAMS T., *Open the Box: an Exploration of The Financial Services Authority's Model of a Fairness in Consumer Financial Transactions*, in M. KENNY, J. DEVENNEY, L. FOX O'MAHONY (ed.), *Unconscionability in European Private Financial Transactions*, Cambridge, 2010

WRIGHT C. A., *The Law of Remedies as a Social Institutions*, 18 *Un. Det. Law. J.* (1955) 376

WRIGHT C. A., *The Cost-Internalization Case for Class Actions*, 21 *Stan. Law Rev.* (1969) 383

Y

YEAZELL S. C., *Group Litigation and Social Context: Toward a History of the Class Action*, 77 *Col. Law Rev.* (1977) 866

Z

ZETZSCHE D., *Art. 16 MiFID II*, in M. LEHMANN, C. KUMPANN (ed.), *European Financial Services Law: Article-by-Article Commentary*, Baden Baden, 2019

ZITO A., *Mercati (regolazione dei) voce*, in *Enciclopedia del diritto, Annali*, III, Milano, 2010

ZOPPINI A., *Il contratto asimmetrico tra parte generale, contratti d'impresa e disciplina della concorrenza*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, V, 515

ZOPPINI A., *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, 26

ZOPPINI A., *Diritto privato vs. diritto amministrativo (ovvero alla ricerca dei confini tra stato e mercato)*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, III

ZOPPINI A., *Le domande che ci propone l'economia comportamentale ovvero il crepuscolo del "buon padre di famiglia"*, in G. ROJAS ELGUETA, N. VARDI (a cura di), *Oltre il soggetto razionale*, Roma, 2014

ZENO ZENCOVICH V., MEZZANOTTE F., *Le reti della conoscenza: dall'economia al diritto*, in *Dir. inf.*, II, 2008

ZUMBANSEN P., *The Law of Society: Governance Through Contract* 14 *Indiana. J. Glob. St.* (2007) 191

SITOGRAFIA

A

ANTONUCCI A., *Le regole del mercato finanziario: la tutela del risparmiatore tra passato, presente e futuro*, in *Ianus. Diritto e finanza*, 2019, XIX, 29, in www.rivistaianus.it

C

COLAERT V., *Product governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, in *Jan Ronse Institute for company and financial law Working Paper Series*, 2019, disponibile sul sito SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3455413>

CONSOLO C., *La terza generazione di azione di classe all'italiana fra giuste articolate novità qualche aporia tecnica*, in www.dirittobancario.it, Editoriale, 8 aprile 2019

D

DALMOTTO E., *Note a prima lettura sulla nuova azione inibitoria collettiva (art. 840-sexiesdecies cod. prov. civ.)*, in www.ilcaso.it, 13 febbraio 2020, 1

DAMIANI E., *Le tutele civilistiche per i contratti iniqui stipulati a causa del coronavirus*, in www.judicium.it, 9 maggio 2020, 1

DI RAIMO R., *La causa: da epicentro dell'autonomia privata a caro estinto e ritorno*, in *www.giustiziacivile.com.*, Editoriale, 25 marzo 2014, 1

DOLMETTA A., *Speculazione e prudenza. A proposito dei contratti derivati OTC*, in *www.ilcaso.it*, 5 febbraio 2014, 1

DURANTE F., *Apparato rimediabile e ripartizione dell'onere della prova nell'intermediazione finanziaria secondo il più recente diritto giurisprudenziale*, in *www.ambientediritto.it*, 2009

F

FIORIO P., *La nuova azione di classe, passi in avanti verso gli obiettivi di accesso alla giustizia e deterrenza?*, in *www.ilcaso.it*, 22 giugno 2019, 1

G

GUARNIERI M. L., *Nota a prima lettura sull'art. 840-bis c.p.c.*, *www.judicium.it*, 4 giugno 2019, 1

L

LUPOI A., *The Sunset of Literal Information, the Dawn of "Data" Information (Financial Products, EU Prospective)*, reperibile su SSRN, Ottobre 2017, <http://ssrn.com/abstract=3049273>

M

MAFFEIS D., *La causa del contratto di Interest rate swap e i costi impliciti*, in *www.dirittobancario.it*, 2013

MOCCI F., FACCHINI J., *Product governance: le linee guida ESMA di definizione del target market*, in *www.dirittobancario.it*, luglio 2017

P

PERRONE A., *Considerazioni in materia di product governance*, in *www.dirittobancario.it.*, Editoriale, 30 settembre 2019, 1