

PREMESSE INTRODUTTIVE IN MATERIA DI *PRODUCT GOVERNANCE*

SOMMARIO: 1. La *product governance* nell'orizzonte evolutivo del diritto dei mercati finanziari: tra tutela del cliente e gestione del rischio di condotta. – 2. *Product governance* e doveri organizzativi: un modello di gestione del rischio di condotta nelle imprese finanziarie. – 3. La portata regolatrice della *product governance* e il ruolo delle Autorità di vigilanza.

1. *La product governance nell'orizzonte evolutivo del diritto dei mercati finanziari: tra tutela del cliente e gestione del rischio di condotta*

L'introduzione di una disciplina dedicata al «governo del prodotto» all'interno del *framework* europeo in materia di servizi di investimento, bancari e assicurativi ha segnato una rilevante tappa evolutiva nel processo di crescita e progressivo “perfezionamento” delle tecniche regolatorie dei mercati.

Se nel suo contenuto essenziale il governo del prodotto (o anche, nell'espressione di matrice anglosassone, *product governance* o *product oversight and governance*) indica un set di regole di ordine procedimentale che impongono ai produttori e distributori di formalizzare il processo di creazione e distribuzione dei nuovi prodotti finanziari per assicurarne la coerenza con il mercato di destinazione, dal punto di vista della ricostruzione sistematica delle logiche e degli strumenti propri del diritto del sistema finanziario può dirsi che la POG si colloca all'intersezione, fungendo da raccordo organico, tra il piano delle *regole di condotta negoziale* relative alla prestazione dei servizi (bancari, d'investimento, assicurativi), ossia regole fondative di precisi obblighi e divieti direttamente rilevanti nel rapporto contrattuale tra l'impresa e la propria clientela, e *regole d'organizzazione d'impresa*, ossia regole il cui contenuto precettivo si attesta sul piano delle modalità di definizione, al livello degli assetti aziendali, delle modalità di svolgimento dell'attività d'impresa.

Una volta acquisito, anche per effetto della giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (cfr. in particolare la decisione Genil¹), che le

¹ CGUE 30 maggio 2013, C-604/11. In dottrina, cfr. tra gli altri D. BUSCH, *The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond*, in *Eu. Rev. Contr. Law*, 13(1) (2017), 70.

regole di condotta pertengono effettivamente a una dimensione privatistica e negoziale (ossia, a rilevanza esterna rispetto ai soggetti tutelati da simili previsioni), si apre un possibile spazio di frattura tra queste regole e la disciplina che attiene, invece, al piano strettamente organizzativo, la quale è stata tradizionalmente ritenuta inidonea a fondare specifici obblighi giuridici in relazione alle controparti contrattuali sull'impresa (sul piano rimediabile, tale aspetto trovando riscontro nella previsione di *sanzioni amministrative* connesse alla violazione di simili obblighi), e che solo le più recenti opinioni dottrinali riconducono a obblighi dotati di rilevanza esterna².

La POG interviene dunque con l'effetto di superare quella tradizionale censura, creando una struttura normativa che fornisca dettagliate regole organizzative, pensate in diretto e intimo rapporto con il piano negoziale, quello della contrattazione d'impresa (di offerta al mercato dei propri servizi e prodotti), e in via strumentale al raggiungimento di quell'obiettivo di *policy* che funge da vera regola cardinale dell'impianto regolatorio, ossia la miglior tutela dell'interesse della clientela.

Il presente studio intende collocarsi nell'ambito ora descritto, per comprendere il significato teorico e applicativo della disciplina (comune ai tre settori del mercato finanziario), per evidenziare come essa concorra a delineare un mutamento sensibile del paradigma regolatorio di riferimento volto a diminuire – o quanto meno a gestire in termini efficienti – i rischi derivanti dalla produzione e distribuzione di strumenti finanziari, nonché di prodotti bancari e assicurativi.

Se dunque appare plausibile individuare nella *product oversight and governance* un autonomo strumento di regolazione rispetto alle tecniche previamente sviluppate a livello normativo, la ricerca qui introdotta mira altresì a comprendere se il rinnovato indirizzo in tema di regolazione rappresenti una risposta “utile” a fronte delle esternalità negative derivanti dall'intermediazione finanziaria. Se, cioè, il governo del prodotto risponda al criterio dell'efficienza e dell'effettività della tutela dei clienti.

A questi fini, occorrerà anzitutto prendere le mosse dall'analisi della prassi finanziaria degli ultimi decenni. Per un verso, infatti, i principali casi di *mis-selling* si sono riscontrati a fronte di rapporti contrattuali (economicamente e giuridicamente) squilibrati a causa anche di insufficienti presidi di informazione. Per l'altro, invece, le nefaste conseguenze patrimoniali subite dalla clientela sono dipese dalla violazione di obblighi non necessariamente di natura informativa. Diversamente, le imprese, a fronte di deficienti presidi organizzativi,

² Con riferimento al settore finanziario, S. COSTA, *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020; in termini più generali, E. GINEVRA, C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, V, 1209.

hanno posto in essere comportamenti collusivi in contrasto con la disciplina positiva³. In altri casi hanno invece adottato una politica produttiva che garantisca un pronto guadagno per gli intermediari, a discapito dei consumatori⁴.

La casistica di riferimento denuncia pertanto, *in primis*, il fallimento del modello regolatorio della *full disclosure*, dal momento che, nonostante il dettaglio delle misure informative, la clientela non dispone degli strumenti necessari per elaborare i dati ricevuti ed esprimere una decisione informata. Al contempo, però, la carenza di adeguati presidi organizzativi e i comportamenti devianti dell'impresa – mossi per di più da ragioni di profitto che dalla volontà di proteggere gli investitori – hanno posto il problema di come indirizzare l'agire imprenditoriale secondo criteri di tutela dei soggetti più vulnerabili e di sostenibilità nel lungo periodo.

L'esperienza operativa ha dunque sollecitato i legislatori e le Autorità di vigilanza a irrobustire il quadro delle regole rivolte a servire al meglio l'interesse dei clienti, così come previsto – in relazione al mercato dei servizi di investimento, ma con principio che è in sé estendibile all'intero comparto finanziario, come inclusivo anche del settore bancario e di quello assicurativo⁵ – dall'art. 21 co. 1 lett. a) del T.u.f. È proprio secondo questo principio ispiratore che si è sviluppata e infine affermata la *product governance*.

Essa, per vero, arricchisce il campo delle strategie di natura contrattuale elaborate dagli studiosi del diritto privato dell'economia e destinate al perseguir-

³ Si pensi al caso della manipolazione del *benchmark* costituito dall'indice LIBOR, avvenuta dal 2005 al 2012, per mano di alcuni dei più significativi enti creditizi del panorama internazionale. Sulla vicenda e sul tema del rischio legato alla violazione delle procedure interne agli intermediari bancari si veda C. P. SKINNER, *Misconduct Risk*, in *Fordh. Law Rev.*, 84(2) (2016), 1559.

⁴ Nel caso dei mutui *sub-prime* le banche hanno concesso finanziamenti a chi non poteva disporre di un adeguato profilo di merito creditizio. Nel 2012, invece, alcune banche inglesi hanno predisposto una politica distributiva avente ad oggetto polizze assicurative abbinate a finanziamenti (cc.dd. PPI) occultando alla clientela la reale utilità dei prodotti collocati (per una visuale completa e per una panoramica sul fronte rimediabile – giuspubblicistico – a una crescente problematica di gestione di queste specifiche *conduct issues*, si veda E. FERRAN, *Regulatory Lessons from the Payment Protection Insurance Mis-selling Scandal in the UK*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 13(2) (2012), 247; D. ELLIS, *Economic freedom mis-sold. Neoliberalism and moral economies of the PPI scandal in the UK*, in D. WHITE, J. WIEGRATZ (eds.), *Neoliberalism and the Moral Economy of Fraud*, Milton-Park-New York, 2016, 155. Tra i *misconduct cases* più rilevanti nel contesto dei mercati finanziari regolati va rammentato anche quello che ha visto coinvolti i dipendenti delle filiali della banca Wells Fargo, che hanno venduto linee di credito, pertanto contratti di conto corrente e carte di credito a clienti inconsapevoli, in aperto contrasto con il regime del conflitto d'interessi (per una disamina del caso, centrata principalmente sulle deficienze interne al modello di *compliance*, si veda T. HAUGH, *The Power Few of Corporate Compliance*, in *Georgia Law Rev.*, 53(1) (2018), 129.

⁵ Cfr. in tema già R. NATOLI, *Il contratto «adeguato»*, Milano, 2012, 131 ss.

mento del *client best interest*. Parte di queste costruzioni rinviengono nell'attività dell'intermediario un ufficio di diritto privato⁶, mentre secondo altre – peraltro vicine a quest'ultima teoria – il contratto finanziario è un rapporto di tipo cooperativo che giustifica l'agire nell'interesse dell'investitore sulla base della *causa mandati*⁷. Per altra dottrina, invece, la disciplina dei servizi sarebbe un'espressione dei cc.dd. *fiduciary duties*: l'intermediario dispone di un potere discrezionale nella gestione del patrimonio investito, sicché è tenuto ad agire in aderenza all'interesse primario del cliente⁸.

L'opzione rappresentata dalla *product governance* risulta però differente rispetto alle soluzioni riportate, principalmente concentrate sul momento della relazione (pre) contrattuale con l'investitore⁹. La POG infatti si posiziona an-

⁶ Secondo la ricostruzione teorica dell'ufficio di diritto privato, l'intermediario, nell'esercizio della sua attività d'impresa dispone di determinati poteri derivanti da altrettanti obblighi. La libertà negoziale dell'impresa è pertanto limitata (d)al perseguimento degli obiettivi sistemici previsti dall'art. 21 co. 1 T.u.f. Più correttamente, appare "piegata" al fine di realizzare l'interesse specifico dell'adeguata formazione del consenso del cliente. Sul tema si vedano le considerazioni di D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, VI, 779-784; 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, IV, 1106 ss.; ID., *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti della negoziazione bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, II, 339.

⁷ Sul tema del modello cooperativo del contratto finanziario – pertanto causalmente diverso e opposto al modello contrattuale del contratto di compravendita – D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, III, 586-588.

⁸ Coglie prontamente l'interazione tra le regole di condotta connotanti i servizi finanziari e il substrato teorico dei doveri fiduciari, soprattutto nella rinnovata prospettiva teorica e pratica delle direttive MiFID, E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, IV, 586-587. Il tema dei doveri fiduciari, modulati in base al tipo di regime dei servizi prestato, è oggetto di analisi anche in F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 130 ss.; 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, in part. 226-227. Quanto invece agli obblighi organizzativi quale espressione dei doveri fiduciari, si leggano le considerazioni di S. COSTA, *op. cit.*, Milano, 2020, 221.

⁹ Si notino, in questo senso, le considerazioni di F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo d'insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, IV, 1220. L'A. nota infatti che la *product governance* si colloca in una fase antecedente alla distribuzione e che dunque questo aspetto, di fatto, incide anche sulla funzione e sulla funzionalità delle *conduct of business rules* attinenti alla prestazione del servizio. In questo senso, infatti, il limite delle regole di adeguatezza e appropriatezza «[...] risiede nel fatto che esse si concentrano nella fase per così dire terminale del processo in virtù del quale un prodotto o un servizio sono veicolati agli investitori; il loro accento cade soprattutto sul ruolo del distributore del prodotto ed esse non si sono rivelate sufficienti a impedire casi di abuso».

tecedentemente, quando gli organi apicali progettano le strategie produttive, elaborano i prodotti e individuano il mercato di riferimento in cui saranno distribuiti.

Tale regola impone alle imprese di dotarsi di processi e meccanismi interni che considerino costantemente le caratteristiche, gli obiettivi e le esigenze dei clienti. L'attuazione dei presidi organizzativi attiene pertanto alla fase di "ingegnerizzazione" contrattuale – quella in cui, cioè, il prodotto viene elaborato sulla base di dati e assunti relativi alla clientela, – ma anche alla continua supervisione dei procedimenti POG che si sviluppano successivamente.

La *governance* dunque non solo è destinata a diminuire il rischio di eventuali conflitti di interessi tra impresa e investitore, ma pare *strutturalmente rivolta al perseguimento del miglior interesse del cliente*.

Questo profilo può cogliersi nitidamente già dal contenuto della *product oversight and governance*. Essa infatti si sviluppa attorno al processo di approvazione consistente nella delimitazione del mercato di riferimento, necessitante di alcuni passaggi preliminari – come la categorizzazione della clientela e l'assunzione di informazioni relative al consumatore finale – e successivi – come la valutazione costante della coerenza tra prodotto e mercato, la revisione periodica della POG *policy* – che consentono una distribuzione coerente con il *target market* individuato.

Dunque, in virtù di un approccio che una certa dottrina ha definito *outcome based*¹⁰, l'obiettivo della banca/impresa di investimento/assicurazione si riscontra nel realizzare una precisa corrispondenza tra (tipo di) contratto e (tipo di) cliente.

Pertanto anche l'interpretazione del «servire *al meglio*»¹¹ l'interesse dei

¹⁰ Ci si riferisce ad A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2015, I, 38. L'A. coglie puntualmente il significato regolatorio della *product governance* laddove ritiene, affinché vi sia un'esatta coincidenza tra prodotto e clientela di riferimento, che il focus della *client protection* deve essere anticipato in termini proattivi in seno ai doveri organizzativi. Dopo di che l'A. precisa che «[...] la conformità alle regole di condotta viene richiesta in tutte le fasi della prestazione dei servizi di investimento: dallo sviluppo del prodotto che non può prescindere da caratteristiche ed esigenze della clientela di destinazione, alle strategie di distribuzione che non devono alterare il perseguimento del miglior interesse del cliente».

¹¹ L'avverbio "al meglio" ha per vero un significato specifico. Come detto, nel caso della *product governance*, affinché l'interesse del cliente sia pienamente e correttamente intercettato è necessario che dapprima sia predisposto un modello organizzativo adeguato, preconditione per la distribuzione di un contratto coerente con il profilo del cliente finale. Ha sottolineato il rinnovato senso dell'art. 21 co. 1 lett. a), con riferimento all'interesse *migliore* perseguito – benché l'A. abbia fatto riferimento alle novità importate dalla prima direttiva MiFID rispetto al corpo del T.u.f. e su come tale obiettivo dovesse essere perseguito attraverso il rinnovamento delle regole di condotta e della previa categorizzazione della clientela – F. S. COSTANTINO, *L'at-*

destinatari finali del prodotto assume un significato preciso in virtù della concreta operatività della POG. L'impresa deve adottare infatti risorse e procedure interne non solo adeguate, ma finalisticamente orientate alla produzione di un contratto idoneo.

In sintesi, la preferenza verso una politica ispirata alla *product governance* sottende scelte ben precise che, in prima battuta, fronteggiano la *retail conduct failure* derivante dall'esclusiva applicazione delle regole di condotta operanti nella fase distributiva. Nel fare ciò, la trasparenza informativa non viene espunta dal ventaglio delle tecniche di tutela, bensì rafforzata attraverso uno strumento di natura preventiva più stringente e articolato¹².

Il rinnovato paradigma regolatorio prevede dunque l'anticipazione dei presidi protettivi, assorbiti in seno all'apparato organizzativo e operanti in base a parametri e criteri che ne dettano il funzionamento¹³. Com'è stato efficace-

tuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria, in *Foro it.*, 2008, II, 62.

Quanto al tema del miglior interesse del cliente quale baricentro e criterio ispiratore dell'*intera attività dell'impresa finanziaria* merita di essere ricordata la pronuncia di Cass. 31 luglio 2017, n. 19013, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 1 con nota di D. MAFFEIS. In questa ipotesi la Suprema Corte aveva dovuto decidere sulla meritevolezza della negoziazione in derivati finanziari che i ricorrenti consideravano speculativi anziché di copertura, così come sostenuto dall'intermediario resistente. La Corte individua con precisione i criteri in virtù dei quali un derivato può definirsi "di copertura" (in particolare, la Determinazione Consob 26 febbraio 1999 DI/99013791 li rinviene: nella finalità degli strumenti di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; che sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; che siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente) e specifica che «[...] la necessaria cura dell'interesse oggettivo del cliente si traduca in relazione alle operazioni in derivati IRS con funzioni di copertura, nel rispetto delle sopraelencate condizioni». Appare opportuno sottolineare che dall'analisi della pronuncia il miglior interesse del cliente viene assunto quale principio ispiratore dell'attività degli intermediari, tanto da pervadere perfino la struttura contrattuale e costituire il riferimento assiologico in base al quale condurre il giudizio di meritevolezza *ex art. 1322 c.c.* Il giudice infatti in questo senso ricorda che «in relazione a questa vasta articolazione operativa viene pure a specificarsi la clausola generale del necessario operare nell'interesse del cliente investitore, che appena sopra si è visto venire in rilevanza per la valutazione della meritevolezza degli interessi perseguiti». Il criterio del *client best interest*, dunque, è assunto come riferimento assiologico di qualsiasi attività finanziaria e dunque di qualsiasi regola operativa, declinato conformemente perciò al tipo di disciplina applicabile al servizio prescelto.

¹² A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, editoriale, 2016, I, 8.

¹³ Che, conta ripeterlo, alla stregua dell'art. 21 co. 1 lett. a) sono, *in primis*, il perseguimento del *client best interest* nonché l'integrità dei mercati. Per vero si tratta di due principi che ispirano l'attività e al contempo due obiettivi cui la stessa mira, come sottolinea prontamente D.

mente notato in dottrina, la «ricerca della cura [...]» sta «non tanto nella singola operazione contrattuale, ma a monte di essa» e «gli elementi cui attingere la soluzione si devono cogliere altrove [...] e ponendo mente alla *funzionalizzazione dell'agire del singolo a un interesse pubblico più generale* che mira nuovamente alla regolazione del mercato e non si accontenta della regolazione nel mercato»¹⁴.

Secondariamente, l'«arretramento topografico»¹⁵ della tutela previsto dalla POG comporta che il raggiungimento dell'interesse degli investitori venga assorbito in seno alla politica imprenditoriale dell'intermediario. Perciò il governo del prodotto influisce direttamente sulle scelte degli amministratori e sul monitoraggio condotto dai controlli interni.

La POG, totalmente integrata nell'apparato organizzativo, assume un senso ulteriore nella prospettiva protettiva in cui è collocata. Essa infatti deve essere assunta come primo presidio volto a indirizzare il comportamento dell'impresa, così che la stessa agisca conformemente alle prescrizioni settoriali: non solo dunque in base al metodo economico, ma anche e soprattutto per il raggiungimento del *client best interest*.

2. Product governance e doveri organizzativi: un modello di gestione del rischio di condotta nelle imprese finanziarie

La collocazione della POG nel contesto ora descritto consente un guadagno ricostruttivo che si inserisce in una dimensione ulteriore e in via segnata lungo quella attinente alla sua strumentalità a una più efficace gestione dei rischi. Più precisamente, il riferimento corre a quelli cui l'impresa è esposta in considerazione dell'attività negoziale con la propria clientela e che si concretizzano quando i prodotti e i servizi erogati non soddisfano il migliore interesse dei clienti.

Per articolare l'assunto, occorre muovere dall'introduzione della nozione di «rischio di condotta»¹⁶, inteso quale nuova categoria di rischio relativo all'at-

MAFFEIS, *MiFID II e il conflitto di interessi*, in *Rass. dir. civ.*, 2020, IV, 15 quando specifica che «non è questione di bravi o cattivi nel singolo rapporto contrattuale ma delle ricadute di sistema».

¹⁴ S. MAZZAMUTO, *Il contratto europeo nel tempo della crisi*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, III, 643-644.

¹⁵ Secondo l'espressione di E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 111.

¹⁶ Uno studio sul rischio di condotta che consente di apprezzarne i contenuti e le sfumature differenziali rispetto alle altre tipologie, basato su questa duplice strutturazione e che deve essere assunto come prezioso riferimento interpretativo è quello che si può approfondire nelle

tività finanziaria che si pone al crocevia tra rischio operativo, rischio di modello imprenditoriale e rischio di mercato, la cui “nascita” (o, per meglio dire, la cui formalizzazione sul piano concettuale e applicativo quale forma autonomia di rischio) consegue all’evoluzione della normativa in materia di servizi di investimento verso quell’approccio “fiduciario” e “*outcome-based*” di cui si è già fatto menzione in precedenza.

Al riguardo, va in particolare segnalato come il rapporto tra regole di protezione del cliente e rischi dell’impresa finanziaria abbia subito, in virtù dell’evoluzione del quadro regolatorio, una parabola che ne ha trasfigurato le caratteristiche.

A questi fini, occorre muovere dal rilievo in base al quale, tradizionalmente, il rischio “giuridico” veniva concepito come rischio *operativo*, e cioè in termini non troppo difformi dal rischio del malfunzionamento di un qualsiasi altro processo aziendale (si pensi, ad esempio, al dipendente della banca o di altro intermediario che erra nel riportare sul terminale i dati relativi a un versamento o prelievo del cliente). Com’è facile intendere, la riconduzione del rischio giuridico al rischio operativo si giustifica a fronte di un quadro normativo la cui applicazione sia essenzialmente meccanica, ossia si costruisca intorno a precetti di contenuto relativamente specifico e di chiara applicazione.

Senonché, al crescere della complessità delle norme e a fronte del maggiore ricorso, da parte del regolatore, a una normazione basata su clausole generali e fattispecie aperte (*principle-based*), primi fra tutti la clausola di “*fair treatment*” (art. 16 MiFID II) e il principio che obbliga l’intermediario a “*servire al meglio l’interesse del cliente*” (art. 21 t.u.f.), la dinamicità e parziale imprevedibilità del rischio connesso con l’applicazione del quadro normativo vigente rende evidente la alterità del rischio “legale” rispetto al rischio operativo.

pagine di A. SCIARRONE ALIBRANDI, C. FRIGENI, *Managing Conduct Risk. From Rules to Culture*, in D. BUSCH, G. FERRARINI, G. VAN SOLINGE (eds.), *Governance of Financial Institutions*, Oxford, 2019, 482-485, i quali notano che essa si dirama da un lato in una “prospettiva di condotta” e dall’altro in una “prospettiva prudenziale”. In base al primo approccio, le conseguenze riconducibili al *conduct risk* non colpirebbero in termini esclusivi l’intermediario, né il singolo cliente direttamente coinvolto in un rapporto contrattuale con l’impresa. Diversamente, invece, l’impatto delle condotte non adeguate interesserebbe la più ampia platea degli *stakeholders*, influirebbe perfino sulle dinamiche competitive del mercato e costituirebbe una minaccia per la stabilità finanziaria. Per una panoramica sugli effetti sistemici derivanti dal *misconduct risk*, merita un’attenta lettura il *Report on misconduct risk in the banking sector*, June 2015, 1 ss. dell’*European Systemic Risk Board*. Quanto alla concezione autonoma di questo rischio, il *conduct risk* è stato definito anche come *standalone risk*, affinché se ne individuassero i tratti caratteristici che lo distinguessero dalle altre epifanie del rischio legato all’attività dell’impresa finanziaria. Questa definizione è stata fornita da F. DE PASCALIS, *Behavioural Risk, Culture and Regulation in the Financial Services Industry*, in *Eu. Bus. Law Rev.*, 39(5) (2019), 960.

Una prima reazione alla percezione di tale insufficienza va individuata nella configurazione del c.d. rischio di “non conformità”, unitamente alla previsione dell’istituzione di una funzione aziendale dedicata alla gestione di detto rischio (funzione di *compliance*¹⁷). La vigilanza prudenziale per vero lo definisce come «[...] il rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme imperative (leggi, regolamenti) ovvero di autoregolamentazione (ad es., statuti, codici di condotta, codici di autodisciplina)» (così, adesso, la Circolare della Banca d’Italia n. 285/2013). Come rende manifesto la stessa formulazione della norma definitoria, tale rischio ha natura articolata e dispiega impatti sul rischio di mercato come pure sul rischio di sostenibilità del modello di *business*.

Uno *step* ulteriore che attiene all’evoluzione del tema qui considerato è costituito dal più recente cambiamento che si registra, al livello della regolamentazione come pure delle prassi di vigilanza, verso il concetto di rischio di condotta come nozione “evoluta” del rischio di non conformità. Al riguardo, è interessante notare come esso venga definito quale «the current or prospective risk of losses to an institution arising from cases of wilful or negligent misconduct, including inappropriate supply of financial services» (così, le *EBA Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) and supervisory stress testing under Directive 2013/36/Eu (EBA/GL/2022/03)*, dove assume una particolare rilevanza il concetto di “*inappropriate supply*”. Tale concetto di “offerta inappropriata” infatti sembra esprimere un significato di natura sostanziale e pare rinvenirsi cioè in quelle ipotesi di prestazione di servizi che, a prescindere dall’eventuale contrarietà della condotta dell’intermediario a una specifica previsione normativa, risultano nell’erogazione di un prodotto o di un servizio che non soddisfa *in maniera sufficiente* l’interesse dei clienti del mercato di riferimento. Una definizione simile è fornita dalla *International Association of Insurance Supervisors*, «the risk to customers, insurers, the insurance sector or the insurance market that arises from insurers and/or intermediaries conducting their business in a way that does not ensure fair treatment of customers», dove il lemma “*fair treatment*” assume lo stesso connotato per così dire generico e atecnico previsto nella definizione di EBA, ossia quello di insoddisfazione *in fatto* dell’esigenza finanziaria reale che ha spinto il cliente a stipulare il relativo contratto.

In questa prospettiva, può allora dirsi che tale approccio si raccorda al rife-

¹⁷ Sul rapporto tra incertezza applicativa della disciplina e funzione di compliance, cfr. A. A. DOLMETTA, *Funzione di compliance e vigilanza bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 125.

rimento, che già sussiste nella definizione di “rischio di non conformità”, al danno reputazionale. E infatti, un danno reputazionale può derivare non solo e non tanto dall’effettiva soccombenza in giudizio dell’intermediario in relazione a un evento di *mis-selling*, ma anche dalla mera percezione da parte della clientela di un prodotto “scadente” (per quanto non necessariamente costruito o offerto in violazione di specifiche disposizioni legislative o regolamentari).

Posto un simile scenario di evoluzione del paradigma prudenziale, la POG si presta a essere letta come specifico strumento di mitigazione del rischio di condotta, nella misura in cui essa fissa regole che impattano sugli assetti organizzativi nella prospettiva di orientarli verso il perseguimento del migliore interesse del cliente in sede di offerta e stipulazione dei contratti relativi ai propri servizi e prodotti.

In questo senso, deve anzitutto osservarsi che l’idoneità della regolamentazione d’impresa a incidere sui rapporti contrattuali (e ridurre così il rischio di inadempimento in relazione agli stessi) si riconnette alla specifica natura degli stessi, ossia il loro essere cc.dd. contratti qualificativi d’impresa, il cui oggetto corrisponde al bene o servizio offerti dall’impresa stessa¹⁸.

Un tale costrutto dogmatico rinviene nel contratto il prodotto dell’oggetto sociale dell’impresa, quindi di un’attività produttiva seriale condotta secondo un’impalcatura organizzativa strutturata¹⁹. L’intermediario deve dunque dotarsi di un’organizzazione interna che gli consenta innanzitutto di programmare *ex ante* le linee attuative della propria attività, nonché di stabilire funzioni e competenze. L’agire imprenditoriale dipende infatti dalla previa predisposizione di protocolli di azione che fissino puntualmente la strategia produttiva e condizionino le scelte degli organi amministrativi da cui dipende la corretta distribuzione del bene o del servizio.

La procedimentalizzazione del modello organizzativo si riflette, infine, anche sulla serie contrattuale, che rispecchia la standardizzazione organizzativa dei produttori e dei distributori. La specifica prospettiva dei contratti qualificativi d’impresa permette però non soltanto di apprezzare come il dato dell’organizzazione si riverberi sulla standardizzazione del prodotto, consistente nella realizzazione di prodotti-contratti le cui caratteristiche si attagliano al tipo di clientela individuata. L’impalcatura di meccanismi e risorse interne, infatti, è

¹⁸ Sulla nozione di contratti qualificativi d’impresa si veda su tutti A. DALMARTELLO, *I contratti delle imprese commerciali*, Padova, 1962, spec. 100.

¹⁹ Riprendendo i ragionamenti di U. MALVAGNA, *Benchmark e gestione di portafoglio*, Napoli, 2023, 188 sul tema del contratto d’impresa in relazione alla prestazione di servizi di investimento, esso assorbe in particolare due profili connaturati all’impresa intesa come attività esercitata in conformità con il metodo economico e in termini professionali, riscontrabili nell’*organizzazione organizzativa e nella standardizzazione operativa*.