

Novembre 2016

## **L'Arbitro per le controversie finanziarie e ambito di competenza. Osservazioni preliminari alla sua entrata in attività.**

*Enea Franza, Consob\**

### **1. Introduzione**

In data 4 maggio 2016 la Consob ha approvato, con delibera n. 19602, il regolamento istitutivo del nuovo organismo di risoluzione alternativa delle controversie in materia finanziaria: organismo denominato dalla stessa delibera come Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF). Il modello di riferimento è costituito dall'Arbitro Bancario Finanziario già operante da alcuni anni presso la Banca d'Italia, dal quale ha mutuato la struttura e gli elementi essenziali, la legittimazione attiva e passiva, l'applicazione di regole giuridiche per la risoluzione delle controversie, il carattere non vincolante delle decisioni.

In realtà il progetto di istituire all'interno della Consob un nuovo organismo per la risoluzione extragiudiziale delle controversie tra gli investitori al dettaglio e gli intermediari finanziari non è nuova, ma risale al 2012, quando, in seguito ad un parere espresso dal Consiglio di Stato<sup>1</sup> che dichiarava la Camera di Conciliazione e Arbitrato *“un organismo tecnico, strumentale alla Consob, ma non distinto da questa”*, erano state prospettate due ipotesi: internalizzare la Camera, ossia modificare la struttura dell'organo sostituendo i membri esterni con membri interni; istituire un nuovo organismo. All'epoca la Consob, pur consapevole che l'istituzione di un nuovo organo con poteri decisori sarebbe stato lo strumento più efficace per la tutela del piccolo risparmiatore, ritenne che i tempi e i costi per l'istituzione, nonché la modifica legislativa richiesta, consigliassero di mantenere ancora in vita la Camera affidandone la guida a membri interni<sup>2</sup>.

---

\* Le opinioni espresse sono a titolo personale e non riguardano la Consob, Autorità presso cui il dott. Franza lavora.

<sup>1</sup> Cons. Stato, Adunanza Generale, 20 ottobre 2011.

<sup>2</sup> L'introduzione nelle materie di competenza della Consob di un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie – fondato, in analogia con quanto previsto per l'Arbitro Bancario Finanziario – è stata avanzata nell'ambito del Tavolo congiunto tra la Consob e le Associazioni dei consumatori, costituito nel corso del 2013 per avviare un progetto, denominato «Carta degli Investitori», volto a migliorare la protezione degli investitori, l'integrità dei mercati finanziari e la competitività del sistema finanziario

Successivamente, in sede di recepimento della Direttiva 2013/11/UE del 21 maggio 2013 sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, venne avanzata da parte della Consob la proposta di abrogazione del capo I del d.lgs. n. 179/2007 e di inserimento nell'art. 32-ter del Tuf di norme transitorie e finali destinate a favorire il passaggio dalla Camera di Conciliazione e Arbitrato al nuovo organismo.

Con il d.lgs. 6 agosto 2015, n. 130 il legislatore ha accolto la proposta di istituzione di un nuovo organo, ma ha seguito un percorso normativo diverso da quello indicato dall'autorità di vigilanza, preferendo intervenire all'interno sull'art. 2 del d.lgs. n. 179/2007, istitutivo della Camera, inserendo all'interno della norma due nuovi commi, il 5-bis e il 5-ter. Il comma 5-bis<sup>3</sup> prevede l'obbligo per tutti i soggetti vigilati dalla Consob (intermediari e persone fisiche) di aderire ad un sistema extragiudiziale di risoluzione delle controversie con gli investitori al dettaglio e prevede in casi di inosservanza una sanzione pecuniaria (art. 190, comma 1, per gli intermediari<sup>4</sup> e art. 190-ter per i consulenti<sup>5</sup>). Il comma 5-ter<sup>6</sup>, invece, affida alla potestà regolamentare

---

nazionale. In tale sede, infatti, si prendeva atto dell'impatto positivo, in termini di aumento della conformità degli intermediari e di riduzione del contenzioso, dei sistemi di ADR bancari e finanziari in ambito nazionale e nei principali Paesi UE (per i dati statistici, v. Banca d'Italia, Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario – anno 2015, pp. 23-48) e dei punti di debolezza della Camera di conciliazione e di arbitrato (rilevati da Consob, Carta degli Investitori, pp. 22)

<sup>3</sup> Art. 2, comma 5-bis. *“I soggetti nei cui confronti la CONSOB esercita la propria attività di vigilanza, da individuarsi con il regolamento di cui al comma 5-ter, devono aderire a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con gli investitori diversi dai clienti professionali di cui all'articolo 6, commi 2-quinquies e 2-sexies di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. In caso di mancata adesione, alle società e agli enti si applicano le sanzioni di cui all'articolo 190, comma 1 del citato decreto legislativo n. 58 del 1998 e alle persone fisiche di cui all'articolo 18-bis del predetto decreto legislativo n. 58 del 1998 si applicano le sanzioni di cui all'articolo 190-ter del medesimo decreto legislativo”.* (Comma aggiunto dall'art. 1-bis del D. Lgs. 130 del 6-8-2015).

<sup>4</sup> Art. 190, comma 1. *“Nei confronti dei soggetti abilitati, dei depositari e dei soggetti ai quali sono state esternalizzate funzioni operative essenziali o importanti si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro trentamila fino a cinque milioni di euro, ovvero al dieci per cento del fatturato, quando tale importo è superiore a cinque milioni di euro e il fatturato è disponibile e determinabile, per la mancata osservanza degli articoli 6, 7, commi 2, 2-bis e 3, 8, commi 1 e 1-ter; 9, 10, 12, 13, comma 3, 21, 22, 24, comma 1, 25, 25-bis, commi 1 e 2, 27, commi 3 e 4, 28, comma 3, 30, commi 3, 4 e 5, 31, commi 1, 2, 5, 6 e 7, 32, comma 2, 33, comma 4, 35-bis, comma 6, 35-novies, 35-decies, 36, commi 2, 3 e 4, 37, commi 1, 2 e 3, 39, 40, commi 2, 4 e 5, 40-bis, comma 4, 40-ter, comma 4, 41, commi 2, 3 e 4, 41-bis; 41-ter, 41-quater; 42, commi 1, 3 e 4, 43, commi 2, 3, 4, 7, 8 e 9, 44, commi 1, 2, 3 e 5, 45, 46, commi 1, 3 e 4, 47, 48, 49, commi 3 e 4, 55-ter, 55-quater, 55-quinquies, 65, 79-bis, 187-novies, ovvero le disposizioni generali o particolari emanate dalla Banca d'Italia o dalla Consob in base ai medesimi articoli. La stessa sanzione si applica nei confronti di società o enti in caso di inosservanza delle disposizioni dell'articolo 18, comma 2, ovvero in caso di esercizio dell'attività di gestore di portale in assenza dell'iscrizione nel registro di cui all'articolo 50-quinquies”.*

<sup>5</sup> Art. 190-ter, comma 1, Si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquemila fino a cinque milioni di euro: a) in caso di esercizio dell'attività di consulente finanziario o di promotore finanziario in assenza dell'iscrizione negli albi prevista, rispettivamente, agli articoli 18-bis e 31; b) ...omissis...; c) ...omissis...; d) alle persone fisiche, in caso di inosservanza dell'articolo 32-quater, commi 1 e 3, ovvero in caso di esercizio dell'attività di gestore di portale in assenza dell'iscrizione nel registro di cui all'articolo 50-quinquies

della Consob la disciplina dello svolgimento delle procedure e la composizione dell'organo.

Il risultato dell'intervento legislativo fu quello di affiancare alla Camera un nuovo organismo, deludendo le aspettative della Consob che aveva chiesto solo l'istituzione di un organo simile all'ABF in materia di investimenti finanziari, fondato su due principi fondamentali: l'obbligatorietà dell'adesione al sistema da parte dell'intermediario e il carattere decisorio delle pronunce<sup>7</sup>.

Solo con la legge 28 dicembre 2015, n. 208 (c.d. legge di stabilità 2016) è stata accolta la richiesta di abrogazione delle norme del d.lgs. n. 179/2007 sull'attività della Camera a partire dalla data di avvio dell'operatività del nuovo organismo (art. 1, comma 47), affidando alla Consob il compito di dettare, con apposito regolamento, le norme transitorie per la per la definizione delle procedure di conciliazione che risultassero

---

<sup>6</sup> Art. 2, comma 5-ter. *“La CONSOB determina, con proprio regolamento, nel rispetto dei principi, delle procedure e dei requisiti di cui alla parte V, titolo II-bis del decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206, e successive modificazioni, i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione delle controversie di cui al comma 5-bis nonché i criteri di composizione dell'organo decidente, in modo che risulti assicurata l'imparzialità dello stesso e la rappresentatività dei soggetti interessati. Alla copertura delle relative spese di funzionamento si provvede, senza nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica, ai sensi dell'articolo 9, comma 2”.* (Comma aggiunto dall'art. 1-bis del D Lgs 130 del 6-8-2015).

Legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di stabilità), art. 1, comma 47: *“ Gli articoli 2, commi da 1 a 5, 3, 4, 5 e 6 del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, sono abrogati dalla data in cui diviene operativo l'organo decidente di cui al comma 5-ter dell'articolo 2 del citato decreto legislativo n. 179 del 2007. Il regolamento della CONSOB indicato al citato comma 5-ter dell'articolo 2 del decreto legislativo n. 179 del 2007, prevede, altresì, le disposizioni transitorie per la definizione delle procedure di conciliazione che risultano avviate e non ancora concluse alla data in cui diviene operativo l'organo decidente di cui al primo periodo”.*

Art 4, reg. 4 maggio 2016, n. 19602, art. 4. *“1. L'Arbitro conosce delle controversie fra investitori e intermediari relative alla violazione da parte di questi ultimi degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza previsti nei confronti degli investitori nell'esercizio delle attività disciplinate nella parte II del TUF, incluse le controversie transfrontaliere e le controversie oggetto del Regolamento (UE) n. 524/2013. 2. Non rientrano nell'ambito di operatività dell'Arbitro le controversie che implicano la richiesta di somme di denaro per un importo superiore a euro cinquecentomila. 3. Sono esclusi dalla cognizione dell'Arbitro i danni che non sono conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento o della violazione da parte dell'intermediario degli obblighi di cui al comma 1 e quelli che non hanno natura patrimoniale. 4. L'Arbitro promuove forme di collaborazione con gli organismi di risoluzione extragiudiziale delle controversie, anche al fine di risolvere questioni relative alla delimitazione delle reciproche competenze”.*

<sup>7</sup>La scelta della Consob, costituisce un ulteriore precedente per le altre Autorità indipendenti, che potranno istituire sistemi conciliativi (sul modello Agcom o Aeegsi) o aggiudicativi (sul modello ABF e ACF) e in particolare l'IVass per il settore assicurativo ove un sistema adeguato di ADR potrebbe consentire esiti rapidi ed efficaci, contribuendo a consolidare buone prassi (ma si pensi anche all'ART Autorità per la Regolazione dei Trasporti per la materia di competenza).

avviate e non ancora concluse alla data di operatività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie<sup>8</sup>.

Lo schema di regolamento relativo all'organizzazione e al funzionamento della nuova ADR – dotata «di un potenziale impatto positivo sull'attività di vigilanza, che indirettamente potrà tradursi in ulteriori benefici per gli investitori, in quanto l'analisi dell'operatività di un'istituzione funzionalmente orientata ad accentrare le controversie in materia finanziaria è in grado di fornire indicatori di rischiosità sia dal punto di vista soggettivo (intermediari) che oggettivo (servizi di investimento)»<sup>9</sup> è stato redatto dalla Consob, tenendo conto degli indirizzi per l'attuazione del d.leg. n. 130/2015 condivisi dal Tavolo di coordinamento e di indirizzo istituito presso il Ministero dello Sviluppo Economico<sup>10</sup>. Le disposizioni definitive del «Regolamento di attuazione dell'articolo 2, commi 5-bis e 5-ter, del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, concernente l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF)» sono state emanate dalla Consob con la delibera n. 19602 del 4 maggio 2016 (di seguito anche il «Regolamento»). Il citato regolamento è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 116 del 19 maggio 2016 ed è entrato in vigore il 3 giugno 2016.

A tutt'oggi si attende la nomina da parte della Consob dei componenti e del relativo ufficio di segreteria

## 2. Competenza

L'Arbitro istituito presso la Consob (ACF) è competente per le controversie insorte fra gli investitori e gli intermediari per la violazione da parte degli intermediari degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nell'esercizio delle attività disciplinate nella parte II del Tuf, incluse le controversie transfrontaliere e quelle oggetto del Regolamento (UE) n. 524/2013 (art. 4, Reg. n. 19602/2016)<sup>11</sup>. Si tratta, quindi, di

---

<sup>8</sup> Legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di stabilità), art. 1, comma 47: “ *Gli articoli 2, commi da 1 a 5, 3, 4, 5 e 6 del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, sono abrogati dalla data in cui diviene operativo l'organo decidente di cui al comma 5-ter dell'articolo 2 del citato decreto legislativo n. 179 del 2007. Il regolamento della CONSOB indicato al citato comma 5-ter dell'articolo 2 del decreto legislativo n. 179 del 2007, prevede, altresì, le disposizioni transitorie per la definizione delle procedure di conciliazione che risultano avviate e non ancora concluse alla data in cui diviene operativo l'organo decidente di cui al primo periodo*”.

<sup>9</sup> V. Consob, Relazione illustrativa delle conseguenze sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, derivanti dal Regolamento concernente l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), p. 2).

<sup>10</sup> Per i contributi pervenuti, v. Consob, Adozione del Regolamento di attuazione dell'art. 2, comma 5-ter, d.leg. n. 179/2007, concernente l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) – Per gli Esiti della consultazione, [vedi http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/Tavolo\\_coordinamento\\_indirizzo.pdf](http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/Tavolo_coordinamento_indirizzo.pdf), e sottoposto a consultazione pubblica

<sup>11</sup> Art 4, reg. 4 maggio 2016, n. 19602: “*1. L'Arbitro conosce delle controversie fra investitori e intermediari relative alla violazione da parte di questi ultimi degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza previsti nei confronti degli investitori nell'esercizio delle attività disciplinate*”

una competenza di carattere generale in materia di contratti di investimento che abbraccia sia ipotesi di responsabilità contrattuale che extracontrattuale. Rinvia ad apposito paragrafo un più profonda disamina.

L'ACF può pronunciare sia decisioni di mero accertamento (cessazione di determinate condotte, consegna di documento ecc.) che di condanna (pagamento di somme a titolo restitutorio o risarcitorio). Per le controversie aventi ad oggetto somme di denaro la competenza dell'organo è delimitata a cinquecento mila euro (art. 4, comma 2, reg.). In merito, la fissazione di un limite alla competenza per valore desta qualche perplessità in quanto, la vecchia Camera di Conciliazione e Arbitrato è stata destinatarie di istanze di importo anche superiore al milione di euro. Per inciso si segnala che sono esclusi dalla competenza dell'Arbitro i danni che non sono conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento o della violazione di obblighi da parte dell'intermediario.

E', infine, previsto che l'Arbitro debba promuovere forme di collaborazione con gli altri organismi che operano nel campo della risoluzione alternativa delle controversie, anche al fine di risolvere questioni relative alla delimitazione delle rispettive competenze (art. 4, comma 4, Reg.).

### **3. Composizione dell'organo**

Sulla scia dell'ABF il collegio del nuovo organo è composto da un Presidente e 4 membri, scelti tra persone di specifica e comprovata competenza ed esperienza, di indiscussa indipendenza e onorabilità, nominati dalla Consob. Il Presidente dura in carica 5 anni, mentre gli altri membri 3 e possono essere confermati una sola volta. Alla Consob è riconosciuto il potere di nominare direttamente il Presidente e due membri del collegio, nonché i sostituti. I restanti due componenti sono designati rispettivamente: - dalle associazioni di categoria degli intermediari maggiormente rappresentative a livello nazionale; - dal Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti. La composizione del collegio arbitrale riflette l'esigenza di rappresentare al suo interno i diversi interessi coinvolti. Per i membri esterni, al fine di assicurare l'imparzialità dell'organo, è previsto che non possano far parte del collegio coloro che, negli ultimi due anni, hanno ricoperto cariche sociali o svolto attività di lavoro subordinato o comunque inseriti nell'organizzazione aziendale degli intermediari che hanno l'obbligo di aderire all'Arbitro.

---

*nella parte II del TUF, incluse le controversie transfrontaliere e le controversie oggetto del Regolamento (UE) n. 524/2013. 2. Non rientrano nell'ambito di operatività dell'Arbitro le controversie che implicano la richiesta di somme di denaro per un importo superiore a euro cinquecentomila. 3. Sono esclusi dalla cognizione dell'Arbitro i danni che non sono conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento o della violazione da parte dell'intermediario degli obblighi di cui al comma 1 e quelli che non hanno natura patrimoniale. 4. L'Arbitro promuove forme di collaborazione con gli organismi di risoluzione extragiudiziale delle controversie, anche al fine di risolvere questioni relative alla delimitazione delle reciproche competenze".*

Per essere nominati membri dell'ACF è necessario appartenere a determinate categorie professionali (avvocati, dottori commercialisti, notai, magistrati, professori universitari, dirigenti dello Stato o di autorità indipendenti). E', inoltre, richiesta una specifica competenza ed esperienza in discipline giuridiche o economiche (art. 6, reg. 19602/2016)<sup>12</sup>.

In particolare: - gli avvocati devono essere abilitati al patrocinio avanti alle magistrature superiori; - i dottori commercialisti, iscritti alla "sezione A" dell'albo da almeno 12 anni; - i notai devono possedere almeno 6 anni di anzianità di servizio; - per i magistrati è prevista una distinzione tra la carriera ordinaria e quella amministrativa e contabile. Gli appartenenti alla prima categoria devono possedere un'anzianità di servizio di almeno 12 anni o essere in quiescenza. Per quelli amministrativi e contabili, invece, è sufficiente un'anzianità di 6 anni o la posizione di quiescenza; - per i professori universitari è richiesta la posizione di ruolo e l'insegnamento di materie giuridiche o economiche. Possono essere nominati membri sia i docenti in servizio che quelli in quiescenza; - i dirigenti dello Stato o di Autorità indipendenti, oltre che laureati in discipline economiche o giuridiche, devono essere in possesso di un'anzianità pari almeno a 20 anni di servizio. E' indifferente che siano in servizio o in quiescenza.

---

<sup>12</sup> Art. 6 (Requisiti di professionalità e di onorabilità): *"1. I componenti del collegio sono individuati tra le seguenti categorie, nei termini consentiti dai rispettivi ordinamenti: a) avvocati iscritti agli albi ordinari e speciali abilitati al patrocinio avanti alle magistrature superiori; dottori commercialisti iscritti nella Sezione A) dell'albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili da almeno dodici anni; b) notai con almeno sei anni di anzianità di servizio; magistrati ordinari, in servizio da almeno dodici anni o in quiescenza; magistrati amministrativi e contabili con almeno sei anni di anzianità di servizio o in quiescenza; c) professori universitari di ruolo in materie giuridiche o economiche in servizio o in quiescenza; dirigenti dello Stato o di Autorità indipendenti con almeno venti anni di anzianità di servizio laureati in discipline giuridiche o economiche, in servizio o in quiescenza. 2. Non possono essere nominati componenti del collegio i dipendenti in servizio della Consob che nei precedenti due anni sono stati preposti o assegnati a unità organizzative con funzioni di vigilanza ovvero sanzionatorie nelle materie di competenza dell'Arbitro. Ove sia nominato componente un dipendente della Consob, questi opera con piena autonomia funzionale. 3. Ai fini della nomina i componenti del collegio non devono, salvo gli effetti della riabilitazione: a) trovarsi in condizione di interdizione, inabilitazione ovvero aver subito una condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi; b) essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159; c) essere stati condannati con sentenza irrevocabile: 1) a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento; 2) a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto 16 marzo 1942, n. 267; 3) alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; 4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per qualunque delitto non colposo; d) essere stati condannati a una delle pene indicate nella lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato. 4. La originaria inesistenza o la sopravvenuta perdita dei requisiti indicati nel presente articolo importa la decadenza dalla carica. La decadenza è pronunciata dalla Consob, sentiti gli interessati, entro sessanta giorni dalla conoscenza della mancanza o della sopravvenuta perdita dei requisiti".*

La composizione dell'organo è di fondamentale importanza, in quanto il successo dell'iniziativa, specialmente nella fase di avvio, dipende dall'autorevolezza e dal prestigio dei suoi membri. I requisiti previsti dal regolamento Consob, però, sono molto generici e non tengono conto del tecnicismo della materia. Il problema potrebbe essere risolto attraverso la nomina ai vertici dell'organismo di dirigenti appartenenti alla carriera direttiva superiore della Consob che apporterebbero la necessaria competenza tecnica. La suddetta soluzione, già adottata per la Camera di Conciliazione e Arbitrato, sarebbe anche la più economica in termini di costi in quanto, ai sensi della delibera Consob n. 19622 dell'8 giugno 2016, *“ai componenti del collegio che siano dipendenti della Consob non è dovuto alcun compenso o rimborso spese ...”*. In tal caso, però, in ossequio al parere espresso dall'Adunanza Generale del Consiglio di Stato sulla natura giuridica della Camera di Conciliazione e Arbitrato e anche al fine di salvaguardare l'indipendenza dell'organo, è necessario rimarcare ancora di più la separazione fra le attività di vigilanza e sanzionatorie svolte dalla Consob e quella arbitrale esercitata dal nuovo organo.

#### **4. Legittimazione attiva e passiva**

La legittimazione attiva è stata riconosciuta solo all'investitore *retail*, con esclusione dei soggetti inquadrabili nelle categorie delle controparti qualificate e dei clienti professionali (art. 2, lett. g), reg.). L'esclusione della clientela professionale, se da un lato semplifica il funzionamento dell'organo dell'altra riduce la platea dei legittimati, escludendo soggetti, comunque meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento, come l'esperienza della Camera di Conciliazione ed Arbitrato ha evidenziato. I criteri sono quelli determinati dai parametri forniti all'Allegato 3 del Regolamento Intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007<sup>13</sup>. Il ricorso all'Arbitro è gratuito e va presentato personalmente o per il tramite di un'associazione di categoria o di un procuratore speciale (art. 10 reg.)<sup>14</sup>, a seguito di rigetto del reclamo<sup>15</sup>. L'accesso

---

<sup>13</sup> Vedi, *“Un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume. I. Clienti professionali di diritto Si intendono clienti professionali per tutti i servizi e gli strumenti di investimento: (1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio; (2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: - totale di bilancio: 20 000 000 EUR, - fatturato netto: 40 000 000 EUR, - fondi propri: 2 000 000 EUR. (3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie”*.

<sup>14</sup> Articolo 18 (Spese del procedimento), *“1. L'accesso al procedimento è gratuito per il ricorrente. Le spese per l'avvio del procedimento sono poste a carico del fondo di cui all'articolo 8 del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, e successive modificazioni, nei limiti di capienza del medesimo. Nel*

all'ACF è gratuito per l'investitore (art. 18, Regolamento) – ma la previsione sarà oggetto di valutazione nell'ambito della prima revisione del Regolamento – e le spese per l'avvio della procedura – per la quale è prevista, al fine di ridurre gli oneri amministrativi, l'informatizzazione entro due anni – sono poste a carico del «Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori», nel quale saranno versati metà degli importi delle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate nei confronti degli intermediari inadempienti<sup>16</sup>. In tal senso, accogliendo anche le richieste avanzate in sede di consultazione, la Consob ha acconsentito la trasmissione del ricorso anche per via non telematica subordinandola a talune condizioni (esercizio della facoltà solo nel primo biennio ed esclusione dell'accesso cartaceo per i ricorsi presentati tramite associazioni di categoria o procuratori).

Per quanto riguarda la legittimazione passiva, invece, sono ricompresi: i soggetti abilitati ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. r), Tuf<sup>17</sup> e riguarda sia l'attività posta in essere direttamente che quella mediante consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede ai sensi dell'art. 31 Tuf ; - la società Poste Italiane, anche con riguardo all'attività

---

*caso di temporanea incapienza del predetto fondo, la Consob provvede alla copertura delle spese di cui al comma 1 con le risorse di cui all'articolo 40, comma 3, della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e successive modificazioni. 2. Le spese indicate al comma 1 ammontano a: a) euro cinquanta per le controversie in cui l'importo richiesto non superi euro cinquantamila; b) euro cento per le controversie in cui l'importo richiesto sia superiore a euro cinquantamila e fino a euro centomila; c) euro duecento per le controversie in cui l'importo richiesto sia superiore a euro centomila. 3. Ove il collegio accolga in tutto o in parte il ricorso, l'intermediario è tenuto a versare la somma di: a) euro quattrocento per le controversie in cui non sia riconosciuto alcun importo ovvero l'importo riconosciuto al ricorrente non superi euro cinquantamila; b) euro cinquecento per le controversie in cui l'importo riconosciuto al ricorrente sia superiore a euro cinquantamila e fino a euro centomila; c) euro seicento per le controversie in cui l'importo riconosciuto al ricorrente sia superiore a euro centomila”.*

<sup>15</sup> Per eventuali contestazioni relativamente a comportamenti o omissioni inerenti servizi bancari o prodotti e servizi di investimento, gli intermediari finanziari devono attivare una procedura dove il cliente può presentare un reclamo scritto per posta ordinaria, per email e/o per posta elettronica certificata. Il cliente è tenuto ad indicare chiaramente nome, cognome e le informazioni utili per poterti ricontattare (telefono, indirizzo aggiornato, email, ecc.). Ogni reclamo dovrà essere gestito ed evaso ed esige una risposta per iscritto, generalmente entro 90 giorni per i reclami relativi a servizi di investimento. Se il reclamo sarà ritenuto fondato, l'intermediario ne dovrà comunque dare comunicazione per iscritto indicando le iniziative che si impegna ad assumere e i tempi per la relativa realizzazione. Qualora, invece, il reclamo non venga accolto perché ritenuto infondato, l'intermediario è tenuto a rispondere comunque per iscritto illustrando, in maniera chiara ed esaustiva, le motivazioni del rigetto e fornendo indicazioni in merito alla possibilità di ricorrere a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie. Vedi Comunicazione Banca d'Italia del 28 aprile 2016.

<sup>16</sup> V. Consob, Relazione illustrativa delle conseguenze sull'attività delle imprese, cit., 3, nella quale si legge anche che «ove la disponibilità del fondo dovesse eccedere gli importi necessari a coprire le spese di accesso, l'eventuale parte residua sarà utilizzata dalla Consob per sostenere l'adozione di ulteriori misure a favore degli investitori, anche con riguardo alla tematica dell'educazione finanziaria».

<sup>17</sup> Art. 1, lett. r) "soggetti abilitati": *le SIM, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, le Sicav nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento”.*

svolta per suo conto da parte di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede; - i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria (art. 18-bis e 18-ter, Tuf); - i gestori di portali per la raccolta di capitali per *start-up* innovative e PMI innovative<sup>18</sup>; - le imprese di assicurazione, limitatamente all'offerta in sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari dalle stesse emesse.

## 5. Istruttoria e decisione

La presentazione del ricorso avvia la procedura arbitrale. La segreteria tecnica è chiamata a valutarne la ricevibilità e l'ammissibilità ed a curarne la trasmissione all'intermediario. L'intermediario, ricevuta la documentazione ha l'obbligo di far pervenire all'Arbitro le proprie deduzioni, corredate dell'intera documentazione relativa al rapporto contrattuale oggetto di contestazione.

Il procedimento si svolge sulla base di un contraddittorio attenuato (art. 11, Regolamento) e spetta all'intermediario, in coerenza con quanto previsto dall'art. 23, comma 6, TUF e dalla giurisprudenza della Cassazione<sup>19</sup> provare di aver assolto agli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nei confronti degli investitori (art. 15, comma 2, Regolamento). Resta, invece, a carico dell'investitore, a pena di inammissibilità, l'onere di determinare la “... *cosa oggetto della domanda e la esposizione dei fatti costituenti le ragioni della domanda, con le relative conclusioni*” (art. 12, comma 2, lett. a), reg.). Inoltre, nelle controversie aventi ad oggetto una pretesa risarcitoria, l'investitore ha l'onere di provare l'ammontare dei danni conseguenti all'inadempimento dell'intermediario<sup>20</sup>. Gli strumenti probatori sono limitati a quelli documentali, in quanto eventuali perizie o analisi tecniche poste a fondamento delle argomentazioni delle parti potranno essere prese in considerazione, ma senza la possibilità di procedere ad audizioni o ad assunzioni di dichiarazioni testimoniali in forma scritta. Desta molte perplessità la mancanza di strumenti istruttori diretti a disposizione del collegio. Il regolamento si limita soltanto a prevedere un generico potere di chiedere “*ulteriori elementi informativi*”. Dai lavori preparatori, risulta che la limitazione degli strumenti di indagine è in linea con l'esigenza di celerità del procedimento da cui deriva la necessità di ridurre l'accertamento ai soli documenti prodotti dalle parti, in particolare dall'intermediario.

---

<sup>18</sup> Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line, Adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 ed aggiornato con modifiche apportate dalla delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016.

<sup>19</sup> Vedi., inter alia, Cass. 26 ottobre 2015, n. 21711, Foro it., Le banche dati, archivio Cassazione civile; 17 febbraio 2009, n. 3773, Foro it., Rep. 2009, voce Intermediazione finanziaria, n. 166 (e Banca, borsa ecc., 2010, ii, 687, con nota di Corradi).

<sup>20</sup> Articolo 12 (Irricevibilità e inammissibilità del ricorso) “1. Il ricorso è irricevibile quando non sono osservate le condizioni previste dall'articolo 10. 2. Il ricorso è inammissibile quando: a) non contiene la determinazione della cosa oggetto della domanda e la esposizione dei fatti costituenti le ragioni della domanda, con le relative conclusioni; b) la controversia non rientra nell'ambito di operatività dell'Arbitro, come definito dall'articolo 4”.

Il collegio deve definire il procedimento entro novanta giorni dal completamento del fascicolo – salvo proroga, per un periodo non superiore a novanta giorni, che può essere disposta su richiesta di entrambe le parti oppure se necessario per la particolare complessità o novità delle questioni trattate –, applicando le norme giuridiche che disciplinano la materia e tenendo conto degli atti di carattere generale emanati dalla Consob e dall’AESFEM, delle linee guida delle associazioni di categoria validate dalla Consob, dei codici di condotta delle associazioni di categoria ai quali l’intermediario aderisce (artt. 14, commi 1, 2 e 3; 15, comma 1, Regolamento).

La decisione deve essere motivata e, in caso di accoglimento del ricorso, indica il termine entro il quale l’intermediario deve provvedere alla sua esecuzione (art. 15, commi 1 e 3, Regolamento). L’eventuale inadempimento è sanzionato con la pubblicazione della notizia sul sito web dell’ACF e, a cura e spese dell’intermediario, su due quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico, nonché sulla pagina iniziale del sito web dell’intermediario per una durata di sei mesi (art. 16, comma 3, Regolamento).

## **6. Esecuzione delle decisioni**

Circa le pronunce adottate dall’ACF, esse non sono suscettibili di acquistare efficacia di giudicato. Esse si limitano dunque ad avere un impatto reputazione<sup>21</sup>.

La pubblicazione di dati aggregati, oltre che di singoli provvedimenti, potrà rafforzare l’impatto “reputazionale” dell’Arbitro, incentivando la conformità sostanziale degli intermediari»<sup>22</sup> resta salvo per gli investitori, così come per gli intermediari, il diritto di ricorrere all’autorità giudiziaria ovvero ad ogni altro mezzo previsto dall’ordinamento per la tutela dei propri diritti ed interessi.

Sulla falsariga della disciplina prevista per l’Arbitro Bancario Finanziario, il regolamento Consob prevede che, in caso di decisione favorevole all’investitore, l’intermediario comunichi all’Arbitro gli atti posti in essere per conformarsi alla decisione.

Qualora vi sia il sospetto di mancata esecuzione, la segreteria tecnica invita le parti a fornire chiarimenti, chiedendo anche notizie sull’eventuale avvio di un procedimento giurisdizionale<sup>23</sup> e, al termine dell’istruttoria redige una relazione per il collegio. Se il

<sup>21</sup> La reputazione di un’azienda è un asset fondamentale, per gli istituti finanziari lo è ancora di più. Alla base del contratto Istituto Finanziario/Clienti c’è un rapporto di fiducia e aspettative di comportamento etico. In generale attacchi alla reputazione determinano in conseguenza: un minore valore del *brand*; un eventuale impatto sullo *share price* se la reputazione ha delle ricadute sul P&L dell’azienda; perdita della relazione con clienti e controparti; in generale perdita di forza negoziale con gli *stakeholders*.

<sup>22</sup> Vedi Consob, “Relazione illustrativa delle conseguenze sull’attività delle imprese”, cit., p. 3.

<sup>23</sup> Dal 21 marzo 2011 è in vigore l’obbligo di esperire il procedimento di mediazione quale condizione di procedibilità della domanda giudiziale in materia di contratti bancari, finanziari e assicurativi, come stabilito dal Decreto Legislativo 4 marzo 2010, n. 28 e successive modifiche. Si ricorda che, la mediazione è l’attività professionale svolta da un terzo imparziale e finalizzata ad assistere due o più

collegio accerti la mancata esecuzione, anche parziale della decisione, dispone che l'inadempimento venga reso noto mediante pubblicazione sul sito *web* dell'Arbitro e, a cura e spese dell'intermediario, su due quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico nonché sulla pagina iniziale del sito *web* dell'intermediario stesso per la durata di sei mesi (art. 16, commi 1-3, reg.)<sup>24</sup>.

## 7. Ambito e contenuto decisorio

Tracciato in linea generale le caratteristiche del nuovo organismo, verifichiamo le norme che guideranno le decisioni del Arbitro.

Come noto, la disciplina normativa nazionale primaria e secondaria (articolo 21 Tuf ed articoli dal 27 al 36 del regolamento intermediari n. 16190/2007) disciplina l'informativa dei soggetti abilitati all'attività di intermediazione nei rapporti di offerta, collocamento ed esecuzione o prestazione di servizi d'investimento con gli investitori, imponendo obblighi di divulgazione di informazioni specifici con riferimento all'intermediario, ai servizi di investimento prestati, agli strumenti finanziari oggetto di intermediazione. La citata materia, basata sul presupposto che sussistano asimmetrie informative tra le parti e presupponendo, in particolare, che l'intermediario sia in posizione di vantaggio rispetto al cliente è stata integrata da orientamenti ed indirizzi interpretativi forniti dalla Consob e del *The European Securities and Markets Authority* (in breve ESMA). In particolare, si tratta di atti a carattere generale sul tema della informativa alla clientela che forniscono indicazioni e chiarimenti nel contesto delle regole di condotta ed in materia di conflitto di interessi previsti dalla MiFID, tesi a orientare gli intermediari secondo criteri in grado di assicurare il perseguimento del miglior interesse dei clienti.

In tal senso la comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, riguardante la distribuzione dei prodotti illiquidi ai clienti al dettaglio e la comunicazione n. 0097996 del 12

---

soggetti sia nella ricerca di un accordo amichevole per la composizione di una controversia, sia nella formulazione di una proposta per la risoluzione della stessa. L'Arbitro per le Controverse finanziarie, non è organo esclusivo, ben potendo procedere a conciliazione presso altri organismi di ADR.

<sup>24</sup> Art. 16, Reg. "1. L'intermediario comunica all'Arbitro gli atti realizzati al fine di conformarsi alla decisione, entro il termine previsto all'articolo 15, comma 3. 2. Quando vi è il sospetto, anche a seguito delle informazioni ricevute ai sensi del comma 1, che l'intermediario non abbia eseguito la decisione, la segreteria invita le parti a fornire chiarimenti nel termine di trenta giorni, chiedendo anche notizie sull'eventuale avvio di un procedimento giurisdizionale avente ad oggetto i fatti posti a base del ricorso. La segreteria, sulla base delle informazioni e dei documenti acquisiti, redige una apposita relazione per il collegio. 3. La mancata esecuzione, anche parziale, della decisione da parte dell'intermediario, ove accertata dal collegio, è resa nota mediante pubblicazione sul sito *web* dell'Arbitro e, a cura e spese dell'intermediario inadempiente, su due quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico, e sulla pagina iniziale del sito *web* dell'intermediario per una durata di sei mesi. A margine della pubblicazione viene altresì indicato, sulla base delle informazioni comunicate ai sensi del comma 2, l'eventuale avvio di un procedimento giurisdizionale. 4. L'intermediario può in ogni momento chiedere alla segreteria tecnica che l'Arbitro pubblichi sul proprio sito *web* informazioni circa l'avvio di un procedimento giurisdizionale avente ad oggetto i fatti posti a base del ricorso o sul suo esito".

dicembre 2014, in tema di distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail, che recepisce l'opinione dell'ESMA aventi ad oggetto *“MiFID practices for firms selling complex products”* del 7 febbraio 2014 e *“Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements”* del 27 marzo 2014. Nel novero degli interventi Consob in materia di trasparenza va segnalata anche la comunicazione n. 0090430 del 24 novembre 2015, relativa alle informazioni appropriate da rendere ai clienti sulle novità derivanti dal recepimento della direttiva n. 2014/59/UE c.d. *“Banking Resolution and Recovery Directive BRRD, intervento ricordiamolo prende le mosse dalle Guidelines on complex debt instruments and structured deposits”*, emanate il 26 novembre 2015 dall'ESMA. Da segnalare, INOLTRE, le ESMA *“Guidelines on Cross-Selling Practices under MiFID II (guidelines) to ensure investors are treated fairly when an investment firm offers two or more financial products or services as part of a package”* del 22 dicembre 2015 adottati in cooperazione con l'EBA e l'EIOPA.

La materia si segnala è in continua evoluzione, in considerazione dell'ulteriore innalzamento delle misure di trasparenza contenute nella direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID2) la cui entrata in vigore è prevista per il 3 gennaio 2018 e del recepimento del regolamento (UE) n. 1286/2014 (c.d. Regolamento Priips) previsto per il 31 dicembre 2016.

Di recente si segnala, inoltre, la Raccomandazione recante linee guida in materia di inserimento e redazione delle *“Avvertenze per l'Investitore”* dei prospetti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari n. 0096857 emanata dalla Consob il 28 ottobre 2016 e la Raccomandazione del 18 ottobre scorso in materia di *“Distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale”*<sup>25</sup>.

## 8. La disciplina dell'informativa

Vediamo ora nel dettaglio gli oneri in materia *disclosure*, ovvero di divulgazione di informazioni, da fornire alla clientela che in astratto sono idonei a fornire una rappresentazione efficace delle caratteristiche del prodotto trattato e del servizio di investimento prestato. Prendiamoci solo un istante per individuare l'ambito oggettivo, ovvero i prodotti, e quello soggettivo, ovvero, i soggetti che prestano i servizi relativi alla disciplina citata e che, pertanto, sono tenuti al rispetto della disciplina in esame. Con riferimento ai prodotti, vi ricadono quelli previsti dall'articolo 1, comma 1, lettera u) e comma 2, del decreto legislativo 24 febbraio, 198 n. 58, c.d. Testo Unico della

---

<sup>25</sup> Si segnala che con le raccomandazioni citate, la Consob ha emanato due delle tre Raccomandazioni poste in consultazione il 9 maggio di quest'anno. In particolare, la terza, quella sulle *“Informazioni-chiave da fornire ai clienti al dettaglio nella distribuzione di prodotti finanziari”* è tuttora in esame in quanto la valutazione, come precisato dalla stessa Consob con comunicato alla stampa del 30 ottobre 2016, *“terrà conto degli sviluppi in ambito europeo della direttiva comunitaria sui prodotti finanziari pre-assemblati di matrice bancaria ed assicurativa (Priips), al fine di assicurare piena coerenza fra le iniziative di regolamentazione assunte a livello nazionale e la legislazione europea in fase di definizione”*.

Finanza (TUF), mentre quanto ai soggetti il riferimento va fatto all'articolo 1, lettera r) ed esercitano l'attività prevista all'articolo 1, comma 5, del citato decreto. Rinviano alle monte trattazioni in materia, qui ci si limita a ricordare che, quanto alla individuazione dei soggetti meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento, i c.d. clienti *retail* vanno individuati secondo le modalità previste nell'Allegato 3 "clienti professionali privati" del Regolamento Intermediari n. 16190/2007.

Un particolare problema si pone nel caso in cui il ruolo di emittente (*securities issuer*) e quello di distributore non coincidano<sup>26</sup>. Mentre nel primo caso, infatti, l'intermediario dispone delle informazioni necessaria per la comprensione del prodotto che colloca, non è così generalmente nel caso in cui, appunto, il distributore non è l'emittente del titolo. In particolare, si segnala una responsabilità di trasparenza a carico del distributore, con riferimento appunto all'ipotesi di non coincidenza, che può essere definita come rafforzata.

Si segnala, infatti, che l'art. 25-bis del TUF, estende alla banche ed alle imprese d'assicurazione gli articoli 21 e 23 con riferimento alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari, prevedendo l'onere a carico del distributore di acquisire informazioni utili per la *disclosure* ai clienti, anche con accordi con l'emittente che, in caso di mancanza, possono addirittura prevedere l'inibizione alla vendita del prodotto finanziario. Resta, naturalmente, nella responsabilità del distributore lo svolgimento di una autonoma e critica *due diligence* nell'ambito dei propri processi di *product governance*, e fine di servire al meglio l'interesse del cliente. In tal senso, infatti, si esprime l'Opinion "*MiFID practices for firms selling complex products*" più sopra citata.

## 9. Le caratteristiche dell'Informativa

L'indagine che proseguirà avrà lo scopo di individuare, sulla base delle norme vigenti ed, in particolare, delle comunicazioni di raccomandazioni della Consob fino ad ora finora emanati, i criteri e le modalità della *disclosure* al cliente al *retail*. Informativa resa agli investitori deve essere corretta chiara e non fuorviante, dove, la correttezza attiene sia alla conformità formale alle norme che alla sostanza delle stesse, in particolare ciò significa: consegna documenti previsti, l'onere di raccolta delle informazioni sulla situazione finanziaria del cliente e sui rischi delle operazioni finanziarie poste in essere nonché del servizio offerto, delle perdite possibili, e sull'adeguatezza dell'operazione e sui conflitti d'interesse.

Il linguaggio con cui vanno fornite le informazioni deve essere, inoltre, semplice e comprensibile ad un investitore medio. L'informazione deve essere sintetica, ovverosia, deve evitare inutili divagazioni, concentrandosi sulle sole informazioni importanti per assicurare al risparmiatore la consapevolezza dell'investimento, ovvero, la conoscenza

---

<sup>26</sup>I *manufacturers*, peraltro, dovrebbero essere in grado di assicurare, sulla base di analisi rigorose, che i prodotti ingegnerizzati soddisfino le esigenze finanziarie, gli obiettivi di investimento, le conoscenze e le esperienze del target market identificato.

di ciò sta si acquistato e dei rischi che sono connessi all'acquisto. Le informazioni devono, peraltro, essere obiettive nel senso che devono essere evitate ipotesi che sovrastimano i risultati positivi e, viceversa, sottostimano le perdite, e comunque occultino, in qualsiasi modo, i potenziali rischi.

Il complesso dell'informazione fornita deve essere, peraltro, coerente e, i dati e le notizie oggetto dell'informazione devono essere costantemente aggiornati. Peraltro, nel calcolo dei rendimenti è opportuno che siano utilizzate metodologie diffuse sul mercato e che i modelli di calcolo utilizzati siano coerenti con quelli comunemente impiegati per la valutazione delle attività finanziarie. I dati e notizie fornite alla clientela devono essere elaborate dalla competente delle funzioni aziendali e controllate dalla *compliance* o altro soggetto deputato al controllo.

Va osservato che, comunque, nella valutazione del livello di *disclosure* da fornire al cliente va tenuto presente la natura del servizio in concreto reso dall'investitore nonché le specifiche modalità di svolgimento dello stesso. In tal senso occorre senz'altro distinguere se il servizio prestato è un servizio di consulenza o di gestione del portafoglio, nel qual caso l'intermediario deve assicurarsi dell'adeguatezza del servizio offerto, ovvero, se trattasi di altri servizi, nei quali la valutazione dell'investimento è rimesso ad un'autonoma analisi giudizio del cliente.

## 10. Le informazioni chiave

Tutto ciò premesso, potremmo individuare un *set* di informazioni chiave da rendere agli investitori prima del compimento di un'operazione d'investimento, da poter essere sintetizzati all'interno di un documento predefinito (c.d. scheda prodotto) da consegnare al cliente prima della conclusione dell'operazione. Ciò premesso, entrando nel vivo della discussione, la prima informazione da rendere ai clienti riguarda i cosiddetti "dati anagrafici" che ad ora emanate, le informazioni che permettono di individuare il prodotto finanziario specifico. Si tratta, in buona sostanza, della denominazione prodotto e del relativo ISIN, della tipologia, è soggetto emittente, dell'eventuale garante, della durata o della scadenza.

Il *set* informativo dovrebbe ancora informare sulla negoziazione o meno del prodotto finanziario, sulle metodologie impiegate per la determinazione del prezzo, nonché sul trattamento fiscale. Se l'offerta è "prospettata", ovvero il prodotto è offerto sulla base di un prospetto informativo i dire essere data informazione sulle modalità per ottenerlo. Un'attenzione del tutto particolare deve essere fornita alla clientela con riferimento ai rischi finanziari connessi all'investimento. In materia con riferimento al rischio di credito si segnala la necessità di seguire le indicazioni previste nella citata comunicazione Consob del 24 novembre 2015 n. 0090430 in materia di *bail in*. Inoltre, quanto al rischio di liquidità vanno fornite le informazioni di cui alla comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104. Si segnala, peraltro, quanto previsto dall'articolo 31 comma 3, del regolamento n. 16190/2007, con riferimento alla necessario informativa dovuta con riferimento agli effetti derivanti dalla leva finanziaria o dalle

eventuale presenza di un prodotto derivato incorporato nel prodotto, ovvero, eventuali ulteriori di impegni che l'investitore si assume con l'acquisto del prodotto stesso.

Con riferimento all'articolo 32 del sopraccitato regolamento n. 16190/2007, ai clienti deve essere resa informativa sul prezzo del prodotto, sulla struttura e sugli oneri connessi all'investimenti<sup>27</sup>. Il prezzo va opportunamente scomposto delle componenti del valore equo, dei costi impliciti, dei costi di entrare uscita, nonché degli eventuali costi maturazione successiva. Circa il costo equo, ricordiamo che il *fair value* è determinato riferendosi al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo, ovvero, se il valore di mercato non è facilmente individuabile per lo strumento, ma lo è per i suoi componenti o per uno strumento analogo, al valore di mercato dei componenti o dello strumento analogo, oppure, infine, al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, se non è possibile individuare facilmente un mercato attivo. Va evidenziato che, naturalmente, i modelli e le tecniche di valutazione devono essere tali da assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato. La questione pone un'ulteriore problema, con riferimento alla eventuale presenza di costi impliciti, che se presenti devono essere palesati al cliente. La questione si è posti in primo luogo sui contratti swap, ovvero, in quegli accordi tra due controparti, cliente e banca, per scambiare flussi finanziari futuri in accordo a una regola o formula prestabilita. Tale formula dipende dal valore di una o più variabili. I maggior costi a carico del cliente, rispetto al valutazione del valore di mercato rappresenta il costo implicito.

Da ultimo, si rappresenta che il *fair value* non è determinato se l'applicazione dei criteri indicati non dà un risultato attendibile. I rendimenti misurano la redditività dell'attività finanziaria, dando indicazione sui possibili utili del prodotto con posizione della relativa struttura dei pay-off e con evidenza della misura entro il quale sussiste il rischio di perdita totale o parziale del capitale investito. I dati sui risultati passati un prodotto finanziario e/o sulle stime future devono tenere conto delle disposizioni previste all'articolo 28, commi 4, 5 e 6 del sopraccitato regolamento intermediari<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Art. 32 (Informazioni sui costi e sugli oneri) “1. Gli intermediari forniscono ai clienti al dettaglio e potenziali clienti al dettaglio informazioni sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi, comprendenti, ove pertinenti, i seguenti elementi: a) il corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio, comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le imposte che verranno pagate tramite l'intermediario o, se non può essere indicato un corrispettivo esatto, la base per il calcolo dello stesso cosicché il cliente possa verificarlo; b) quando una parte qualsiasi del corrispettivo totale di cui alla lettera a) deve essere pagata o è espressa in valuta estera, l'indicazione di tale valuta, nonché dei tassi e delle spese di cambio applicabili; c) l'indicazione della possibilità che emergano altri costi per il cliente, comprese eventuali imposte, in relazione alle operazioni connesse allo strumento finanziario o al servizio di investimento, che non sono pagati tramite l'intermediario o imposti da esso; d) le modalità per il pagamento. Ai fini della lettera a), le commissioni applicate dall'intermediario vengono in ogni caso indicate separatamente”.

<sup>28</sup> Art. 28 (Condizioni per informazioni corrette, chiare e non fuorvianti)... “4. Quando le informazioni contengono un'indicazione dei risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice finanziario o di

Va evidenziato che, nell'ipotesi in cui siano dell'informazione sui rendimenti passati del prodotto, l'intermediario deve chiarire che le stesse non esprimono né garantiscono il conseguimento di analoghe performance futuro. Il confronto tra prodotti finanziari deve tenere conto delle indicazioni fornite dall'articolo, 28 comma 3, regolamento 16190/2007.

Una serie molto dettagliate informazioni deve essere dato allorché si tratti di vendite abbinate, ovvero, nel caso in cui il servizio sia prestato assieme ad un altro o il prodotto finanziario venduto sia parte di altro prodotto finanziario. In tal caso si applica all'articolo 31, comma 4, del regolamento citato<sup>29</sup>, nonché vanno tenute in debito conto le indicazioni previste dalla *Guidelines on complex debt instruments end structured deposits*, emanate il 26 novembre 2015 dall' ESMA.

---

*un servizio di investimento, esse soddisfano le condizioni seguenti: a) tale indicazione non costituisce l'elemento predominante della comunicazione; b) le informazioni forniscono dati appropriati sui risultati riguardanti: b1) i cinque anni immediatamente precedenti, ovvero b2) l'intero periodo durante il quale lo strumento finanziario è stato offerto, l'indice finanziario è stato creato o il servizio di investimento è stato fornito se inferiore a cinque anni, oppure b3) un periodo più lungo eventualmente deciso dall'intermediario. In ogni caso tali dati sono basati su periodi completi di 12 mesi; c) il periodo di riferimento e la fonte delle informazioni sono chiaramente indicati; d) le informazioni contengono l'avviso evidente che i dati si riferiscono al passato e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri; e) quando tale indicazione si basa su dati espressi in una valuta diversa da quella dello Stato comunitario nel quale il cliente al dettaglio o il potenziale cliente al dettaglio è residente, le informazioni indicano chiaramente tale valuta e avvertono che il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni del cambio; f) quando l'indicazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri. 5. Quando le informazioni includono o fanno riferimento a elaborazioni basate su dati storici, esse devono riguardare uno strumento finanziario o un indice finanziario e soddisfare le condizioni seguenti: a) le elaborazioni basate su dati storici sono basate su dati reali di uno o più strumenti finanziari o indici finanziari che siano identici o soggiacenti allo strumento finanziario in questione ;b) per quanto riguarda i dati storici reali di cui alla lettera a), sono soddisfatte le condizioni di cui al comma 4, lettere a), b), c), e) e f); c) le informazioni contengono l'avviso in forma evidente che i dati si riferiscono a elaborazioni basate su dati storici e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. 6. Quando le informazioni contengono stime sui risultati futuri, esse soddisfano le condizioni seguenti: a) non si basano né contengono riferimenti a proiezioni di risultati passati; b) si basano su ipotesi ragionevoli supportate da dati obiettivi; c) quando l'informazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri; d) evidenziano che tali previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri”.*

<sup>29</sup> Art. 31 (Informazioni sugli strumenti finanziari) “... 4. Quando è probabile che i rischi connessi con uno strumento finanziario o con un'operazione finanziaria che combinano tra loro due o più strumenti o servizi finanziari diversi siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti, l'intermediario fornisce una descrizione adeguata delle singole componenti e del modo in cui la loro interazione accresce i rischi”.