



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA
SCUOLA DI SCIENZE SOCIALI
Dipartimento di Giurisprudenza
Corso di Laurea Magistrale in Giurisprudenza

Tesi di laurea in
Diritto dei Mercati Finanziari

*Oltre il paradigma fiduciario: Regulation Best Interest e la ridefinizione
della tutela dell'investitore*

Relatore:

Chiar.mo Prof. Michele Siri

Candidato: Francesca Cuscè

Anno Accademico 2025/2026

Ai miei genitori,
esempio di tenacia e generosità,
che hanno reso possibile ciò che ancora non aveva nome;
e a Marco,
cui devo ciò che più conta.

The difficulty lies, not in the new ideas, but in escaping from the old ones, which ramify,
for those brought up as most of us have been, into every corner of our minds.

— JOHN MAYNARD KEYNES,

The General Theory of Employment, Interest and Money

SOMMARIO

Abstract.....	xi
Introduzione	1

PARTE I

EVOLUZIONE DELLA TUTELA DELL'INVESTITORE E PLURALITÀ DEGLI STANDARD DI CONDOTTA NEI MERCATI FINANZIARI STATUNITENSIS

CAPITOLO I - LA RESPONSABILITÀ DI BROKER-DEALERS E INVESTMENT ADVISERS VERSO GLI INVESTITORI: RETROSPETTIVA SULLA GENEALOGIA DEL DOVERE FIDUCIARIO NEL DIRITTO STATUNITENSE.....	5
1.1. <i>Financial advisers</i> e costruzione di un quadro sistematico.	5
1.2. Il dualismo regolatorio tra <i>broker-dealers</i> e <i>investment advisers</i>	6
1.2.1. <i>Origine storica e giustificazione funzionale della distinzione</i>	6
1.2.1.1. <i>Il Securities Act del 1933: disclosure e prevenzione del rischio informativo</i>	7
1.2.1.2. <i>Il Securities Exchange Act del 1934: regolazione dei mercati secondari e istituzione della SEC</i>	8
1.2.1.3. <i>L'Investment Advisers Act del 1940: la consacrazione dell'obbligo fiduciario</i>	9
1.2.2. <i>Differenze di status regolatorio e di mandato</i>	10
1.2.2.1. <i>Registered Investment Advisers</i>	11
1.2.2.2. <i>Broker-Dealers</i>	11
1.2.2.3. <i>Modalità di remunerazione</i>	12
1.2.2.4. <i>Standard di condotta</i>	13
1.3. Il <i>fiduciary duty</i> nel diritto federale statunitense	15
1.3.1. <i>Fondamento giurisprudenziale dell'obbligo fiduciario</i>	15
1.3.2. <i>Implicazioni per i consulenti di investimento</i>	18
1.4. Il <i>suitability standard</i> nella regolazione FINRA	20
1.4.1. <i>La logica transazionale dell'adeguatezza dell'investimento</i>	20
1.4.2. <i>I limiti strutturali dello standard di adeguatezza</i>	25
1.4.3. <i>Duty of care e duty of loyalty come categorie ordinanti</i>	40
1.5. Le aree di sovrapposizione nella consulenza finanziaria.....	43
1.5.1. <i>Advisory function e prestazioni ibride</i>	43
1.5.2. <i>Le "blurred lines" e l'incertezza applicativa degli standard di condotta</i>	46

1.5.2.1. <i>Natura del rapporto</i>	47
1.5.2.2. <i>Obbligo di disclosure</i>	49
1.5.2.3. <i>Operazioni in contropartita diretta</i>	52

PARTE II

REGULATION BEST INTEREST COME TECNICA DI REGOLAZIONE DELLA CONDOTTA

CAPITOLO II - LA GENESI DI <i>REGULATION BEST INTEREST</i> NEL QUADRO DELLA RIFORMA POST-CRISI.....	55
2.1. La crisi finanziaria quale catalizzatore del mutamento regolatorio	55
2.2. Il mandato del Dodd-Frank <i>Act</i> e l'ipotesi di armonizzazione fiduciaria.....	57
2.3. Il dibattito sull'introduzione di uno standard unitario di condotta	59
2.4. Le scelte regolatorie della <i>Securities and Exchange Commission</i>	63
2.5. <i>Regulation Best Interest</i> quale esito di un compromesso normativo	65
CAPITOLO III - ARCHITETTURA NORMATIVA E CONTENUTO PRECETTIVO DI <i>REGULATION BEST INTEREST</i>	66
3.1. La <i>General Obligation</i> come criterio ordinante dello standard	66
3.2. Il profilo soggettivo e oggettivo della tutela: la nozione di “ <i>retail customer</i> ” e l'ambito finalistico della raccomandazione.....	67
3.3 Il “migliore interesse” quale fondamento sostanziale della disciplina	69
3.4. La nozione funzionale di “raccomandazione”	70
3.5. Attività escluse dall'ambito applicativo di Reg. BI: profili di <i>financial education</i> e <i>asset allocation</i> generalizzata.....	73
3.6. Le <i>component obligations</i> di <i>Regulation Best Interest</i>	74
3.6.1. Disclosure obligation e razionalità informativa.....	74
3.6.1.1. La nozione di fatto materiale: lo standard della reasonable person e l'approccio casistico	76
3.6.2. Care obligation e valutazione di costi e rischi	78
3.6.2.1. L'obbligo di diligenza nelle raccomandazioni personalizzate e nella gestione di operazioni multiple	79
3.6.3. Conflict of interest obligation e gestione degli incentivi distorsivi.....	81
3.6.3.1. Limitazioni sui prodotti oggetto di raccomandazione.....	83
3.6.3.2. Material Limitations	84
3.6.3.3. Misure correttive	85
3.6.3.4. Modalità di compenso come fattore critico nella gestione dei conflitti di interesse.....	86
3.6.4. Compliance obligation e presidi organizzativi.....	87

3.6.4.1 Il requisito di registrazione e conservazione documentale	89
3.7. Disposizioni complementari e strumenti di trasparenza	90
3.7.1. Il Form CRS.....	91
3.7.2. La clausola “solely incidental” e la persistente ambiguità regolatoria	92
3.7.3. Restrizioni terminologiche all’uso del termine “Adviser” o “Advisor” da parte dei broker-dealer: impatto operativo per i dual registrants.....	94
CAPITOLO IV - IL CONCETTO DI “BEST INTEREST” TRA STANDARD DI CONDOTTA E OBBLIGO FIDUCIARIO	96
4.1. Natura giuridica del <i>best interest</i> standard.....	96
4.2. <i>Best interest</i> e <i>fiduciary duty</i> : convergenze apparenti e divergenze sostanziali	98
4.3. Standard di comportamento, discrezionalità applicativa e assenza di obblighi di risultato	100

PARTE III

CONFLITTI DI INTERESSE ED EFFETTIVITÀ DELLA TUTELA DELL’INVESTITORE

CAPITOLO V - LA REGOLAZIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE NELLA CONSULENZA FINANZIARIA: TRA TUTELA DELL’INVESTITORE E SOSTENIBILITÀ DEL MERCATO	102
5.1 Il conflitto di interesse quale componente fisiologica dell’intermediazione finanziaria.....	102
5.1.1. Conflitti endogeni, strutture remunerative e modelli distributivi.....	105
5.1.2. Incentivi economici, asimmetrie informative e raccomandazioni distorsive.....	107
5.2. Disclosure e rischio di <i>overload</i> informativo.....	109
5.2.1. Limiti cognitivi dell’investitore retail.....	111
5.2.2. Disclosure come meccanismo deresponsabilizzante	113
5.3. Mitigazione <i>versus</i> eliminazione dei conflitti di interesse: il compromesso di <i>Regulation Best Interest</i>	115
5.3.1. L’approccio regolatorio della Securities and Exchange Commission	116
5.3.2. Persistenza degli incentivi distorsivi.....	119
5.4. Limiti intrinseci delle tecniche di mitigazione	121
CAPITOLO VI - LA CRISI DEL PARADIGMA INFORMATIVO E I LIMITI STRUTTURALI DELLA COMPLIANCE REGOLATORIA	123
6.1. La <i>disclosure</i> quale tecnica fondativa della regolazione finanziaria	123
6.2. <i>Compliance</i> procedurale e tutela meramente formale dell’investitore	125
6.3. La crisi finanziaria come <i>stress test</i> del modello regolatorio. Il caso Wells Fargo.	126
6.4. Assenza di <i>accountability</i> individuale e limiti strutturali dell’approccio statunitense	127

6.5. L'allocazione individuale della responsabilità nel <i>Senior Managers and Certification Regime</i>	129
6.5.1. Certification Functions e articolazione soggettiva dell'accountability	131
6.5.2. L'accountability individuale quale criterio di lettura delle disfunzioni organizzative: il caso Wells Fargo	132
6.5.3. Indipendenza delle funzioni di controllo e Responsibilities Maps.....	133
6.5.4. Graduazione dei requisiti di supervisione.....	135
CAPITOLO VII - ENFORCEMENT ED EFFETTIVITÀ DELLO STANDARD DI <i>BEST INTEREST</i>	136
7.1. L'enforcement amministrativo quale strumento primario di attuazione	136
7.2. Arbitrato, <i>settlements</i> e opacità applicativa	137
7.3. Fenomeni di <i>under-enforcement</i> e limiti della deterrenza	139
7.4. Effettività dello standard e incompletezza della protezione regolatoria	141

PARTE IV

VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLO STANDARD DI *BEST INTEREST*

CAPITOLO VIII - IL PARADOSSO DEL MIGLIORE INTERESSE: <i>REGULATION BEST INTEREST</i> TRA TUTELA DELL'INVESTITORE E SOSTENIBILITÀ DEL MERCATO	143
8.1. Il processo di implementazione e il <i>feedback</i> degli operatori.....	143
8.1.1. Il processo di implementazione.	143
8.1.2. Il contributo del settore privato.....	146
8.2. Impatto economico sulla consulenza finanziaria	147
8.2.1. Il ruolo sussidiario delle linee guida legali e consulenziali. Le reazioni a catena.	148
8.3. Argomenti a sostegno di <i>Regulation Best Interest</i>	149
8.3.1. Rafforzamento della tutela dell'investitore e innalzamento del livello di diligenza	149
8.3.2. L'emersione di un obbligo espresso di agire nel miglior interesse del cliente	149
8.3.3. Coerenza regolatoria e attenuazione della frammentazione normativa	150
8.3.4. Il rafforzamento degli strumenti di trasparenza: il ruolo del Form CRS....	151
8.4. I limiti strutturali del modello di <i>Regulation Best Interest</i>	151
8.4.1. Complessità e ambiguità normativa.....	152
8.4.2. Incertezza applicativa e oneri per gli intermediari.....	153
8.5. <i>Regulation Best Interest</i> come <i>regulatory floor</i>	154
8.5.1 Profili evolutivi e razionalizzazione del framework regolamentare di Reg. BI	160
8.5.2. L'esigenza di tipizzazione del <i>best interest standard</i>	161

8.5.3. <i>Proporzionalità regolamentare e mitigazione dei conflitti di interesse</i>	162
8.5.4. <i>Efficienza del mercato e logica concorrenziale</i>	163
8.5.5. <i>La Cost Pass-Through Theory</i>	165
8.5.6. <i>Rischio di conflitti di interesse e sostenibilità della compliance</i>	166
8.5.7. <i>Efficienza del mercato e limiti dell'espansione regolatoria</i>	167
8.5.8. <i>Rischio regolatorio, tutela dell'investitore e correttivi di mercato</i>	168
8.5.9. <i>Chiarezza ed efficienza normativa</i>	170
8.6. <i>Prospettive evolutive dello standard di best interest</i>	172

PARTE V

PROFILI COMPARATIVISTICI TRA MODELLO STATUNITENSE ED EUROPEO

CAPITOLO IX - LA TUTELA DELL'INVESTITORE TRA RAZIONALITÀ REGOLATORIA E LOGICHE DI MERCATO: PROFILI SISTEMICI DEL MODELLO STATUNITENSE ED EUROPEO	176
9.1. Premessa metodologica.....	176
9.1.1. <i>La comparazione funzionale quale strumento di analisi dei modelli di investor protection</i>	176
9.1.2. <i>Efficienza del mercato, autonomia dell'investitore e finalità della regolazione finanziaria</i>	178
9.2. L'evoluzione del paradigma europeo di tutela dell'investitore	181
9.2.1. <i>Dalla Investment Services Directive alla MiFID II</i>	181
9.2.2. <i>La centralità della trasparenza e il rafforzamento degli obblighi organizzativi</i>	182
9.3. La nozione di <i>best interest</i> tra standard fiduciario e razionalità concorrenziale....	184
9.3.1. <i>Il best interest standard nell'architettura di Regulation Best Interest</i>	184
9.3.2. <i>Interesse del cliente, adeguatezza e suitability nella disciplina MiFID II</i> ..	184
9.3.3. <i>Disclosure, loyalty e doveri di cura: divergenze strutturali tra modello statunitense ed europeo</i>	185
9.4. Conflitti di interesse e modelli remunerativi nell'intermediazione finanziaria	187
9.4.1. <i>La gestione dei conflitti di interesse nel quadro di Regulation Best Interest</i>	187
9.4.2. <i>Inducements, retrocessioni e consulenza indipendente nella disciplina europea</i>	187
9.4.3. <i>Mitigazione, eliminazione e disclosure dei conflitti di interesse</i>	190
9.5. Trasparenza informativa e limiti cognitivi del <i>retail investor</i>	191
9.5.1. <i>Gli obblighi informativi nella disciplina MiFID II e nei PRIIPs</i>	191
9.6. <i>Enforcement, vigilanza e strumenti di tutela dell'investitore</i>	193

9.6.1. SEC e FINRA nell'architettura del sistema statunitense di vigilanza.....	193
9.6.2. ESMA e autorità nazionali competenti nel modello europeo di supervisione finanziaria	194
9.6.3. Arbitrato FINRA, private enforcement e strumenti di risoluzione delle controversie.....	196
9.7. Efficienza del mercato, proporzionalità regolatoria e prospettive evolutive	198
9.7.1. Investor protection e rischio di overregulation nei mercati finanziari.....	198
9.7.2. Costi di compliance, access to advice e cost pass-through theory	199
9.7.3. La progressiva “fiduciarizzazione” dell’intermediazione finanziaria tra tutela dell’investitore ed efficienza allocativa	201
9.7.4. Regulation Best Interest e MiFID II tra convergenze funzionali e persistenti divergenze sistemiche.....	202
Conclusioni	204
C.1. Sintesi dei risultati dell’indagine.....	204
C.2. Valutazione critica complessiva.....	204
C.2.1. Reg. BI quale compromesso regolatorio	204
C.2.2. Effettività della tutela e limiti strutturali della protezione regolatoria	205
C.3. Considerazioni conclusive: tecnologia, incentivi e prospettive evolutive della tutela dell’investitore.....	207
BIBLIOGRAFIA	210
Ringraziamenti	232

Abstract

Regulation Best Interest (Reg. BI) constitutes one of the most significant and controversial developments in the evolution of conduct regulation governing financial intermediaries under U.S. securities law. Introduced by the Securities and Exchange Commission in 2019, the framework emerged against the backdrop of longstanding criticism surrounding the adequacy of the traditional suitability regime, as well as broader post-crisis concerns regarding investor protection, conflicts of interest and the effectiveness of disclosure-based regulation within retail financial markets.

The adoption of Reg. BI has reignited a fundamental regulatory question extending beyond the specific context of broker-dealer conduct: namely, whether contemporary financial regulation is capable of providing substantive investor protection while preserving market efficiency, accessibility to financial advice and the economic sustainability of commission-based intermediation models.

This thesis argues that *Regulation Best Interest* does not represent a genuine transition towards a fiduciary standard applicable to broker-dealers, nor does it preserve the traditional suitability framework in its original form. Rather, the reform appears to institutionalise an intermediate and inherently flexible standard positioned between fiduciary duty and suitability, predominantly procedural in nature and substantially dependent upon administrative enforcement, supervisory priorities and evolving interpretative practice.

Adopting a historical, doctrinal and comparative approach, the research reconstructs the evolution of conduct standards applicable to financial intermediaries in the United States, examining the origins of the regulatory distinction between broker-dealers and investment advisers, the development of fiduciary obligations under federal securities law and the legislative trajectory culminating in the adoption of Regulation Best Interest. Particular attention is devoted to the architecture of Reg. BI and its component obligations, the regulation of conflicts of interest, the limits of disclosure mechanisms, the role of compliance-based protection and the interaction between federal securities regulation, administrative enforcement and market practice.

The analysis further suggests that several structural vulnerabilities historically associated with retail investor protection persist notwithstanding the reform. The enduring influence of economic incentives, the limited corrective capacity of disclosure-centred regulation, the proceduralisation of compliance obligations and the incomplete effectiveness of enforcement mechanisms indicate that contemporary regulatory frameworks may encounter intrinsic limitations where they seek to mitigate, rather than eliminate, the underlying sources of conflicts and behavioural distortions within financial intermediation.

More broadly, the findings raise questions extending beyond Regulation Best Interest itself and concern the capacity of modern securities regulation to address increasingly complex forms of advisory activity through predominantly procedural regulatory techniques. In this respect, Reg. BI appears less as a definitive resolution of longstanding tensions within investor protection and more as an expression of their continued evolution.

Finally, the thesis considers whether emerging developments, including algorithmic decision-making, digital engagement practices and the integration of artificial intelligence within financial advisory services, may progressively challenge existing conceptions of *best interest* and require a reconfiguration of the relationship between investor protection, accountability and regulatory intervention.

Keywords: Regulation Best Interest; Securities Regulation; Investor Protection; Fiduciary Duty; Broker-Dealers; Conduct Regulation; Financial Intermediation; Conflicts of Interest; SEC; Financial Regulation.

Introduzione

La determinazione degli standard di condotta applicabili agli intermediari operanti nei mercati finanziari costituisce, da lungo tempo, uno dei profili di maggiore complessità teorica e sistematica del diritto statunitense della regolazione mobiliare, collocandosi al crocevia tra esigenze di tutela dell'investitore, istanze di efficienza allocativa del mercato e necessità di preservare la sostenibilità economica dei modelli di intermediazione finanziaria. La definizione del corretto equilibrio tra tali interessi ha alimentato, nel corso dei decenni, un dibattito articolato e continuato, sviluppatosi tanto in sede legislativa e regolatoria quanto nella riflessione dottrinale e giurisprudenziale, concernente la misura in cui l'ordinamento debba privilegiare logiche di autonomia del mercato ovvero, per converso, rafforzare i presidi di protezione riconosciuti all'investitore al dettaglio.

La questione assume rilievo tanto più significativo ove si consideri la profonda trasformazione intervenuta nella struttura dell'intermediazione finanziaria contemporanea. L'evoluzione dei mercati, la crescente sofisticazione dei prodotti di investimento e la progressiva finanziarizzazione del risparmio privato hanno infatti modificato in modo sostanziale la funzione tradizionalmente svolta dagli operatori del settore, determinando una graduale attenuazione della distinzione tra mera esecuzione di ordini e attività consulenziale. In tale contesto, la relazione tra intermediario e investitore tende sempre più frequentemente ad assumere caratteri di continuità, affidamento e dipendenza informativa suscettibili di incidere profondamente sulle aspettative di tutela riconosciute alla clientela.

È all'interno di tale mutamento strutturale che il dualismo regolatorio storicamente esistente tra *broker-dealers* e *investment advisers* ha progressivamente cessato di rappresentare una mera distinzione classificatoria tra categorie professionali, per assumere, piuttosto, rilievo sistemico sotto il profilo della diversa intensità degli obblighi di comportamento gravanti sui soggetti coinvolti nell'attività di consulenza e distribuzione di strumenti finanziari.

La regolazione statunitense ha tradizionalmente distinto i *Registered Investment Advisers* (RIA), assoggettati a un obbligo fiduciario fondato sui doveri di lealtà e diligenza derivanti dall'*Investment Advisers Act* del 1940 e dalla successiva elaborazione

giurisprudenziale, dai *broker-dealers* (BD), storicamente sottoposti a standard di condotta meno rigorosi, riconducibili alla logica dell'adeguatezza della raccomandazione (*suitability standard*). Tale assetto ha costituito per lungo tempo uno degli elementi strutturali dell'architettura regolatoria federale in materia di servizi di investimento.

La progressiva erosione dei confini funzionali tra attività distributiva e attività consulenziale ha tuttavia contribuito ad alimentare crescenti interrogativi circa la perdurante adeguatezza di tale impostazione dualistica. In particolare, il consolidarsi di modelli operativi caratterizzati dalla commistione tra raccomandazione personalizzata, pianificazione patrimoniale e intermediazione tradizionale ha posto in discussione la coerenza di un sistema nel quale soggetti sostanzialmente coinvolti in attività analoghe risultavano destinatari di obblighi giuridici profondamente differenti.

La crisi finanziaria del 2008 ha ulteriormente accentuato tali tensioni, determinando una più ampia rimeditazione circa la capacità degli strumenti regolatori esistenti di prevenire fenomeni di conflitto di interessi, incentivi distorsivi e insufficienze strutturali dei meccanismi di protezione dell'investitore. L'emersione di diffuse criticità nei modelli distributivi di prodotti finanziari ha infatti contribuito ad alimentare un intenso dibattito concernente l'opportunità di introdurre standard di comportamento maggiormente incisivi per gli intermediari tradizionalmente sottratti all'applicazione di obblighi fiduciari.¹

Con il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, promulgato il 21 luglio 2010, il legislatore federale ha attribuito alla *Securities and Exchange Commission* il compito di valutare l'adeguatezza degli standard di condotta applicabili ai professionisti del settore finanziario e di esaminare la possibilità di intervenire sul piano regolatorio al fine di colmare eventuali lacune normative o correggere persistenti disallineamenti sistemici.²

Il mandato affidato alla *Securities and Exchange Commission* (d'ora innanzi, anche "SEC" o "Commissione") si inseriva in un dibattito, già ampiamente sviluppato in sede

¹ S. HANSARD, *A Bridge Too Far: With Lack of Consensus, the Uniform Fiduciary Standard May Be Left Out of Financial Reform*, in *Investment News*, vol. 14, 2010, p. 7; Ead., *Johnson Amendment Would Let Brokers off the Fiduciary Hook*, in *Investment News*, 16 febbraio 2010; M. MANICKAVASAGAM, *Brokers May Escape Fiduciary Standard Under Final Senate Regulatory Reform Bill*, in *BNA Securities Law Daily*, 4 febbraio 2010.

² *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. n. 111-203, § 913 (2010). Una prima versione del disegno di legge prevedeva l'eliminazione dell'esenzione dei *broker-dealers* dall'*Investment Advisers Act*, imponendo così l'applicazione degli obblighi fiduciari. V. *Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, 111° Congresso, *Restoring American Financial Stability Act – Chairman's Mark Text*, 2009, disponibile su: http://banking.senate.gov/public/_files/111609FullBillTextofTheRestoringAmericanFinancialStabilityActof2009.pdf (ultimo accesso il 4 febbraio 2024).

istituzionale, concernente la possibilità di estendere ai *broker-dealers* obblighi fiduciari analoghi a quelli gravanti sugli *investment advisers*.³ Tale prospettiva muoveva dalla constatazione secondo cui l'investitore *retail*, nella concreta esperienza del mercato, risultava frequentemente incapace di distinguere tra le differenti qualificazioni regolatorie degli operatori, maturando aspettative di protezione sostanzialmente omogenee indipendentemente dalla formale natura del rapporto instaurato.

L'adozione di *Regulation Best Interest* nel 2019 ha rappresentato l'esito più significativo di tale percorso evolutivo. L'intervento della SEC, tuttavia, lungi dal risolversi nell'introduzione di uno standard fiduciario uniforme ovvero nel mantenimento dell'impianto tradizionale fondato sulla mera adeguatezza della raccomandazione, sembra collocarsi in una posizione intermedia, esprimendo il tentativo di elaborare una forma di regolazione della condotta idonea a rafforzare la tutela dell'investitore senza compromettere la sostenibilità economica dei modelli distributivi tipici dell'intermediazione *commission-based*.

Proprio tale collocazione intermedia costituisce il nucleo problematico da cui prende avvio la presente indagine.

Il presente elaborato si propone di analizzare criticamente *Regulation Best Interest*, interrogandosi sulla sua effettiva capacità di incidere sul livello di protezione riconosciuto all'investitore e, più in generale, sulla misura in cui la disciplina possa essere interpretata quale autentica evoluzione degli standard fiduciari ovvero, al contrario, come espressione di un compromesso regolatorio volto a mediare interessi strutturalmente confliggenti.

L'indagine adotta un approccio prevalentemente dogmatico-sistematico, integrato da profili storico-evolutivi, comparatistici e dall'analisi della disciplina regolatoria e dell'*enforcement* amministrativo. Accanto alla ricostruzione dell'evoluzione normativa federale, particolare attenzione sarà dedicata all'elaborazione giurisprudenziale, alla prassi SEC e FINRA e alle principali posizioni sviluppate dalla dottrina statunitense in materia di *investor protection*.

La ricerca muoverà dalla ricostruzione delle origini del dualismo regolatorio tra *broker-dealers* e *investment advisers*, per poi soffermarsi sull'evoluzione del *fiduciary duty*, sulla

³ L. A. AGUILAR, Commissario, SEC, *SEC's Oversight of the Adviser Industry Bolsters Investor Protection*, intervento alla *Investment Advisers Association Annual Conference*, 7 maggio 2009, disponibile su: <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch050709laa.htm>; J. C. COFFEE JR., *Changes Needed Before Fed Is Given Regulatory Mission*, in *New York Law Journal*, 16 luglio 2009, pp. 2-3; L. HORVATH, *Bad Advice Biggest Risk for Finances*, in *Monterey County Herald*, 8 febbraio 2010.

genesi di *Regulation Best Interest* e sulla struttura delle *component obligations* introdotte dalla disciplina. Successivamente, saranno esaminati i limiti dei meccanismi di *disclosure*, la regolazione dei conflitti di interesse, il ruolo dell'*enforcement* e l'effettività sostanziale della tutela riconosciuta agli investitori. L'analisi verrà infine ampliata attraverso una prospettiva comparata con il modello europeo delineato dalla disciplina MiFID II, al fine di evidenziare convergenze funzionali e persistenti divergenze sistemiche tra i differenti paradigmi di regolazione dell'intermediazione finanziaria.

Le considerazioni conclusive saranno dedicate a una riflessione più ampia concernente la capacità della regolazione contemporanea dei mercati finanziari di assicurare forme di tutela sostanziale in contesti caratterizzati da crescente sofisticazione tecnologica, automazione dei processi decisionali e progressiva trasformazione delle modalità attraverso cui la consulenza finanziaria viene prestata.

PARTE I

EVOLUZIONE DELLA TUTELA DELL'INVESTITORE E PLURALITÀ DEGLI STANDARD DI CONDOTTA NEI MERCATI FINANZIARI STATUNITENSI

Capitolo I - La responsabilità di *broker-dealers* e *investment advisers* verso gli investitori: retrospettiva sulla genealogia del dovere fiduciario nel diritto statunitense

1.1. *Financial advisers* e costruzione di un quadro sistematico.

Nel contesto di una crescente finanziarizzazione del risparmio privato, le scelte di investimento dei risparmiatori nordamericani risultano sempre più frequentemente mediate dall'intervento di professionisti del settore finanziario. Decisioni patrimoniali di rilevante impatto economico riguardano, non di rado, strumenti destinati alla pianificazione di lungo periodo del risparmio individuale e familiare, quali piani pensionistici, programmi di accumulo finalizzati al finanziamento dell'istruzione superiore e una più ampia gamma di prodotti di investimento attraverso i quali gli individui perseguono obiettivi di sicurezza economica futura.⁴

Nel diritto statunitense, l'espressione *financial adviser* è comunemente impiegata per designare un soggetto - persona fisica o giuridica - incaricato della prestazione di servizi professionali in ambito finanziario,⁵ quali attività di consulenza, di pianificazione o gestione patrimoniale. Trattasi, tuttavia, di una nozione volutamente generica e onnicomprensiva, priva di autonoma rilevanza giuridica, la quale finisce per ricomprendere, sotto un'unica etichetta terminologica, due figure funzionalmente e normativamente distinte: i *broker-dealers* (BD) e i *registered investment advisers* (RIA).

I primi si configurano quali intermediari finanziari abilitati alla negoziazione di strumenti finanziari, operando sia in conto proprio (*principal*) sia per conto dei clienti (*agent*). Il loro ambito operativo, storicamente più orientato alla mera esecuzione di ordini, è disciplinato dal *Securities Exchange Act* del 1934 e soggetto alla vigilanza della *Financial Industry Regulatory Authority* (d'ora innanzi, anche "FINRA"), organismo di

⁴ M. P. FINK, *The Rise of Mutual Funds*, Oxford University Press, 2008, pp. 145-146, ove si discute il passaggio da *asset* immobiliari ad *asset* finanziari; *Joint Economic Committee, The Roots of Broadened Stock Ownership*, U.S. Congress, 2000, p. 1, disponibile su: <http://www.house.gov/jec/tax/stock/stock.pdf> (ultimo accesso il 2 febbraio 2025); F. T. JUSTER et al., *The Decline in Household Saving and the Wealth Effect*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2004, abstract, disponibile su: <http://www.federalreserve.gov/PUBS/feds/2004/200432/200432pap.pdf> (ultimo accesso il 7 marzo 2025).

⁵ *Financial adviser*, in *Lexico*, voce consultata il 23 settembre 2020.

autoregolamentazione competente per il settore dell'intermediazione mobiliare riconosciuto dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC).

I *registered investment advisers*, per contro, sono professionisti (o società) che offrono prestazioni di consulenza finanziaria personalizzata e continuativa, frequentemente comprensive di servizi di *portfolio management*, *financial planning*, o di raccomandazioni specifiche in materia di investimento.⁶ Tali soggetti sono assoggettati all'*Investment Advisers Act* del 1940, che ne impone l'obbligo di registrazione presso la SEC e, soprattutto, il rispetto di un dovere fiduciario pieno nei confronti del cliente, come chiarito dalla giurisprudenza della Corte Suprema (v. *SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180, 1963).

In tale quadro, la distinzione tra BD e RIA non si limita al profilo funzionale, bensì si estende alla diversa natura degli obblighi giuridici gravanti sui rispettivi soggetti. Mentre i RIAs sono vincolati all'osservanza di uno standard fiduciario, imperniato su doveri di diligenza e lealtà, i *broker-dealers*, almeno sino all'introduzione di *Regulation Best Interest*, erano tenuti esclusivamente a conformarsi al più tenue *suitability standard*, quale delineato dalla normativa FINRA.

1.2. Il dualismo regolatorio tra *broker-dealers* e *investment advisers*

1.2.1. Origine storica e giustificazione funzionale della distinzione

Il crollo dei mercati azionari del 1929 - evento dirompente nella storia economica americana, noto come *Great Crash* - rappresentò il momento fondativo della moderna regolamentazione finanziaria negli Stati Uniti.⁷ In un contesto precedentemente connotato da una disciplina legislativa disorganica, prevalentemente lasciata all'autonomia degli operatori e priva di presidi efficaci a tutela dell'investitore, la crisi rese evidente la necessità di un intervento normativo organico e strutturato da parte del legislatore federale.⁸

Fu in tale cornice che il Congresso, animato dall'intento di ripristinare la fiducia nei mercati e contenere gli effetti sistemici del tracollo finanziario, diede avvio a un processo di riforma normativa di ampio respiro, destinato a plasmare l'architettura regolatoria tuttora

⁶ *Broker-dealers vs. Registered Investment Advisers (RIAs): Which Is Which?*, in *NASDAQ*, 16 gennaio 2019, che distingue tra *broker-dealers* e *registered investment advisers*.

⁷ In dottrina, v. L. BUMGARDNER, *A Brief History of the 1930s Securities Laws in the United States – And the Potential Lesson for Today*, in *Journal of Global Business Management*, 4, 2008, p. 39 ss.

⁸ SEC, *Federal Securities Laws*, 4 maggio 2017, ove si descrive la prassi, diffusa negli anni Venti, di collocamento di titoli basata su promesse di profitti elevati in assenza di adeguata informazione agli investitori.

vigente. Tale processo si articolò, a partire dal 1933, nell’emanazione di una serie di provvedimenti legislativi fondamentali, finalizzati a definire un quadro giuridico coerente per il controllo dell’attività di emissione, negoziazione e consulenza in strumenti finanziari. In particolare, il *Securities Act* del 1933 e il *Securities Exchange Act* del 1934 segnarono l’affermazione di un nuovo paradigma regolatorio ispirato ai principi della trasparenza, della *disclosure* obbligatoria e della responsabilità degli intermediari nei confronti del pubblico risparmio.⁹

Queste normative, lungi dal costituire mere misure emergenziali, diedero origine a un sistema strutturato di vigilanza amministrativa, culminato con l’istituzione della *Securities and Exchange Commission*, incaricata di garantire l’integrità dei mercati mobiliari e la conformità degli operatori alle disposizioni di legge.

Il nuovo assetto normativo sancì, per la prima volta, la distinzione funzionale tra le diverse categorie di operatori finanziari e pose le premesse per l’elaborazione di standard differenziati di condotta - tra cui, come si vedrà in seguito, quelli specificamente applicabili ai *broker-dealers* e ai *registered investment advisers*.

1.2.1.1. Il Securities Act del 1933: disclosure e prevenzione del rischio informativo

Con l’adozione del *Securities Act* del 1933, il legislatore federale avviò il primo intervento sistematico di regolazione del mercato primario dei capitali, fondato sull’obiettivo di tutelare l’investitore *retail* attraverso un presidio informativo quanto più rigoroso. Il provvedimento introduceva l’obbligo di registrazione preventiva di ogni emissione di titoli destinata all’offerta pubblica e imponeva agli emittenti l’adempimento di obblighi stringenti in materia di trasparenza e veridicità informativa.¹⁰

Tale disciplina, definita dalla dottrina e dalla stessa SEC come *truth in securities law*, si fonda sul principio cardine secondo cui la piena disponibilità di informazioni veritiere, complete e comprensibili costituisce la condizione essenziale per un investimento consapevole. Il divieto di pratiche fraudolente, omissioni materiali o dichiarazioni fuorvianti nella redazione del prospetto informativo e nella documentazione accessoria rappresenta il fulcro del meccanismo di tutela delineato dal legislatore.¹¹

⁹ *Id.*

¹⁰ Securities Act of 1933, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74, ora codificato, come modificato, in 15 U.S.C. § 77a ss.; SEC, *The Laws that Govern the Securities Industry*, 1° ottobre 2013.

¹¹ *The Laws that Govern the Securities Industry*, cit. alla nota precedente.

Sebbene il *Securities Act* si rivolga principalmente alla regolazione delle offerte pubbliche iniziali (IPO) e non disciplini in modo diretto l'attività dei *financial advisers*, esso ha avuto un'influenza strutturale sull'assetto regolatorio successivo, segnando l'ingresso del principio di *disclosure* quale parametro immanente della legalità dell'azione finanziaria. Proprio questo principio diventerà, nelle fasi successive, uno dei fondamenti del rapporto fiduciario con l'investitore.¹²

1.2.1.2. Il Securities Exchange Act del 1934: regolazione dei mercati secondari e istituzione della SEC

Con l'emanazione del *Securities Exchange Act* del 1934, il Congresso statunitense completò l'architettura normativa *post-crisi* estendendo l'ambito della regolazione alla negoziazione dei titoli nei mercati secondari.¹³ Il provvedimento introdusse una serie articolata di disposizioni volte a garantire l'integrità, la correttezza e la trasparenza delle transazioni *post-IPO*, nonché a prevenire fenomeni di manipolazione del mercato e *insider trading*.

Elemento centrale della riforma fu l'istituzione della *Securities and Exchange Commission* (SEC), autorità amministrativa indipendente, investita di ampi poteri regolatori e sanzionatori in materia di mercati finanziari.¹⁴ Alla SEC venne attribuita la competenza esclusiva per l'autorizzazione, la supervisione e la vigilanza di soggetti quali *broker-dealer*, *transfer agents*, *clearing agencies* e organizzazioni autoregolamentate (*self-regulatory organizations*, o SROs).¹⁵

Tra queste ultime, un ruolo di assoluto rilievo è oggi rivestito dalla *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), ente nato nel 2007 dalla fusione tra la *National Association of Securities Dealers* (NASD) e il dipartimento regolamentare della *New York Stock Exchange* (NYSE).¹⁶ La FINRA costituisce l'organo di autoregolamentazione principale per i *broker-dealer* operanti sul mercato statunitense, ai quali impone standard operativi, requisiti di

¹² *The Nature of Securities Regulation*, in *Legal Aspects of Corporate Management and Finance*, Saylor Academy, 2012, che illustra le finalità della regolazione dei mercati finanziari.

¹³ *Id.*; v. altresì W. KENTON, *Secondary Market*, in *Investopedia*, 24 settembre 2020, che definisce il mercato secondario come ciò che comunemente si intende per "mercato azionario".

¹⁴ SEC, *Guide to Broker-Dealer Registration*, 12 dicembre 2016.

¹⁵ *The Laws that Govern the Securities Industry*, cit. supra, nota 7.

¹⁶ *The Laws that Govern the Securities Industry*, cit. supra, nota 7.

registrazione, obblighi di formazione e norme di condotta finalizzate a garantire la correttezza delle pratiche commerciali.

La configurazione della SEC quale autorità regolatrice centrale, unitamente alla nascita di SROs come FINRA, ha rappresentato un passaggio decisivo nella transizione da un sistema permissivo e deregolamentato ad un impianto istituzionale orientato alla vigilanza continua e alla responsabilizzazione degli operatori.

1.2.1.3. *L'Investment Advisers Act del 1940: la consacrazione dell'obbligo fiduciario*

Con l'adozione dell'*Investment Advisers Act* del 1940, il Congresso statunitense completò il trittico normativo volto a disciplinare in modo sistematico le principali figure operanti nei mercati finanziari. Tale intervento legislativo si inserisce in un contesto di crescente consapevolezza circa la necessità di regolamentare la professione degli *investment advisers* - soggetti incaricati, a titolo oneroso, di prestare consulenza in materia di strumenti finanziari - attraverso un sistema di autorizzazione, vigilanza e responsabilità specificamente calibrato.¹⁷

L'*Advisers Act* impone a ogni soggetto che fornisca consigli professionali relativi a investimenti in titoli, dietro corresponsione di un compenso, l'obbligo di registrazione presso la SEC.¹⁸ Una volta registrati, tali consulenti sono tenuti al rispetto di un articolato *corpus* normativo volto a garantire la tutela del *retail customer*, attraverso requisiti di *disclosure*, standard comportamentali elevati e obblighi di gestione trasparente dei conflitti di interesse.

Il valore assiologico del provvedimento è stato autorevolmente riconosciuto dalla Corte Suprema degli Stati Uniti, che - nella storica pronuncia *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* (1963) - ha chiarito come l'*Advisers Act* imponga un dovere fiduciario pieno in capo al consulente finanziario, anche in assenza di una espressa previsione normativa in tal senso.¹⁹ Secondo la Corte, la *ratio* dell'*Advisers Act* non è meramente sanzionatoria o amministrativa, bensì volta a eliminare pratiche ingannevoli e a proteggere l'investitore sulla base di un principio di *utmost good faith and loyalty*.

Il dovere fiduciario così configurato si articola in due componenti essenziali:

¹⁷ Investment Advisers Act of 1940, Pub. L. No. 76-768, 54 Stat. 789, ora codificato, come modificato, in 15 U.S.C. § 80b-1 ss.

¹⁸ *The Laws that Govern the Securities Industry*, cit. supra, nota 7.

¹⁹ *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 181 ss. (1963).

- i. il dovere di diligenza (*duty of care*),²⁰ che impone al consulente di formulare raccomandazioni fondate su analisi accurate, coerenti con il profilo dell'investitore e capaci di perseguirne il miglior interesse;
- ii. il dovere di lealtà (*duty of loyalty*),²¹ che vieta al RIA di anteporre interessi personali, economici o societari a quelli del cliente, imponendo altresì l'obbligo di *disclosure* completa e trasparente di ogni potenziale conflitto.

Tale ricostruzione giurisprudenziale ha segnato un punto di svolta nell'assetto regolatorio, sancendo in via interpretativa la natura fiduciaria del rapporto tra *investment adviser* e cliente, e costituendo ancora oggi uno dei riferimenti ermeneutici centrali per valutare la responsabilità professionale degli intermediari nella consulenza finanziaria.

Storicamente, il sistema statunitense di disciplina dei *financial advisers* si è così articolato attorno a tre presidi normativi fondamentali - il *Securities Act* del 1933, il *Securities Exchange Act* del 1934 e l'*Investment Advisers Act* del 1940 - che rappresentano le basi strutturali su cui si è costruita l'evoluzione successiva della regolazione finanziaria negli Stati Uniti, fino all'adozione dei provvedimenti più recenti, quali *Regulation Best Interest*.

1.2.2. Differenze di status regolatorio e di mandato

Nel quadro normativo statunitense, la figura del *financial adviser* si articola, dal punto di vista sistematico, in due categorie principali: i *Registered Investment Advisers* (RIA) e i *broker-dealers* (BD).²² La distinzione tra tali soggetti professionali si innesta su tre direttrici fondamentali: la struttura retributiva adottata, il regime giuridico cui sono sottoposti e lo standard di condotta richiesto nell'interazione con la clientela.

I *Registered Investment Advisers* operano, di regola, secondo un modello remunerativo di tipo *fee-based*, ossia fondato su una tariffazione predeterminata - su base oraria o proporzionale rispetto agli *assets under management* - e indipendente dagli strumenti

²⁰ *Investment Advisers Act of 1940*, § 206, 15 U.S.C. § 80b-6; SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, Investment Advisers Act Release No. 5248, 84 Fed. Reg. 33669, 33672–33674 (July 12, 2019). In particolare, la SEC riconduce al *duty of care* il *duty to provide advice that is in the best interest of the client*, il *duty to seek best execution* e il *duty to provide advice and monitoring over the course of the relationship*.

²¹ *Investment Advisers Act of 1940*, § 206, 15 U.S.C. § 80b-6; SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, Investment Advisers Act Release No. 5248, 84 Fed. Reg. 33669, 33675–33677 (July 12, 2019). La SEC precisa che il *duty of loyalty* richiede che l'*investment adviser* «not subordinate its clients' interests to its own» e impone l'eliminazione dei conflitti oppure una *full and fair disclosure* sufficientemente specifica da consentire al cliente di prestare un consenso informato.

²² *Regulation Best Interest*, cit. alla nota 1, pp. 5-6.

finanziari raccomandati o dalle operazioni effettuate.²³ Essi sono soggetti alla vigilanza della *Securities and Exchange Commission* (SEC) ai sensi dell'*Investment Advisers Act* del 1940, ed assoggettati a un dovere fiduciario pieno, che impone la massima lealtà, diligenza e trasparenza nell'interesse del cliente.

I *broker-dealers*, per converso, si caratterizzano per una struttura provvigionale *commission-based*, che lega la remunerazione alla singola operazione eseguita su incarico del cliente. La loro attività è regolata primariamente dal *Securities Exchange Act* del 1934 e dalla *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), configurandosi come prevalentemente transazionale. Sino all'adozione di *Regulation Best Interest* (Reg. BI) da parte della SEC nel 2019, i *broker-dealers* erano sottoposti esclusivamente al c.d. *suitability standard*, uno standard di adeguatezza più tenue rispetto all'obbligo fiduciario applicabile ai RIA.²⁴

1.2.2.1. Registered Investment Advisers

Ai sensi dell'*Investment Advisers Act* del 1940, è qualificato come *Registered Investment Adviser* (RIA) «any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation, issues or promulgates analyses or reports concerning securities»²⁵. La definizione normativa, volutamente ampia, è funzionale a ricomprendere non soltanto l'attività di consulenza personalizzata, ma anche la predisposizione sistematica di documentazione analitica finalizzata a supportare decisioni di investimento.

Sul piano operativo, la differenza più evidente tra *Registered Investment Advisers* e *broker-dealers* si manifesta nella diversa configurazione della relazione con la clientela. Mentre il consulente di investimento instaura un rapporto di natura tipicamente continuativa, che comporta un'attività costante di monitoraggio e adeguamento del portafoglio in base all'evoluzione del profilo dell'investitore e delle condizioni di mercato, il *broker-dealer* si limita, nella maggior parte dei casi, a fornire raccomandazioni di investimento riferite a singole operazioni, generalmente formulate su impulso del cliente stesso (*client-initiated*

²³ Investment Advisers Act of 1940, 15 U.S.C. § 80b-2(11).

²⁴ Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78a ss.

²⁵ Investment Advisers Act of 1940, 15 U.S.C. § 80b-2(11).

model). Ne deriva un disallineamento strutturale tanto nell'impegno consulenziale quanto nella qualità della protezione offerta al risparmiatore.²⁶

1.2.2.2. Broker-Dealers

La Sezione 3 del *Securities Exchange Act* del 1934 fornisce la definizione normativa di *broker* come «any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others», e di *dealer* come «any person engaged in the business of buying and selling securities for his own account, through a broker or otherwise»²⁷. Tali disposizioni distinguono formalmente due modalità operative che, nella prassi dei mercati, tendono frequentemente a sovrapporsi.

La differenza concettuale tra *broker* e *dealer* si fonda sulla diversa natura dell'intermediazione posta in essere. Il primo agisce tipicamente nella veste di *agente* del cliente, ponendosi quale intermediario che effettua operazioni per conto terzi; il secondo opera invece come *principal*, ossia quale controparte diretta della transazione, intervenendo con capitali propri.²⁸

Nonostante la separazione definitoria presente nel dato legislativo, l'uso corrente dei termini *broker* e *dealer* - tanto in ambito dottrinale quanto nell'operatività del settore - è generalmente connotato da un approccio funzionale, che ne consente l'impiego congiunto nella formula unificata di *broker-dealer* (BD), atta a indicare qualsivoglia soggetto professionalmente impegnato nella negoziazione di strumenti finanziari, sia per conto terzi che in proprio.²⁹

1.2.2.3. Modalità di remunerazione

Una delle divergenze più rilevanti tra i *Registered Investment Advisers* e i *broker-dealers* attiene alla struttura della remunerazione. I RIAs adottano un modello *fee-based*, percependo compensi determinati in base a una tariffa oraria, a un importo fisso oppure, più

²⁶ *Brief Overview: The Investment Adviser Industry*, in *North American Securities Administrators Association*, voce consultata il 6 settembre 2020.

²⁷ *Guide to Broker-Dealer Registration*, cit. supra, nota 11.

²⁸ *Interpretation of Section 206(3) of the Investment Advisers Act of 1940*, Exchange Act Release No. IA-1732, 17 luglio 1998.

²⁹ Nella prassi, numerosi *broker-dealer* si limitano alla distribuzione di strumenti finanziari di terzi, operando quindi tecnicamente come *broker*.

comunemente, a una percentuale del valore degli *assets under management* (AUM) conferiti in consulenza. Tale struttura retributiva, scollegata dalla raccomandazione di specifici strumenti finanziari, è finalizzata a minimizzare i conflitti di interesse.³⁰ Diversamente, i *broker-dealers* operano prevalentemente sulla base di un modello *commission-based*, percependo una commissione su ogni singola transazione eseguita per conto del cliente. Questo schema, fondato sulla logica transazionale, comporta intrinsecamente un rischio di incentivazione distorsiva dell'attività di intermediazione.³¹

Negli ultimi anni si è inoltre affermato il c.d. *hybrid model*, nel quale il professionista assume contestualmente la qualifica di consulente di investimento e di *broker-dealer*.³² Il consulente può così prestare diversi servizi a clienti differenti o combinare, all'interno del medesimo rapporto, funzioni consulenziali continuative e attività transazionali.³³ Tale commistione, pur offrendo flessibilità operativa, può generare problematiche significative sotto il profilo della chiarezza degli standard di condotta applicabili,³⁴ esponendo sia il consulente sia il cliente, specie nel segmento della clientela *High Net Worth Individual* (HNWI),³⁵ al rischio di confusione circa la natura del servizio prestato e gli obblighi giuridici gravanti sull'intermediario.³⁶

1.2.2.4. Standard di condotta

La distinzione più significativa tra le figure del *broker-dealer* e del *Registered Investment Adviser* concerne lo standard di condotta cui ciascuna di esse è assoggettata nel rapporto con la clientela. Tale elemento qualificante incide in modo sostanziale sulla natura degli obblighi giuridici gravanti sui professionisti del settore finanziario, e si è

³⁰ *Broker-Dealers vs. Registered Investment Advisers (RIAs): Which Is Which?*, cit. supra, nota 2; v. altresì, in chiave comparata, *Consulenza fee-based: cos'è e perché è la miglior tipologia di consulenza*, in *Private Banking Italia*, voce consultata il 30 ottobre 2020.

³¹ *Id.*

³² L. R. DEAN et al., *Examining Asset Flows and Type of Adviser Compensation After an Economic Downturn*, in *Journal of Financial Planning*, 32, 2019, p. 48 ss.

³³ *Id.*

³⁴ A titolo esemplificativo, un cliente con elevato patrimonio può richiedere simultaneamente servizi di pianificazione finanziaria continuativa e raccomandazioni su singole operazioni.

³⁵ Persone fisiche con patrimonio netto superiore a un milione di dollari al netto dell'abitazione principale.

³⁶ L. R. DEAN et al., cit. supra, nota 30, pp. 49-50, che evidenzia il rischio di una duplicità di standard di diligenza nei modelli c.d. *ibridi*: "At a hybrid firm the financial adviser can choose client-by-client how much to charge in fees and how much to charge in commissions, providing flexibility [for the adviser] to select when to act as an RIA with a fiduciary obligation to clients, and when to act as a broker with a suitability standard. (...) [I]t also requires the consumer to more closely monitor costs to discern when their adviser is acting as a[n] [RIA] fiduciary (...). and when they are operating under the [BD] suitability standard".

progressivamente evoluto nel corso del tempo, in risposta alle esigenze di tutela del risparmio e di trasparenza del mercato.

I *Registered Investment Advisers* sono sottoposti ad uno standard fiduciario pieno, radicato nel *common law* – come si vedrà *infra* – e successivamente cristallizzato dalla giurisprudenza della Corte Suprema.³⁷ Tale vincolo impone al consulente un obbligo di assoluta lealtà e diligenza nei confronti del cliente, che si traduce nell'obbligo di anteporre sistematicamente gli interessi di quest'ultimo ai propri nella gestione continuativa del rapporto fiduciario.

I *broker-dealers*, al contrario, sono stati tradizionalmente soggetti ad un *suitability standard* di matrice regolamentare, codificato nella FINRA Rule 2111 e, in precedenza, nella NASD Rule 2310, in forza del quale il professionista era tenuto ad avere una *reasonable basis* per ritenere che la transazione o strategia d'investimento raccomandata fosse adeguata al cliente alla luce delle informazioni acquisite mediante *reasonable diligence* sul relativo *investment profile*. Tale standard, pur incorporando principi di *fair dealing* e richiedendo che le raccomandazioni fossero coerenti con l'interesse del cliente, non configurava il più ampio standard di condotta successivamente introdotto da Regulation Best Interest, né assoggettava in via generale il *broker-dealer* al dovere fiduciario proprio degli *investment advisers*.³⁸

L'adozione di *Regulation Best Interest* da parte della SEC ha segnato un rilevante mutamento di paradigma. Con l'introduzione del *best interest standard*, è stato imposto ai *broker-dealers* un livello più elevato di responsabilità nella formulazione delle raccomandazioni, articolato in quattro obblighi specifici (*component obligations*) - *disclosure*, *care*, *conflict of interest* e *compliance* - la cui osservanza costituisce condizione necessaria per ritenere soddisfatto l'obbligo generale di agire nel migliore interesse del cliente *retail*.

Tale evoluzione ha riaperto, in dottrina e in giurisprudenza, un vivace dibattito circa i confini tra l'obbligo fiduciario classico e la nuova configurazione normativa introdotta da Reg. BI, evidenziando al contempo la tensione strutturale tra esigenze di tutela dell'investitore e la preservazione della specificità operativa del modello di business dei *broker-dealer*.

³⁷ SEC v. *Capital Gains Research Bureau, Inc.*, cit.

³⁸ Cfr. FINRA, Rule 2111(a), *Suitability*, e relativo *Supplementary Material*, par. .04-.05; FINRA, Regulatory Notice 12-25, maggio 2012; in precedenza, NASD Rule 2310, *Recommendations to Customers (Suitability)*. Sulla portata dello *suitability standard* e, in particolare, sul principio secondo cui la raccomandazione del *broker-dealer* deve essere coerente con il migliore interesse del cliente, cfr. FINRA, Rule 2111 (Suitability) – Frequently Asked Questions, quesito 7.1.

1.3. Il *fiduciary duty* nel diritto federale statunitense

1.3.1. Fondamento giurisprudenziale dell'obbligo fiduciario

Lo standard fiduciario costituisce l'apice della scala degli obblighi di condotta applicabili agli operatori del settore finanziario e trae origine dalla tradizione giuridica del *common law*, la quale ha storicamente ricondotto i rapporti consulenziali a un vincolo di natura fiduciaria, fondato sull'affidamento qualificato del cliente nella professionalità e integrità dell'*adviser*.

L'adozione di tale standard nel sistema normativo statunitense trova la propria formalizzazione giurisprudenziale nella nota pronuncia *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, originata da un'azione promossa dalla SEC contro una società di consulenza che aveva posto in essere pratiche di *scalping*.³⁹

In tale contesto, si è chiarito che l'*Investment Advisers Act* del 1940 - pur non contemplando espressamente un obbligo fiduciario - deve essere interpretato come fonte implicita di tale dovere, in ragione della funzione strutturalmente consulenziale che contraddistingue l'attività dei *Registered Investment Advisers*.⁴⁰

L'applicazione concreta di tale standard impone un approccio olistico, che tenga conto non solo della convenienza della singola operazione finanziaria ma anche del complesso delle

³⁹ *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 181 (1963) (la Corte ha ritenuto che l'*Investment Advisers Act* vieti la pratica dello *scalping*). Per *scalping* si intende l'acquisto preventivo di determinati titoli per finalità speculative, la successiva raccomandazione degli stessi alla clientela senza alcuna *disclosure* circa l'interesse personale sotteso all'operazione e, infine, la loro rivendita una volta che l'incremento della domanda ne abbia determinato l'apprezzamento sul mercato. L'aspetto maggiormente problematico di tale condotta non risiede soltanto nel pregiudizio economico potenzialmente arrecato all'investitore, bensì nella più profonda distorsione della funzione stessa della consulenza finanziaria: la raccomandazione cessa di costituire uno strumento orientato all'interesse del cliente per trasformarsi in un mezzo funzionale alla realizzazione di un vantaggio personale del professionista. Simili condotte possono altresì incidere sul corretto funzionamento dei meccanismi di formazione dei prezzi nella misura in cui la raccomandazione, anziché contribuire alla diffusione di informazioni genuine sul valore del titolo, è utilizzata per generare artificialmente una pressione della domanda dalla quale il consulente intende trarre profitto. Tale ulteriore profilo assume particolare rilievo anche alla luce della teoria dei mercati efficienti dei capitali (*Efficient Capital Markets Hypothesis*, ECMH), secondo la quale l'efficienza informativa del mercato dipende dalla capacità dei prezzi di incorporare le informazioni disponibili. Cfr., sul punto, E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970, vol. 25, n. 2, pp. 383 ss., spec. pp. 383-384.

⁴⁰ *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, cit., p. 191.

caratteristiche personali, patrimoniali e degli obiettivi del cliente, in un'ottica di monitoraggio continuativo e personalizzato della relazione fiduciaria.⁴¹

Un'autorevole analisi dello standard fiduciario è stata proposta da Lori A. Richards, già *Director of Compliance, Inspections and Examinations* presso la SEC, la quale ne ha sintetizzato la portata precettiva attraverso cinque direttrici operative:

- i. privilegiare gli interessi del cliente in qualsivoglia circostanza;
- ii. agire con il massimo grado di buona fede e correttezza;
- iii. fornire informazioni esaustive, veritiere e tempestive in merito a tutti i fatti rilevanti;
- iv. astenersi dal condurre condotte ingannevoli, tanto di natura attiva quanto omissiva;
- v. notificare in modo chiaro ed esaustivo l'esistenza di conflitti d'interesse, sia potenziali sia esistenti.⁴²

Come sottolineato da Richards, il concetto di *fiduciary* affonda le proprie radici nel termine latino *fides*, evocando una relazione strutturalmente asimmetrica fondata sull'affidamento legittimo del cliente e sull'obbligo non solo giuridico ma anche morale del consulente di agire esclusivamente nel suo interesse.

Da tale impostazione discendono il dovere di agire con *utmost good faith*, l'obbligo di assicurare una *full and fair disclosure of all material facts* e quello di esercitare il grado di diligenza necessario a non indurre in errore la clientela.⁴³

⁴¹ Sul carattere complessivo e personalizzato del *duty of care* gravante sull'*investment adviser*, cfr. SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, Investment Advisers Act Release No. 5248, 5 giugno 2019, in *Federal Register*, vol. 84, 12 luglio 2019, pp. 33669 ss., spec. pp. 33672-33674, ove si precisa che il consulente, al fine di agire nel migliore interesse del cliente, deve acquisire una ragionevole conoscenza dei suoi obiettivi e, con riferimento al cliente *retail*, del relativo *investment profile*, comprensivo, tra l'altro, della situazione finanziaria, del livello di sofisticazione finanziaria, dell'esperienza e degli obiettivi di investimento; la valutazione deve inoltre essere condotta alla luce del portafoglio complessivamente gestito e delle finalità perseguite dal cliente. Il *duty of care* comprende altresì, nei limiti e secondo le modalità proprie del rapporto di consulenza concordato, il dovere di prestare consulenza e svolgere attività di monitoraggio nel corso della relazione. In dottrina, sulla natura fiduciaria e sull'ampiezza della relazione di consulenza, cfr. A.B. LABY, *Advisors as Fiduciaries*, in *Florida Law Review*, 2020, vol. 72, pp. 953 ss.

⁴² L. A. RICHARDS, *Fiduciary Duty: Return to First Principles*, intervento al *Eighth Annual Investment Adviser Compliance Summit*, 27 febbraio 2006, che richiama SEC v. *Capital Gains Research Bureau, Inc.*, cit.

⁴³ *Cruse v. Equitable Sec. of N.Y., Inc.*, 678 F. Supp. 1023, 1030-1031 (S.D.N.Y. 1987) (sebbene un conto titoli possa essere formalmente non discrezionale, il *broker* può comunque esercitare un controllo *de facto* qualora il cliente si affidi stabilmente ai consigli del *broker*, seguendoli abitualmente: "Although a securities account may be non-discretionary, a broker may still effectively exercise de facto control where a customer places his trust and faith in a broker and routinely follows his broker's advice"); *ibid.*, 1032 (descrivendo il dovere fiduciario).

Non meno significativa appare la matrice teorica richiamata dalla Corte, che ha rinvenuto il fondamento di tali obblighi nei principi tradizionalmente propri del *trust law*. Il richiamo ai doveri storicamente gravanti sul *trustee*, quali l'obbligo di evitare conflitti di interesse e quello di amministrare il patrimonio del cliente con prudenza, lealtà e diligenza, ha contribuito ad imprimere alla figura dell'*investment adviser* una fisionomia marcatamente fiduciaria.⁴⁴

L'influenza di *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* ha oltrepassato il perimetro della controversia da cui trasse origine. La giurisprudenza successiva, la prassi regolatoria e la riflessione dottrinale hanno continuato a riconoscervi il principale fondamento teorico dello standard fiduciario federale applicabile ai consulenti di investimento. La stessa Corte Suprema, nel successivo caso *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*,⁴⁵ avrebbe ulteriormente confermato come il riferimento dell'*Investment Advisers Act* alle pratiche fraudolente e ai principi di equità rifletta una precisa opzione normativa orientata verso l'imposizione di obblighi particolarmente rigorosi.⁴⁶

Non sorprende, pertanto, che, pur in assenza di una definizione normativa unitaria ed esaustiva, il *fiduciary standard* sia tradizionalmente collocato al vertice degli standard di condotta operanti nell'ambito della consulenza finanziaria. La sua maggiore intensità precettiva non si esaurisce, infatti, nell'imposizione di un più elevato grado di diligenza nella formulazione della singola raccomandazione, ma discende dalla natura stessa della relazione fiduciaria, che assoggetta la condotta del consulente, considerata nel suo complesso, ai concorrenti doveri di cura e lealtà. Sotto questo profilo, il *fiduciary standard* si distingue dal

⁴⁴ I principi di lealtà e diligenza espressi nel caso *Capital Gains Research Bureau* rappresentano i cardini della cosiddetta "*Prudent Investor Rule*" che disciplina l'investimento dei fondi fiduciari. Si veda *Restatement (Third) of Trusts*, § 90, commento c) (2007) ("The strict duty of loyalty in the trust law ordinarily prohibits the trustee from investing or managing trust investments in a manner that will give rise to a personal conflict of interest"); ivi, commento d) ("The duty of care requires the trustee to exercise reasonable effort and diligence in making and monitoring investments for the trust, with attention to the trust's objectives"). Tale principio risale alla decisione del 1830 *Harvard College v. Amory*, 26 Mass. (9 Pick.) 446 (1830). Si veda *Restatement (Third) of Trusts*, Prudent Investor Rule, Introductory Note (che descrive l'origine della Rule). Nella sentenza si afferma che i fiduciari dovrebbero "observe how men of prudence, discretion and intelligence manage their own affairs, not in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds...". Cf *Jones v. Harris Assocs.*, 527 F.3d 627, 632 (7th Cir. 2008), sentenza annullata da 130 S. Ct. 1418 (2010) (spiegando che l'uso del termine "*fiduciary*" nell'*Investment Company Act* richiama "the law of trusts").

⁴⁵ *SEC v. Chenery Corp.*, 430 U.S. 462, 472 (1977).

⁴⁶ Ivi ("Although *Capital Gains* involved a federal securities statute, the Court's references to fraud in the 'equitable' sense of the term were premised on its recognition that Congress intended the Investment Advisers Act to establish federal fiduciary standards for investment advisers"); si veda anche *Transamerica v. Lewis*, 444 U.S. 11, 17 (1979) ("As we have previously recognized, § 206 establishes 'federal fiduciary standards' to govern the conduct of investment advisers (...)").

tradizionale *suitability standard* applicabile ai *broker-dealers*, il cui baricentro risiedeva nella verifica dell'adeguatezza della raccomandazione rispetto al profilo dell'investitore; mentre quest'ultimo operava essenzialmente sul piano della congruità dell'operazione raccomandata, il primo investe più ampiamente il rapporto tra consulente e cliente, imponendo al professionista di perseguire il migliore interesse di quest'ultimo, di non subordinarlo al proprio e di eliminare i conflitti di interesse o, ove ciò non avvenga, di darne *full and fair disclosure* ai fini di un consenso informato.⁴⁷

1.3.2. Implicazioni per i consulenti di investimento

Dall'imposizione di uno standard fiduciario discendono rilevanti implicazioni sul piano degli obblighi gravanti sui RIA. In primo luogo, tale standard impone all'*adviser* di operare nel *best interest* del cliente.⁴⁸ Ciò non esclude, in via assoluta, la possibilità che il consulente possa trarre un vantaggio economico da un'operazione eseguita con o per conto dell'investitore, purché tale circostanza sia previamente comunicata e consapevolmente accettata dal cliente.⁴⁹ La *disclosure* di eventuali conflitti di interesse - come emerso in *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* - assume, sotto questo profilo, rilievo determinante ai fini dell'accertamento della responsabilità del consulente ai sensi dell'*Investment Advisers Act*.

Un'applicazione significativa di tali principi si rinviene in *Monetta Financial Services, Inc. v. SEC*.⁵⁰ In quel caso, alcuni intermediari avevano allocato titoli azionari a Monetta Financial Services nell'ambito di operazioni di *initial public offering (IPO)*. Successivamente, Monetta aveva provveduto a redistribuire tali titoli a favore di propri clienti, tra cui fondi comuni di investimento e i rispettivi *trustees*.

⁴⁷ Sul diverso contenuto degli standard di condotta applicabili agli *investment advisers* e ai *broker-dealers*, cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 5 giugno 2019, in *Federal Register*, vol. 84, 9 agosto 2019, pp. 33318 ss., ove la Commissione, pur elevando lo standard di condotta dei *broker-dealers* rispetto ai preesistenti obblighi di *suitability*, ha escluso l'estensione a questi ultimi del *fiduciary standard* proprio degli *investment advisers*; FINRA, Rule 2111(a), *Suitability*, secondo cui il *broker-dealer* era tenuto ad avere una ragionevole base per ritenere che la transazione o strategia di investimento raccomandata fosse adeguata al profilo del cliente. Sul *fiduciary duty* dell'*investment adviser*, cfr. SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, Investment Advisers Act Release No. 5248, 5 giugno 2019, in *Federal Register*, vol. 84, 12 luglio 2019, pp. 33669 ss.

⁴⁸ Si veda, ad esempio, *SEC v. Tambone*, 550 F.3d 106, 146 (1st Cir. 2008) ("Section 206 imposes a fiduciary duty on investment advisers to act at all times in the best interest of the fund and its investors").

⁴⁹ *SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180, 191-192 (1963) (ove si afferma che l'Advisers Act è volto a "eliminate, or at least to expose, all conflicts of interest which might incline an investment adviser, consciously or unconsciously, to render advice which was not disinterested").

⁵⁰ *G.E. Capital Corp. v. Union Elec. Co.*, 390 F.3d 952, 955 (7th Cir. 2004).

La controversia trae origine dall'omessa comunicazione, da parte di Monetta, dei criteri di allocazione adottati nei confronti di quei *trustees* che, pur non rientrando formalmente nel novero della propria clientela, intrattenevano con la società rapporti economicamente rilevanti.⁵¹ La corte ravvisò in tale omissione una violazione delle disposizioni antifrode previste dall'*Investment Advisers Act*, osservando come l'assegnazione delle azioni ai *trustees*, anziché ai fondi stessi, avesse sottratto opportunità economiche a questi ultimi, generando un conflitto di interessi per l'accesso alle medesime risorse.

A ciò si aggiungeva l'esistenza di un interesse economico autonomo di Monetta nel favorire determinati *trustees*, i quali detenevano il potere di confermare o revocare il proprio incarico di consulenza nei confronti dei fondi. La mera esistenza di tale conflitto di interessi venne ritenuta sufficiente a far sorgere, in capo alla società, un obbligo di disclosure ai sensi dell'*Investment Advisers Act*.⁵²

Lo standard di *best interest* cui sono soggetti i consulenti di investimento non si esaurisce, tuttavia, nella sola divulgazione dei conflitti di interesse. Sul consulente gravano altresì obblighi riconducibili al *duty of care*, tra cui quello di verificare l'adeguatezza degli strumenti raccomandati rispetto al profilo finanziario del cliente, ai suoi obiettivi di investimento e alla sua propensione al rischio.⁵³

I consulenti devono altresì fondare le proprie raccomandazioni su una *reasonable basis*,⁵⁴ oltre a garantire la *best execution* delle operazioni effettuate per conto della clientela.⁵⁵ Con particolare riferimento a quest'ultimo profilo, la SEC ha più volte sottolineato la necessità

⁵¹ *Ibidem*.

⁵² *Id*, p. 955 ("That MFS did not, in fact, favor the director-clients over the funds is of no consequence because the potential for abuse nonetheless existed"); v. anche *Vernazza v. SEC*, 327 F.3d 851, 860 (9th Cir. 2003) (mancata divulgazione di incentivi concessi al consulente in relazione a determinate raccomandazioni formulate ai clienti); *Laird v. Integrated Res., Inc.*, 897 F.2d 826, 835 (5th Cir. 1990) (il consulente ha omesso di comunicare di percepire commissioni sugli investimenti consigliati ai clienti); *SEC v. Blavin*, 760 F.2d 706, 711–712 (6th Cir. 1985) (il consulente ha omesso di comunicare che stava negoziando i titoli raccomandati nella propria *newsletter*).

⁵³ *Suitability of Investment Advice Provided by Investment Advisers; Custodial Account Statements for Certain Advisory Clients*, Advisers Act Release n. 1406, 59 Fed. Reg. 13.464 (16 marzo 1994) (descrive le regole di adeguatezza applicabili ai broker-dealer).

⁵⁴ *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*, Advisers Act Release n. 2333, 69 Fed. Reg. 72.054, p. 72.054 (2 dicembre 2004) ("A number of obligations to clients flow from [an adviser's] fiduciary duty, including the duty (...) to have a reasonable basis for client recommendations"). Tale documento è stato successivamente annullato per motivi procedurali con *Goldstein v. SEC*, 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006).

⁵⁵ *Portfolio Advisory Serv.*, Advisers Act Release n. 2038, 2002 WL 1343823, p. *2 (20 giugno 2002) (il dovere fiduciario del consulente include l'obbligo di ricercare la *best execution* per le operazioni effettuate per conto dei clienti).

che i consulenti monitorino periodicamente la qualità delle modalità esecutive adottate nell'interesse dell'investitore.⁵⁶

1.4. Il *suitability standard* nella regolamentazione FINRA

1.4.1. La logica transazionale dell'adeguatezza dell'investimento

Il quadro normativo applicabile ai *broker-dealers* si presenta significativamente meno lineare rispetto a quello delineato per gli *investment advisers*, risultando tuttora caratterizzato da persistenti margini di incertezza interpretativa.

Il *suitability standard* ha costituito, perlomeno sino alla recente adozione di *Regulation Best Interest* (d'ora innanzi, anche "Reg. BI"), il parametro operativo e normativo di riferimento per gli intermediari finanziari nei rapporti con la clientela *retail*. Tale standard, di derivazione regolamentare e codificato nella FINRA Rule 2111, si caratterizza per un livello di protezione significativamente inferiore rispetto a quello riconducibile al *fiduciary standard* applicabile ai *Registered Investment Advisers*.⁵⁷

Secondo la disciplina previgente, il *broker-dealer* era tenuto a formulare raccomandazioni di investimento che risultassero adeguate (*suitable*) rispetto al profilo dell'investitore, tenuto conto della sua situazione finanziaria complessiva, degli obiettivi dichiarati, dell'orizzonte temporale, della propensione al rischio e di altri fattori rilevanti.⁵⁸ L'adeguatezza della raccomandazione doveva essere valutata *ex ante*, ossia al momento in cui essa veniva formulata, e non sulla base dei risultati conseguiti *ex post*.⁵⁹

Tuttavia, a differenza dello standard fiduciario, il *suitability standard* non imponeva all'intermediario l'obbligo di anteporre l'interesse del cliente al proprio, né di selezionare

⁵⁶ *Interpretive Release Concerning Scope of Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934*, Exchange Act Release n. 23.170, 51 Fed. Reg. 16.004, 16.011 (23 aprile 1986) (si afferma che "i gestori di fondi dovrebbero valutare periodicamente e sistematicamente la qualità dell'esecuzione offerta dai broker").

⁵⁷ *Guide to Broker-Dealer Registration*, cit. supra, nota 11, ove si illustra il *suitability standard* applicabile ai *broker-dealer*. Un *broker-dealer* deve possedere una "adequate and reasonable basis for any recommendation that it makes (...) [T]he reasonable basis test[] relates to the particular security or strategy recommended (...). [T]he broker-dealer has an obligation to investigate and obtain adequate information about the security it is recommending (...) [and to] determine customer-specific suitability (...) based on a customer's financial situation, needs, and other security holdings".

⁵⁸ SEC, Release No. 34-83062, *Regulation Best Interest*, 17 C.F.R. Part 240, p. 10 ss.

⁵⁹ In dottrina, v. G. J. ALEXANDER, *The Erosion of Suitability: A Reappraisal of Broker-Dealer Obligations*, in *Journal of Securities Law, Regulation & Compliance*, 7, 2014, p. 25 ss.

l'opzione oggettivamente più vantaggiosa tra quelle disponibili sul mercato.⁶⁰ Era sufficiente, invece, che la raccomandazione fosse «ragionevolmente fondata» e non manifestamente incoerente con il profilo dell'investitore.⁶¹

Questo assetto normativo lasciava ampi margini di discrezionalità in capo al *broker-dealer*, il quale poteva, ad esempio, proporre strumenti finanziari tecnicamente adeguati ma associati a commissioni più elevate o a incentivi economici indiretti, anche in presenza di alternative più efficienti sotto il profilo del rendimento o dei costi per il cliente.⁶² La struttura stessa del modello *commission-based* adottato dai *broker-dealers* incentivava, in taluni casi, pratiche potenzialmente distorsive, basate sulla promozione di prodotti che massimizzassero la remunerazione dell'intermediario.

Proprio tale impostazione ha suscitato, nel tempo, diffuse critiche da parte della dottrina,⁶³ dei regolatori e delle associazioni a tutela degli investitori, in quanto ritenuta suscettibile di generare conflitti di interesse latenti e di compromettere l'effettività della tutela offerta alla clientela.⁶⁴ Tali criticità hanno contribuito ad innescare un ampio dibattito pubblico sulla necessità di un intervento normativo sistemico.

1.4.1.1. Profili storici

Nell'assetto regolatorio contemporaneo, lo *status* fiduciario costituisce un tratto strutturale della figura degli *investment advisers* da cui i *broker-dealers* risultano, in linea generale, esclusi. Tale distinzione, tuttavia, non ha sempre caratterizzato il diritto dei mercati finanziari statunitensi. Tanto la dottrina quanto la giurisprudenza storica avevano infatti elaborato ricostruzioni sensibilmente differenti, spesso inclini a riconoscere agli intermediari obblighi di natura fiduciaria.

⁶⁰ *RIA vs. Broker-Dealer: What's the Difference?*, in *Frontier Wealth Management*, voce consultata il 20 agosto 2026.

⁶¹ *Id.*

⁶² V. D. C. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Corporations, Wall Street, and the Dilemmas of Investor Protection*, Oxford, 2016, spec. cap. 5.

⁶³ Cfr. A.B. LABY, *Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *The Business Lawyer*, 2013, vol. 65, pp. 395 ss.; A.B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Villanova Law Review*, 2010, vol. 55, pp. 701 ss. Sul problema dei conflitti di interesse insiti nei modelli di remunerazione degli intermediari finanziari, cfr. altresì D.C. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Corporations, Wall Street, and the Dilemmas of Investor Protection*, Oxford University Press, Oxford, 2016, spec. cap. 5.

⁶⁴ Cfr. *Comment Letters to SEC on Regulation Best Interest Proposal*, File No. S7-07-18.

Già nel 1697 il Parlamento britannico aveva introdotto una disciplina in materia di *securities* attraverso l'*Act to Restrain the Number and Ill Practice of Brokers and Stock Jobbers*,⁶⁵ normativa rimasta in vigore per poco più di un decennio che imponeva alle società di intermediazione e ai relativi dipendenti specifici obblighi formali, tra cui la prestazione di un giuramento. Sebbene si tratti di una costruzione giuridica distante dalle moderne categorie del diritto dei mercati finanziari, tale vincolo presenta tratti che, in prospettiva contemporanea, potrebbero essere ricondotti alla più ampia categoria degli obblighi fiduciari.⁶⁶

Anche la giurisprudenza ottocentesca si mostrava incline a riconoscere la natura fiduciaria del rapporto tra intermediario e cliente. In *Conkey v. Bond*, frequentemente richiamato quale antecedente remoto degli odierni dibattiti in materia, la corte accertò la violazione di obblighi fiduciari da parte di un *broker* che, incaricato di acquistare determinati titoli per conto del cliente (*agent*), aveva assunto egli stesso la posizione di controparte venditrice (*principal*), senza comunicare tale circostanza al cliente e senza acquisirne il consenso informato.⁶⁷ In una successiva pronuncia, *Brown v. Runals*, la natura fiduciaria del rapporto venne ricondotta, più in generale, ai principi elaborati in materia di *agency*, *trust* e *pledge*, riconoscendo l'esistenza di specifici obblighi in capo al soggetto cui fossero affidati beni o interessi altrui.⁶⁸

Nel corso del XX secolo tale impostazione continuò a trovare ampio riscontro sia in dottrina sia in giurisprudenza.⁶⁹ Emblematico, sotto questo profilo, appare il trattato pubblicato

⁶⁵ An Act to Restrain the Number and Ill Practice of Brokers and Stock Jobbers, 1697, 8 & 9 Will. 3, c. 32 (Inghilterra), disponibile su: [<http://www.british-history.ac.uk/report.aspx?compid=46880>]; S. BANNER, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690–1860*, 1998, p. 39.

⁶⁶ *Statutes*, in cui si richiede che i broker dichiarino: “I.A. B. doe sincerely promise and swear That I will truly and faithfully execute and perform the Office and Employment of a Broker between Party and Party in all things appertaining to the Duty of the said Office and Employment without Fraud or Collusion to the best of my Skill and Knowledge and according to the Tenor and Purport of the Act instituted to restrain the Number and ill Practice of Brokers and Stock-Jobbers. So help me God.”); si veda anche R.F. DE BEDTS, *The New Deal's SEC: The Formative Years*, 1964, p. 2.

⁶⁷ *Conkey v. Bond*, 34 Barb. 276 (N.Y. Gen. Term 1861), *aff'd*, 36 N.Y. 427 (1867). Sul rilievo della pronuncia nell'evoluzione degli obblighi fiduciari gravanti sui *broker-dealers*, cfr. A.B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Villanova Law Review*, 2010, vol. 55, pp. 701 ss., spec. p. 721.

⁶⁸ *Brown v. Runals*, 14 Wis. 693, 696 (1861), ove la Corte riconobbe l'insorgere di una relazione fiduciaria in relazione al bene costituito in pegno, richiamando i principi applicabili, tra gli altri, all'*agent*, al *trustee* e al *broker*: “Thus a fiduciary relation is created between the parties in respect to the pledge, from which arises various obligations and duties. (...) Where a fiduciary relation subsists between the parties, whether it be the case of an agent or a trustee, or a broker, or whether the subject matter be stock, or cargoes, or chattels of whatever description, the court will interfere to prevent a sale, either by the party entrusted with the goods, or by persons claiming under him through an alleged abuse of power”; cfr. *Wood v. Rowcliffe*, (1844) 67 Eng. Rep. 397 (Ch.). Sul punto, cfr. altresì A.B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, cit., p. 721.

⁶⁹ *Rubin v. Salomon*, 241 N.Y.S. 495, 496 (N.Y. Mun. Ct. 1930) (“A fiduciary relation exists between the broker and the customer”); *Wahl v. Tracy*, 12 N.W. 660, 661 (Wis. 1909) (il *broker*, accettando l'incarico, diventa agente del cliente e assume gli “ordinary fiduciary duties of good faith and due diligence”); cfr. anche C. G. WEISS, *A*

nel 1940 da William Herman Black, nel quale il carattere fiduciario del rapporto tra *broker* e cliente veniva sostanzialmente dato per acquisito, riflettendo una concezione dell'intermediario quale soggetto chiamato ad agire primariamente nell'interesse dell'investitore.⁷⁰

Tale ricostruzione richiede tuttavia di essere collocata nel contesto storico e normativo entro cui la stessa si è progressivamente sviluppata. Le condizioni giuridiche e operative che avevano originariamente giustificato l'imposizione di obblighi fiduciari ai *broker-dealers* risultano oggi profondamente mutate, in un contesto regolatorio caratterizzato da una più netta distinzione tra *investment advisers* - assoggettati a un generale standard fiduciario - e *broker-dealers*, la cui attività è prevalentemente disciplinata attraverso obblighi di *suitability*, trasparenza e *best execution*.

Nel sistema contemporaneo, i *broker-dealers* operano infatti secondo una duplice veste: come *broker*, agendo quali intermediari per conto della clientela, e come *dealer*, intervenendo direttamente come controparti delle operazioni. Alla luce del *Restatement (First) of Agency*⁷¹ e del *Restatement (Second) of Agency*,⁷² il rapporto di *agency* è tradizionalmente qualificato come intrinsecamente fiduciario; ne derivava, almeno sul piano teorico, una naturale propensione a riconoscere obblighi fiduciari al *broker* nella misura in cui operasse quale rappresentante del cliente. Le prime decisioni giurisprudenziali, del resto, fondavano tali obblighi non tanto sull'esercizio di una funzione consulenziale in senso stretto, quanto sulla posizione di *agent* assunta dal *broker*, e in particolare sulla disponibilità di denaro o titoli del cliente e sul conseguente obbligo di eseguirne le istruzioni secondo buona fede e con la dovuta diligenza.⁷³

Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty, 23 *Iowa J. Corp. L.* 65, 77 n.89 (1997), con rinvio alla giurisprudenza rilevante sul punto.

⁷⁰ W. H. BLACK, *The Law of Stock Exchanges, Stock-Brokers & Customers* 211–12 (1940).

⁷¹ *Restatement (First) of Agency* § 1, cmt. b on subsection (1) (1933) (“Agency results only if there is an agreement for the creation of a fiduciary relationship with control by the beneficiary”).

⁷² *Restatement (Second) of Agency* § 1(1) (1958) (“Agency is the fiduciary relation which results from the manifestation of consent by one person to another that the other shall act on his behalf and subject to his control, and consent by the other so to act”); v. anche WEISS, *supra* nota 120, p. 67. Lo stesso principio fiduciario è mantenuto nel *Restatement (Third): Restatement (Third) of Agency* § 1.01 (2006) (“Agency is the fiduciary relationship that arises when one person (a ‘principal’) manifests assent to another person (an ‘agent’) that the agent shall act on the principal’s behalf and subject to the principal’s control, and the agent manifests assent or otherwise consents so to act”).

⁷³ *Ruskay*, 5 *F.2d* 143, 144 (2d Cir. 1925) (“[W]hen the petitioner paid money to the bankrupts for the purchase of the stock they occupied a fiduciary relation to him and held the money so received solely for the purchase of the stock”); *Lipkien v. Krinski*, 182 *N.Y.S.* 454, 192 *A.D.* 257, 263 (N.Y. App. Div. 1920) (il trasferimento di denaro al *broker* determina l’insorgere di un dovere fiduciario, a prescindere dalla qualifica dei convenuti come *clearing brokers*); *Wahl*, 121 *N.W.* at 661 (“By such acceptance they became agents of the plaintiff and, being intrusted with his money for a special purpose, owed to him the ordinary fiduciary duties of good faith and due diligence in carrying out his instructions”). In termini analoghi, cfr. TWENTIETH CENTURY FUND, *The*

Diversa appariva, invece, la posizione del *dealer*, che, operando per proprio conto e assumendo direttamente la veste di controparte nelle operazioni con la clientela, si collocava al di fuori del tradizionale rapporto di *agency* dal quale traeva fondamento la qualificazione fiduciaria del *broker*.⁷⁴ L'assenza di un rapporto fiduciario in senso proprio non comportava, tuttavia, l'irrelevanza della relazione di fiducia instaurata con il cliente. Già sul finire degli anni Trenta, la SEC individuò nell'attività del *dealer* un implicito obbligo di *fair dealing*, ritenendo incompatibile con gli standard professionali lo sfruttamento della fiducia o dell'asimmetria informativa del cliente al fine di conseguire profitti eccedenti quelli ottenibili nei confronti di un investitore adeguatamente informato.⁷⁵

Pur evitando di affermare espressamente l'esistenza di obblighi fiduciari generalizzati, la SEC individuò progressivamente una particolare forma di responsabilità fondata sull'abuso della fiducia riposta dall'investitore nell'intermediario.⁷⁶ In tale contesto maturò la c.d. *Shingle Theory*,⁷⁷ applicata per la prima volta in *Charles Hughes & Co. v. SEC*,⁷⁸ attraverso la quale venne richiesto ai *broker-dealers* di mantenere una condotta *reasonable under the circumstances*, senza tuttavia giungere all'imposizione di veri e propri obblighi fiduciari.⁷⁹

L'evoluzione successiva si rivelò tutt'altro che lineare. Tra la fine degli anni Quaranta e i decenni successivi, la SEC e le corti federali mostrarono un atteggiamento oscillante rispetto all'eventuale estensione di obblighi fiduciari ai *broker-dealers*. Emblematica, in tal senso, è la vicenda di *Arleen W. Hughes v. SEC*,⁸⁰ relativa a una società registrata sia come *broker-dealer* sia come *investment adviser* che aveva omesso di rivelare rilevanti conflitti di interesse ai propri clienti. In quell'occasione, gli obblighi fiduciari vennero ricondotti alla qualità

Security Markets: Findings and Recommendations of a Special Staff of the Twentieth Century Fund, a cura di A.L. Bernheim e M.G. Schneider, New York, 1935, p. 231, ove la qualificazione fiduciaria del rapporto viene ricondotta alla custodia, da parte del *broker*, dei fondi o dei titoli appartenenti al cliente. Sul punto, cfr. altresì A.B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Villanova Law Review*, 2010, vol. 55, pp. 701 ss., spec. pp. 721-722.

⁷⁴ C. G. WEISS, *A Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, 23 *Iowa J. Corp. L.* 65, 67 (1997).

⁷⁵ *Duker & Duker*, 6 S.E.C. 386, 388-389 (1939) ("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. It is neither fair dealing, nor in accordance with such standards, to exploit trust and ignorance for profits far higher than might be realized from an informed customer"); *In re Jansen & Co.*, 6 S.E.C. 391, 394 (1939) (medesimo principio).

⁷⁶ *Duker & Duker*, 6 S.E.C. 386, spec. p. 389.

⁷⁷ T. L. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, § 14.15[3], 5ª ed., New York, 2006.

⁷⁸ *Charles Hughes & Co. v. SEC*, 139 F.2d 434 (2nd Cir., 1943), cert. denied, 321 U.S. 786 (1944).

⁷⁹ *Duker & Duker*, cit., p. 389; A. B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Villanova Law Review*, 2010, p. 701 ss., spec. p. 719.

⁸⁰ *Associated Securities Corp. v. SEC*, 174 F.2d 969 (D.C. Cir., 1949).

di *investment adviser*, mentre la SEC precisò di non voler estendere automaticamente tali obblighi ai broker ricadenti nell'esclusione prevista dalla Section 202(a)(11)(C) dell'*Investment Advisers Act*.⁸¹

La stessa SEC ampliò successivamente l'ambito applicativo della *Shingle Theory*, ricomprendendovi quegli intermediari che, presentandosi al pubblico come esperti in materia di investimenti, inducevano i clienti a riporre particolare affidamento nelle proprie competenze professionali.⁸² Ciononostante, sebbene la SEC abbia continuato a riconoscere che il sorgere di un rapporto di *trust and confidence* possa, in determinate circostanze, avvicinare la relazione tra *broker* e cliente ad un rapporto fiduciario,⁸³ la giurisprudenza contemporanea continua a mostrare una persistente riluttanza nell'adottare una posizione definitivamente univoca sul punto.

1.4.2. I limiti strutturali dello standard di adeguatezza

Giurisprudenza e dottrina statunitense hanno da lungo tempo adottato posizioni profondamente divergenti in merito alla possibilità di ricondurre l'attività dei *broker-dealers* entro la sfera degli obblighi fiduciari. Un orientamento giurisprudenziale ampiamente diffuso ha tradizionalmente escluso la sussistenza di un generale dovere fiduciario in capo ai *broker*, riconoscendolo unicamente nei casi in cui l'intermediario eserciti poteri di investimento discrezionali sui conti della clientela.⁸⁴ In tali ipotesi, il *broker* dispone dell'autorità legale necessaria per operare direttamente per conto dell'investitore, assumendo

⁸¹ *Arleen W. Hughes*, 27 S.E.C. 629, spec. p. 639 (1948). (“[I]t is not intended that the disclosure requirements, which we have found applicable to registrant, be imposed upon broker-dealers who render investment advice merely as an incident to their broker-dealer activities.”).

⁸² *Hanly v. SEC*, 415 F.2d 589, spec. p. 596 (2nd Cir., 1969). (“A securities dealer occupies a special relationship to a buyer of securities in that by his position he implicitly represents he has an adequate basis for the opinions he renders.”).

⁸³ SEC, *Adopting Release*, cit.; *Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers*, Exchange Act Release n. 50.980, Advisers Act Release n. 2340, in *Federal Register*, 2005, p. 2716 ss., spec. p. 2721, C. G. WEISS, *A Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, in *Iowa Journal of Corporation Law*, 23, 1997, p. 65 ss., spec. pp. 95-96, ove si osserva che, secondo il c.d. *trust and confidence approach*, i doveri dei broker-dealers derivano dall'essersi presentati come dotati di conoscenze e competenze specialistiche e dall'aver alimentato la fiducia dei propri clienti.

⁸⁴ *Securities and Exchange Commission v. Pasternak*, 561 F. Supp. 2d 459, 499 (D.N.J. 2008), ove il tribunale afferma che un broker può essere in rapporto fiduciario col cliente in presenza di discrezionalità sull'account; B. BLACK, *Brokers and Advisers – What's in a Name?*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 11, 2005, p. 36.

un livello di controllo assimilabile, per certi versi, a quello che caratterizza i rapporti fiduciari tradizionali.⁸⁵

Tale impostazione, tuttavia, non ha mai trovato un'applicazione uniforme. La giurisprudenza della California rappresenta, sotto questo profilo, una significativa eccezione, avendo più volte riconosciuto la natura fiduciaria del rapporto tra *broker* e cliente indipendentemente dalla natura discrezionale o non discrezionale del conto.⁸⁶ Analogamente, anche altre corti statali e federali si sono discostate dall'orientamento maggioritario, contribuendo ad alimentare un quadro giurisprudenziale particolarmente frammentato.⁸⁷

Neppure la posizione della *Securities and Exchange Commission* si è rivelata pienamente coerente. Nel corso degli anni Ottanta, la SEC aveva infatti suggerito che i *just and equitable principles of trade* previsti dalla regolamentazione delle *self-regulatory organizations* potessero incorporare, di per sé, obblighi di natura fiduciaria.⁸⁸ In epoca più recente, al contrario, la Commissione ha preferito adottare un approccio maggiormente restrittivo, ritenendo configurabile un obbligo fiduciario soltanto al ricorrere di circostanze specifiche, come nei casi in cui tra intermediario e cliente si instauri un rapporto qualificato di *trust and confidence*.⁸⁹

Tale incertezza interpretativa è stata ampiamente rilevata anche in dottrina.⁹⁰ Parte della letteratura ha criticato la giurisprudenza per non aver sviluppato un'analisi sufficientemente rigorosa della natura degli obblighi gravanti sui *broker*, osservando come tale lacuna abbia spesso condotto a pronunce scarsamente argomentate o concettualmente incoerenti.⁹¹ Altri

⁸⁵ J. D. COX, R. W. HILLMAN, D. C. LANGEVOORT, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 6ª ed., Foundation Press, 2009, pp. 1027-1028.

⁸⁶ *Duffy v. Cavalier*, Corte d'Appello della California, 215 Cal. App. 3d 1517, 1536 n.10 (1989), dove si afferma che il *broker* deve in ogni caso un obbligo fiduciario al cliente, la cui portata varia in base alle circostanze specifiche.

⁸⁷ *United States v. Wolfson*, Tribunale distrettuale del Sud di New York, cause nn. S1 00 Cr. 628(JGK), S1 02 Cr. 1588(JGK), 2008 WL 1969730, 5 maggio 2008, p. 2, ove si respinge l'idea che l'obbligo fiduciario sorga solo in presenza di conti discrezionali.

⁸⁸ *E.F. Hutton & Co. Inc.*, Exchange Act Release n. 25,887, in *SEC Docket*, vol. 41, 6 luglio 1988, p. 418, ove si afferma che «il principio di correttezza e giustizia nei mercati incorpora responsabilità fiduciaria di base».

⁸⁹ Adopting Release, cit. supra, nota 80, p. 20.433, nota 98, ove si afferma che il *broker* assume obblighi fiduciari quando instaura con il cliente una relazione di fiducia analoga a quella dell'investment adviser.

⁹⁰ C. R. GOFORTH, *Stockbrokers' Duties to Their Customers*, in *Saint Louis University Law Journal*, vol. 33, 1989, pp. 431-432 (analisi dei diversi orientamenti giurisprudenziali circa la sussistenza dell'obbligo fiduciario tra broker e cliente).

⁹¹ C. G. WEISS, *A Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 23, 1997, p. 68, ove si osserva che «i giudici spesso non effettuano un'analisi accurata del dovere fiduciario, dando luogo a decisioni errate o confuse».

autori hanno evidenziato le profonde divergenze esistenti tra diritto federale e diritto statale,⁹² mentre ulteriori contributi si sono concentrati sulle implicazioni concrete derivanti dall'attribuzione dello status fiduciario agli intermediari.⁹³

Nei sottoparagrafi che seguono verranno analizzati cinque fattori che appaiono particolarmente rilevanti nella spiegazione di tale persistente disomogeneità interpretativa. Il primo concerne la limitata produzione di contenzioso giudiziale in materia: una parte significativa delle controversie tra intermediari e clienti viene infatti definita in sede arbitrale o mediante accordi transattivi, con la conseguente difficoltà di sviluppare un *corpus* giurisprudenziale stabile.

Anche laddove si riconoscesse, in via generale, l'esistenza di obblighi fiduciari in capo ai *broker-dealers*, resterebbe inoltre aperta un'ulteriore questione di carattere sistematico: stabilire se tali obblighi debbano considerarsi inderogabili oppure possano essere oggetto di modulazione contrattuale tra le parti. A ciò si aggiunge un ulteriore elemento di complessità: gli obblighi fiduciari degli intermediari si collocano all'intersezione tra disciplina federale, diritto statale e principi propri del *law of agency*, all'interno del quale l'estensione dei doveri fiduciari dipende tradizionalmente dal grado di autorità e dalle responsabilità concretamente attribuite al singolo agente. In assenza di una chiara definizione delle responsabilità proprie dei *broker-dealers*, anche i correlati obblighi fiduciari continuano inevitabilmente a presentare contorni incerti.

I. Assenza di contenzioso

Una parte significativa delle controversie insorte tra società di brokeraggio e investitori viene tradizionalmente risolta in sede arbitrale piuttosto che dinanzi alle corti ordinarie. Tale fenomeno è riconducibile, in primo luogo, alla diffusa presenza, nei contratti di intermediazione, di clausole compromissorie mediante le quali le parti si impegnano a devolvere eventuali controversie a un collegio arbitrale, rinunciando alla tutela giurisdizionale ordinaria e accettando il carattere vincolante della decisione arbitrale.⁹⁴ La possibilità di

⁹² S. A. RAMIREZ, *The Professional Obligations of Securities Brokers Under Federal Law: An Antidote for Bubbles?*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 70, 2002, p. 550 (descrizione delle divergenze tra corti statali in merito agli obblighi fiduciari dei *broker-dealers*).

⁹³ G. A. HICKS, *Defining the Scope of Broker and Dealer Duties – Some Problems in Adjudicating the Responsibilities of Securities and Commodities Professionals*, in *DePaul Law Review*, vol. 39, 1990, p. 709, dove si evidenzia l'incertezza sul significato giuridico del concetto di "fiduciario" applicato a *broker* e *dealer*.

⁹⁴ La *Supreme Court* ha stabilito l'applicabilità degli accordi di arbitrato obbligatorio alle controversie relative al *Securities Exchange Act* of 1934: *Shearson/American Express, Inc. v. McMahon*, 482 U.S. 220, 238 (1987);

ricorrere all'arbitrato, peraltro, viene talvolta riconosciuta agli investitori anche indipendentemente dalla presenza di una clausola contrattuale espressa.⁹⁵

A differenza del contenzioso giudiziale, il procedimento arbitrale presenta caratteristiche che ne limitano l'attitudine a contribuire alla formazione e al consolidamento di orientamenti interpretativi generali. Da un lato, i lodi arbitrali sono, di regola, privi di un'articolata motivazione in diritto; dall'altro, gli stessi non assumono valore di precedente vincolante, né danno luogo a rapporti di subordinazione decisoria assimilabili a quelli che, nell'ordinamento giudiziario, derivano dall'operare dello *stare decisis*, in particolare nella sua dimensione verticale.⁹⁶ Il principale foro arbitrale in materia di controversie finanziarie è amministrato dalla *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA),⁹⁷ i cui lodi riportano normalmente gli elementi essenziali della controversia, tra cui l'identità delle parti, le questioni sottoposte al collegio, le pretese formulate e i provvedimenti adottati.⁹⁸ Una decisione motivata (*explained decision*) è richiesta soltanto qualora le parti ne facciano congiuntamente istanza entro il termine previsto dalle norme procedurali; anche in tal caso, tuttavia, la risoluzione non assume valore precedenziale rispetto a controversie successive e la motivazione viene circoscritta all'indicazione delle ragioni generali della decisione, senza necessariamente contenere riferimenti alle autorità giuridiche applicate o il calcolo analitico dei danni.⁹⁹ Analogamente, anche la *American Arbitration Association* non impone, quale regola generale,

due anni dopo ha esteso tale orientamento anche alle controversie in materia di *Securities Act of 1933*: *Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc.*, 490 U.S. 477, 486 (1989).

⁹⁵ *FINRA Manual*, FINRA Rule 12201 (2008) (previsione sull'arbitrato facoltativo), disponibile su: <http://finra.complinet.com/en/display/display-main.html?rbid=2403&elementid=4107> (ultimo accesso il 5 novembre 2025).

⁹⁶ Sulla natura non precedenziale dei lodi arbitrali FINRA, cfr. FINRA, Regulatory Notice 09-16, *Explained Arbitration Decisions*, 1° marzo 2009, ove si precisa che anche le *explained decisions* non assumono valore di precedente nelle controversie successive e che gli arbitri non sono tenuti a conformarsi agli accertamenti o alle determinazioni contenuti in precedenti decisioni arbitrali; cfr. altresì SEC, Exchange Act Release No. 59358, 4 febbraio 2009, in *Federal Register*, vol. 74, 11 febbraio 2009, pp. 6928 ss., spec. p. 6929, nt. 13. Tale caratteristica distingue strutturalmente il procedimento arbitrale dal sistema giudiziario, nel quale il principio dello *stare decisis*, segnatamente nella sua dimensione verticale, vincola i giudici inferiori all'osservanza dei precedenti delle corti sovraordinate nell'ambito della medesima gerarchia giurisdizionale.

⁹⁷ *FINRA Manual*, cit. Rule 12200, disponibile su: <http://finra.complinet.com/en/display/display-main.html?rbid=2403&elementid=4106> (ultimo accesso il 7 novembre 2025).

⁹⁸ *Ibid.*, Rule 12904(e);

⁹⁹ Cfr. FINRA, Rule 12904(g)(1)-(4); FINRA, Regulatory Notice 09-16, *Explained Arbitration Decisions*, cit. La richiesta di una *explained decision* deve essere formulata congiuntamente dalle parti entro il termine previsto dalla Rule 12514(d). Ai sensi della Rule 12904(g)(2), la decisione motivata consiste in un lodo che espone, sulla base dei fatti, le ragioni generali della decisione, senza che sia necessaria l'indicazione delle autorità giuridiche o del calcolo dei danni. Si noti che solo il 25% delle controversie arbitrali rientra tra i casi idonei per una decisione motivata. Le restanti controversie sono generalmente risolte mediante altri strumenti, come la mediazione o il settlement. V. FINRA, *Dispute Resolution Statistics – How Arbitration Cases Close* (2010), disponibile su: <http://www.finra.org/ArbitrationMediation/AboutFINRADR/Statistics/index.htm> (ultimo accesso il 20 agosto 2026);

la redazione di lodi motivati, salvo diversa richiesta delle parti o autonoma determinazione del collegio arbitrale.¹⁰⁰

Le ragioni di tale impostazione sono molteplici. Da un lato, si è sostenuto che l'obbligo di redigere decisioni motivate rischierebbe di compromettere una delle principali finalità dell'arbitrato, vale a dire la possibilità di offrire un meccanismo di risoluzione delle controversie rapido, flessibile e meno formalizzato rispetto al processo ordinario.¹⁰¹ Dall'altro lato, parte della dottrina ha evidenziato come l'assenza di motivazioni scritte risponda anche a ragioni eminentemente pratiche, considerato che gli arbitri sono generalmente remunerati in funzione del tempo impiegato nelle udienze, piuttosto che dell'attività di redazione delle decisioni.¹⁰²

Tale impostazione, tuttavia, non è esente da critiche. L'assenza di decisioni motivate incide negativamente sulla certezza del diritto, ostacolando la formazione di un *corpus* di precedenti idoneo a orientare la risoluzione di controversie future.¹⁰³ Qualora i lodi arbitrali fossero sistematicamente motivati e pubblicamente accessibili, questi potrebbero contribuire alla progressiva elaborazione di standard interpretativi più stabili e prevedibili. Al contrario, l'attuale struttura del sistema arbitrale favorisce inevitabilmente soluzioni fortemente casistiche e difficilmente riconducibili a criteri uniformi.

L'assenza di motivazioni scritte produce effetti rilevanti anche sul piano dell'impugnazione dei lodi arbitrali. Sebbene il lodo sia generalmente considerato definitivo e vincolante,¹⁰⁴ l'ordinamento statunitense ammette limitate ipotesi di sindacato giudiziale, tra

¹⁰⁰ American Arbitration Association, *Commercial Arbitration Rules and Mediation Procedures*, regola R-42 (in vigore dal 1° gennaio 2010), disponibile su: <http://www.adr.org/sp.asp?id=22440#R42> (ultimo accesso il 20 agosto 2026).

¹⁰¹ M. B. CANE, I. TORCHINSKY, *Explaining "Explained Decisions": NASD's Proposal for Written Explanations in Arbitration Awards*, in *University of Miami Business Law Review*, vol. 16, 2007, p. 32, dove si sottolinea che «richiedere agli arbitri di spiegare le motivazioni indebolisce uno degli scopi dell'arbitrato, ovvero fornire una risoluzione delle controversie economica, rapida ed efficiente».

¹⁰² Sul rapporto tra l'assenza di un obbligo generalizzato di motivazione dei lodi e la struttura remunerativa dell'arbitrato in materia finanziaria, cfr. B. BLACK, *The Irony of Securities Arbitration Today: Why Do Brokerage Firms Need Judicial Protection?*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 72, 2003, pp. 415 ss., spec. p. 450, la quale osservava, con riferimento al sistema NASD allora vigente, come l'introduzione di un obbligo di motivazione avrebbe comportato un incremento dell'attività richiesta agli arbitri e dei relativi costi. A seguito della riforma introdotta nel 2009, FINRA ha previsto, in caso di richiesta congiunta delle parti di una *explained decision*, un onorario supplementare di 400 dollari in favore del presidente del collegio incaricato della relativa redazione; cfr. FINRA, Regulatory Notice 09-16, *Explained Arbitration Decisions*, 1° marzo 2009. Tale compenso è tuttora previsto dalla FINRA Rule 12214(d)(1); dal 2018, tuttavia, il relativo costo non è più imputato alle parti.

¹⁰³ K. A. SABBETH, D. C. VLADECK, *Contracting (Out) Rights*, in *Fordham Urban Law Journal*, vol. 36, 2009, p. 806, dove si evidenzia che l'arbitrato non produce precedenti giurisprudenziali e non consente appello contro decisioni confliggenti.

¹⁰⁴ *Brentwood Medical Associates v. United Mine Workers of America*, 396 F.3d 237, 241 (3d Cir. 2005), ove si afferma che un lodo arbitrale si presume valido, salvo prova contraria, e la sua validità può essere contestata solo

cui i casi di corruzione, parzialità o grave irregolarità procedurale del collegio arbitrale.¹⁰⁵ Alcune corti federali hanno inoltre riconosciuto la possibilità di annullamento in presenza di una *manifest disregard of the law*.¹⁰⁶ In assenza di una motivazione scritta, tuttavia, accertare se il collegio arbitrale abbia consapevolmente disatteso il diritto applicabile risulta particolarmente complesso.

Parallelamente, anche il contenzioso nei confronti degli *investment advisers* in materia di violazione di obblighi fiduciari si caratterizza per una relativa scarsità. Tale circostanza è riconducibile, almeno in parte, ai limiti imposti dall'*Investment Advisers Act* alla legittimazione processuale degli investitori privati. In *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*,¹⁰⁷ la Corte Suprema ha infatti stabilito che gli investitori possono agire nei confronti dei propri consulenti esclusivamente ai sensi della Section 215 dell'*Investment Advisers Act*,¹⁰⁸ disposizione che si limita a sancire la nullità dei contratti conclusi in violazione della normativa e consente essenzialmente la restituzione dei compensi versati, senza riconoscere un'autonoma azione risarcitoria per i danni subiti.¹⁰⁹

Non sorprende, pertanto, che autorità regolatorie, giurisprudenza e dottrina continuino ancora oggi a fare riferimento a *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* quale principale precedente nella definizione della portata degli obblighi fiduciari gravanti sugli *investment advisers*,¹¹⁰ nonostante il carattere ormai risalente della pronuncia.¹¹¹

per i motivi previsti all'art. 10 del *Federal Arbitration Act* (9 U.S.C. § 10), oppure qualora la sua esecuzione contrasti con l'ordine pubblico.

¹⁰⁵ *United States Arbitration Act*, cap. 213, 43 Stat. 883 (1925), codificato con modifiche ai sensi di 9 U.S.C. §§ 1-16 (2002).

¹⁰⁶ V., ad es., *Williams v. Cigna Financial Advisors, Inc.*, 197 F.3d 752, 759 (5th Cir. 1999), che riassume la giurisprudenza dei tribunali federali d'appello favorevole al riconoscimento del criterio del "manifest disregard of the law" quale causa di annullamento del lodo ai sensi del *Federal Arbitration Act*; v. anche *Lewis v. Circuit City Stores, Inc.*, 500 F.3d 1140, 1150 (10th Cir. 2007), ove si conferma che una corte può annullare un lodo arbitrale in casi limitati, incluso quello di violazione manifesta della legge.

¹⁰⁷ *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. (TAMA) v. Lewis*, 444 U.S. 11 (1979), in tema di rimedi privati esperibili ai sensi dell'*Investment Advisers Act* del 1940.

¹⁰⁸ *Ibid.*, pp. 12-13.

¹⁰⁹ *Investment Advisers Act of 1940*, § 215(b), 15 U.S.C. § 80b-15 (2006), che dispone: «Ogni contratto stipulato in violazione delle disposizioni del presente titolo [...] sarà nullo, così come ogni contratto la cui esecuzione comporti il mantenimento di una relazione o prassi in violazione di tale normativa o dei relativi regolamenti o ordini».

¹¹⁰ *Securities and Exchange Commission v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963).

¹¹¹ *SEC v. DiBella*, 587 F.3d 553, 567-68 (2nd Cir. 2009); *SEC v. Levine*, No. 99-02568, 2009 WL 4189646, *12 (D.D.C. 24 novembre 2009); U.S. SEC, Political Contributions by Certain Investment Advisers, SEC Rel. No. 2910, 2009 WL 2366038 (3 agosto 2009); J.S. TAUB, *Able But Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisors to Advocate for Shareholder Rights*, in 34 *Journal of Corporation Law*, 2009, pp. 843, 856-857.

II. Accordi transattivi e sottosviluppo del precedente giurisprudenziale

La limitata produzione di contenzioso in materia di obblighi fiduciari non implica, tuttavia, una totale assenza di intervento da parte delle autorità di vigilanza. Al contrario, la SEC ha storicamente assunto un ruolo particolarmente attivo nell'attività di *enforcement* nei confronti degli intermediari finanziari.¹¹²

Tale intervento, tuttavia, raramente sfocia in pronunce giurisdizionali idonee a chiarire in modo definitivo la portata degli obblighi gravanti sui *broker-dealers*. Una quota significativa delle azioni promosse dalla Commissione si conclude infatti mediante accordi transattivi (*settlements*), i quali rendono superfluo l'accertamento giudiziale della violazione contestata e lasciano sostanzialmente impregiudicata la tenuta delle costruzioni teoriche poste a fondamento delle iniziative intraprese dall'autorità di regolazione.¹¹³

La documentazione che accompagna tali accordi presenta, per sua natura, un livello di approfondimento notevolmente inferiore rispetto a quello proprio di una decisione di merito. Essa si limita generalmente alla ricostruzione dei fatti rilevanti e all'enunciazione sintetica delle disposizioni normative asseritamente violate,¹¹⁴ senza offrire quell'apparato argomentativo che caratterizza le tradizionali *judicial opinions*, fondato sull'analisi comparativa dei precedenti, sulla ricostruzione evolutiva del quadro normativo e sulla sistematizzazione dei principi applicabili.¹¹⁵

Sebbene il ricorso al *settlement* risponda ad evidenti esigenze di efficienza processuale e di economia delle risorse pubbliche e private, lo stesso presenta implicazioni problematiche sul piano dell'elaborazione giurisprudenziale del diritto. La definizione negoziale della controversia sottrae infatti al giudice l'occasione di pronunciarsi sul merito e, conseguentemente, di fornire un'interpretazione autoritativa delle norme applicabili al caso di specie. La mancata formazione di decisioni motivate limita così le occasioni di precisazione

¹¹² U.S. Securities and Exchange Commission, *Select SEC and Market Data – Fiscal Year 2009*, disponibile su: <https://www.sec.gov/about/secstats2009.pdf> [ultimo accesso il 20 agosto 2026] (il conteggio delle cause indica 109 casi contro *broker-dealer* e 76 contro investment adviser, con alcune sovrapposizioni tra le due categorie).

¹¹³ R. KARMEL, *Regulation by Prosecution: The Securities and Exchange Commission vs. Corporate America*, MIT Press, Cambridge (MA), 1982, pp. 166, 174.

¹¹⁴ V., ad es., *Morgan Stanley DW, Inc.*, Securities Act Release No. 8339; Exchange Act Release No. 48,789; Administrative Proceedings File No. 3-11335 (17 nov. 2003), disponibile su: <https://www.sec.gov/enforcement-litigation/administrative-proceedings/33-8339> (ultimo accesso il 20 agosto 2026); *SEC Settles Insider Trading Charges with Four Individuals*, Litigation Release No. 20895 (10 feb. 2009), disponibile su: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr20895.htm> (ultimo accesso il 10 marzo 2025); *Perrine v. Pennroad Corp.*, 47 A.2d 479, 488 (Del. 1946).

¹¹⁵ KARMEL, *op. cit.*, p. 220.

del contenuto degli obblighi fiduciari e di progressivo consolidamento di orientamenti interpretativi suscettibili di guidare la risoluzione delle controversie successive.

A ciò si aggiunge una critica di carattere più propriamente teorico. Come osservato da Owen Fiss, una giustizia fondata prevalentemente sulla composizione negoziale delle controversie rischia di sacrificare la funzione pubblica del processo, impedendo che i diritti individuali vengano pienamente accertati, affermati e, ove necessario, tutelati in modo effettivo.¹¹⁶

La combinazione di tali fattori - da un lato, il numero relativamente contenuto di controversie giudiziarie in materia di violazione degli obblighi fiduciari dei *broker-dealers* e, dall'altro, la tendenza delle controversie esistenti a concludersi mediante accordi transattivi - ha contribuito alla formazione di un quadro giurisprudenziale strutturalmente sottosviluppato. Ne consegue che, anche nei casi in cui il contenzioso giunga effettivamente dinanzi alle corti, non sempre emergono elementi sufficienti a delineare con chiarezza l'effettiva estensione degli obblighi gravanti sugli intermediari.

III. La derogabilità degli obblighi fiduciari e l'autonomia contrattuale

Anche nei casi in cui le controversie in materia fiduciaria giungono effettivamente dinanzi alle corti, permane una significativa frammentazione interpretativa circa la natura e l'estensione degli obblighi gravanti sui *broker-dealers*. Una delle questioni più controverse riguarda la possibilità di stabilire se eventuali obblighi fiduciari debbano considerarsi inderogabili oppure se possano essere modificati, limitati o persino esclusi mediante accordo contrattuale tra le parti.¹¹⁷

Secondo un primo orientamento, di matrice prevalentemente contrattualistica, gli obblighi fiduciari non costituirebbero altro che una componente negoziale del rapporto tra intermediario e cliente, suscettibile di essere modellata dalle parti alla stregua di qualsiasi altra clausola contrattuale. In tale prospettiva, il contenuto degli obblighi dell'intermediario

¹¹⁶ See *id.* at 1085 (“A settlement will thereby deprive a court of the occasion, and perhaps even the ability, to render an interpretation.”).

¹¹⁷ P. S. MILLER, *Congress, Corporate Boards, and Oversight: A Public/Private Law Comparison*, in *University of Richmond Law Review*, 2010, vol. 44, pp. 771, 792-794.

deriverebbe principalmente dall'autonomia privata e dalla struttura consensuale del rapporto sottostante.¹¹⁸

A sostegno di tale impostazione vengono frequentemente richiamate alcune esperienze normative nelle quali l'autonomia privata assume particolare rilievo nella conformazione degli obblighi fiduciari e delle conseguenze derivanti dalla loro violazione. Emblematico è, sotto questo profilo, il diritto societario del Delaware, che consente, entro limiti normativamente definiti, di modulare convenzionalmente taluni obblighi fiduciari e, con specifico riferimento alle *corporations*, di limitare statutariamente la responsabilità personale di *directors* e determinati *officers* per i danni pecuniari derivanti dalla violazione del *duty of care*, ferma restando l'inderogabilità delle ipotesi espressamente previste dalla legge.¹¹⁹ Sul diverso piano dell'intensità del sindacato giudiziale, la centralità riconosciuta alla discrezionalità gestoria trova inoltre espressione nella *business judgment rule*, che circoscrive il controllo giudiziale sul merito delle decisioni assunte dagli amministratori in presenza dei presupposti richiesti per l'operatività della relativa presunzione.¹²⁰

A tale impostazione si contrappone, tuttavia, un orientamento di segno opposto, secondo cui l'esistenza stessa di obblighi fiduciari non può essere integralmente rimessa alla disponibilità negoziale delle parti.¹²¹ Anche negli ordinamenti che riconoscono ampi margini

¹¹⁸ F. H. EASTERBROOK & D. R. FISCHER, *Contract and Fiduciary Duty*, in *Journal of Law & Economics*, 1993, vol. 36, p. 427; F. H. EASTERBROOK & D. R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard Univ. Press, Cambridge (MA), 1991, p. 34; H. N. BUTLER & L. E. RIBSTEIN, *Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians*, in *Washington Law Review*, 1990, vol. 65, p. 4; J. H. LANGBEIN, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, in *Yale Law Journal*, 1995, vol. 105, p. 657.

¹¹⁹ Cfr. *Delaware General Corporation Law*, tit. 8, § 102(b)(7). Sul diverso, ancorché connesso, piano dell'intensità del sindacato giudiziale sulle scelte gestorie viene altresì in rilievo la *business judgment rule*, che pone una presunzione a favore dell'operato degli amministratori, assumendo che la decisione sia stata adottata su base informata, in buona fede e nella ragionevole convinzione di perseguire l'interesse della società; cfr. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984); *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 360-361 (Del. 1993). La regola non determina una deroga agli obblighi fiduciari, ma incide sullo standard di controllo giudiziale delle decisioni gestorie e sull'onere gravante su chi ne contesti la legittimità.

¹²⁰ Sulla *business judgment rule*, cfr. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984), *overruled in part on other grounds by United Food & Commercial Workers Union v. Zuckerberg*, 262 A.3d 1034 (Del. 2021), ove la *Supreme Court* del Delaware qualifica la norma come una presunzione secondo cui, nell'assumere una decisione gestoria, gli amministratori abbiano agito su base informata, in buona fede e nella ragionevole convinzione che la decisione fosse adottata nell'interesse della Società; cfr. altresì *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 360-361 (Del. 1993), che riconduce alla parte che contesta la decisione l'onere di superare tale presunzione, dimostrando la violazione di uno degli obblighi fiduciari gravanti sugli amministratori. Sul fondamento e sulla funzione della *business judgment rule*, v. altresì S.M. BAINBRIDGE, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, in *Vanderbilt Law Review*, 2004, vol. 57, pp. 83 ss.

¹²¹ S. FITZGIBBON, *Fiduciary Relationships Are Not Contracts*, in *Marquette Law Review*, 1999, vol. 82, p. 305; T. FRANKEL, *Fiduciary Duties as Default Rules*, in *Oregon Law Review*, 1995, vol. 74, pp. 1209-1212; A. B. LABY, *The Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends*, in *Buffalo Law Review*, 2008, vol. 56, pp. 99-129; M. B. LESLIE, *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, in *Georgetown Law Journal*, 2005, vol. 94, p. 70.

di autonomia contrattuale permangono infatti nuclei di obblighi considerati inderogabili. La stessa disciplina del Delaware esclude, ad esempio, la possibilità di limitare la responsabilità in presenza di condotte poste in essere in mala fede o in violazione del dovere di lealtà.¹²² Analogamente, anche nei rapporti contrattuali caratterizzati da elevata flessibilità permane, quale limite invalicabile, il dovere di agire secondo buona fede e correttezza.¹²³

Ne deriva che persino i modelli normativi maggiormente orientati alla valorizzazione dell'autonomia privata riconoscono l'esistenza di obblighi che non possono essere integralmente neutralizzati dalla volontà delle parti. Su tali basi, numerose corti hanno manifestato una certa diffidenza nei confronti di una concezione puramente contrattualistica del rapporto fiduciario.¹²⁴

Resta tuttavia aperta una questione ancora più profonda, concernente la natura stessa del rapporto fiduciario e la sua eventuale riconducibilità alla logica contrattuale. Si tratta di un interrogativo teorico particolarmente complesso, che la maggior parte delle corti chiamate a pronunciarsi in materia ha spesso evitato di affrontare in modo esplicito, contribuendo ulteriormente alla persistente incertezza del quadro interpretativo.¹²⁵

IV. *Il pluralismo delle fonti e la frammentazione derivante dal diritto statale*

Un ulteriore fattore di incertezza, che contribuisce in maniera significativa alla frammentazione del quadro regolatorio, risiede nella natura multilivello delle fonti che disciplinano gli obblighi dei *broker-dealers*. Diversamente da quanto avviene per gli *investment advisers*, i cui doveri trovano un riferimento normativo relativamente unitario nella disciplina federale, gli obblighi gravanti sugli intermediari risultano dall'intersezione, spesso problematica, tra diritto federale e diritto statale.¹²⁶

¹²² *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362, 367 (Del. 2006) (la § 102(b)(7) del Delaware può esonerare gli amministratori per violazioni del *duty of care* ma non per quelle in mala fede o per violazioni del *duty of loyalty*).

¹²³ *DEL. CODE ANN.*, tit. 6, § 15-103(f) (divieto di escludere l'obbligo fiduciario di buona fede).

¹²⁴ Sul carattere non derogabile di taluni obblighi fiduciari previsti dall'ordinamento statale, v. *Harbison v. Strickland*, 900 So. 2d 385, 389 (Ala. 2004), secondo cui il legislatore può imporre doveri fiduciari sottratti alla disponibilità negoziale delle parti; analogamente, *BT-1 v. Equitable Life Assurance Society*, 75 Cal. App. 4th 1406, 1410 e 1412 (Ct. App. Cal. 1999), in tema di obblighi fiduciari del *general partner* verso il *limited partner*, qualificati come inderogabili nelle componenti essenziali del rapporto.

¹²⁵ *Id.*

¹²⁶ A. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in Villanova Law Review, vol. 55, 2010, p. 719.

Le azioni promosse nei confronti delle *brokerage firms* trovano abitualmente fondamento, a livello federale, nelle disposizioni antifrode del *Securities Exchange Act of 1934*. In particolare, la *Section 10(b)* e la *Rule 10b-5*, adottata dalla SEC in attuazione della prima, costituiscono il principale riferimento normativo in materia di frode e manipolazione connesse all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari,¹²⁷ mentre la *Section 15(c)(1)* detta una disciplina specificamente rivolta ai *broker-dealers*, vietando il ricorso, nelle operazioni effettuate mediante strumenti del commercio interstatale, a mezzi o artifici manipolativi, ingannevoli o comunque fraudolenti.¹²⁸

Tali disposizioni, tuttavia, non esauriscono il problema della definizione degli obblighi degli intermediari. In numerose controversie, infatti, per determinare se un *broker-dealer* fosse tenuto a specifici obblighi informativi o di lealtà - ad esempio nell'ambito di operazioni in contropartita diretta (*principal transactions*) o nella determinazione dei *mark-ups* applicati alla clientela - le corti federali sono frequentemente costrette a verificare se, secondo il diritto statale applicabile, sia configurabile un rapporto fiduciario tra intermediario e investitore.¹²⁹

Ciò dipende dal fatto che il diritto fiduciario statunitense non trova la propria origine esclusivamente nella normativa federale dei mercati finanziari, ma affonda le proprie radici in settori tradizionalmente regolati dal diritto statale, quali il *law of agency*, il *trust law*, il *guardianship law*, il diritto commerciale e persino i rapporti professionali tra avvocato e cliente.¹³⁰

È proprio in tale contesto che emergono significative divergenze tra i diversi ordinamenti statali. In Oklahoma, ad esempio, la relazione fiduciaria viene generalmente riconosciuta laddove una parte riponga particolare fiducia nell'altra e quest'ultima sfrutti tale posizione di vulnerabilità.¹³¹ In Texas, gli obblighi fiduciari tendono invece a sorgere in presenza di rapporti confidenziali o informali.¹³² Nello Stato di New York, al contrario,

¹²⁷ *Securities Exchange Act del 1934*, § 10, 15 U.S.C. §§ 78j, 781 (2000).

¹²⁸ *Securities Exchange Act del 1934*, § 15(c)(1), 15 U.S.C. § 78o(c)(1).

¹²⁹ *Press v. Chemical Investment Services Corp.*, 166 F.3d 529, 534 (2d Cir. 1999) ("A seller such as the defendant only has a duty to disclose the specifics of a markup- under the rubric of the obligation under Section 10(b) to 'disclose material information'-when there is either a fiduciary relationship with the complaining party or when the markup is 'excessive'").

¹³⁰ D. A. DeMOTT, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, in *Duke Law Journal*, 1988, p. 879, 908.

¹³¹ *MidAmerica Federal Savings and Loan Association v. Shearson/American Express Inc.*, Corte d'Appello del Decimo Circuito (10th Cir.), 886 F.2d 1249, 1259 (1989).

¹³² *Banca Cremi, S.A. v. Alex. Brown & Sons, Inc.*, Corte d'Appello del Quarto Circuito (4th Cir.), 132 F.3d 1017, 1038 (1997). ("[T]he Bank's employees have made it abundantly clear that the defendants did not act as agents for the Bank, but rather conducted their business at arm's length in a principal-to-principal relationship. (...) There

l'orientamento prevalente continua a riconoscere obblighi fiduciari ai *broker* principalmente nell'ambito dei conti discrezionali.¹³³

La frammentazione viene ulteriormente aggravata da applicazioni talvolta imprecise del diritto statale da parte delle stesse corti federali. In *Associated Randall Bank v. Griffin*,¹³⁴ ad esempio, il Settimo Circuito affermò correttamente che, ai sensi del diritto del Wisconsin, un *broker* che gestisce un conto non discrezionale non può essere automaticamente qualificato come fiduciario.¹³⁵ La corte, tuttavia, compì un ulteriore passaggio argomentativo più problematico, sostenendo che, in assenza di una relazione fiduciaria, il *broker* non fosse neppure soggetto al generale obbligo di *suitability*.¹³⁶ Tale conclusione appariva discutibile, poiché tale standard non deriva dal diritto statale, bensì dalla regolamentazione emanata dalla FINRA¹³⁷ nell'ambito dell'autorità ad essa attribuita dal *Securities Exchange Act* del 1934.¹³⁸

Il quadro relativo agli *investment advisers* si presenta, sotto questo profilo, significativamente più lineare. I consulenti finanziari operano infatti nell'ambito di uno standard fiduciario di matrice federale riconducibile all'*Investment Advisers Act*, con la conseguenza che le corti tendono a fare riferimento prevalentemente ai precedenti federali, riducendo sensibilmente il rischio di frammentazione interpretativa derivante dal diritto

was accordingly no formal relationship giving rise to a fiduciary duty, and the record reveals no informal relationship which could allow the imposition of such a duty.”).

¹³³ Sul punto, la giurisprudenza federale ha chiarito come l'insorgenza di obblighi fiduciari in capo al *broker* sia generalmente subordinata all'attribuzione di poteri discrezionali nella gestione del conto. In tal senso, *Independent Order of Foresters v. Donaldson*, 157 F.3d 933, 940-941 (2d Cir. 1998), ove si afferma che il dovere fiduciario del broker sorge “only where the customer has delegated discretionary trading authority to the broker”.

¹³⁴ *Kubic v. Pioneer Financial Services, Inc.*, Corte d'Appello del Settimo Circuito (7th Cir.), 3 F.3d 208, 212 (1993).

¹³⁵ *Id.*, p. 212.

¹³⁶ *Id.*, ove si precisa che, qualora il cliente mantenga il controllo ultimo sulle scelte d'investimento e sulle operazioni effettuate, il *broker* non è tenuto a formulare esclusivamente raccomandazioni adeguate rispetto al portafoglio dell'investitore. In particolare, la Corte rileva che il cliente aveva conservato il potere decisionale finale sul conto, escludendo conseguentemente l'esistenza di un obbligo di raccomandare soltanto strumenti finanziari “suitable” (*id.*, 941). In senso conforme, v. *Tatum v. Legg Mason Wood Walker, Inc.*, 83 F.3d 121, 123 (5th Cir. 1996), secondo cui, ai sensi del diritto del Mississippi, un *broker-dealer* operante nell'ambito di un conto non discrezionale non è gravato né dall'obbligo di verificare la *suitability* delle operazioni richieste dal cliente, né da quello di impedirne eventuali perdite (“has no duty to determine the suitability of a customer's trades or to prevent the customer from losing money”).

¹³⁷ NASD Rule 2310(a) (1996), disponibile su: <http://finra.complinet.com/en/display/display-main.html?rbid=2403&elementid=3638> (ultima consultazione: gennaio 2026). (“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.”).

¹³⁸ See *Maloney Act of 1938*, 15 U.S.C. § 78o-3 (2006); v. anche *FINRA Manual*, *supra* nota 26, Rule 0140 (“The Rules shall apply to all members and persons associated with a member.”).

statale.¹³⁹ Non a caso, parte della giurisprudenza ha esplicitamente osservato come l'assenza di un costante rinvio alle normative statali favorisca una maggiore uniformità nella regolamentazione dei consulenti di investimento.¹⁴⁰

Per i *broker-dealers*, al contrario, l'assenza di un analogo standard federale unitario rende spesso inevitabile il ricorso al diritto statale per definire l'esistenza e l'estensione degli obblighi fiduciari. Poiché il dettato normativo diverge in misura significativa da uno Stato all'altro, il risultato è un sistema caratterizzato da profonde discontinuità interpretative e da esiti giurisprudenziali frequentemente contraddittori.

V. Limiti di mandato e ampiezza dell'autorità conferita al broker

Un ultimo elemento di particolare rilevanza concerne l'estensione del mandato conferito al *broker-dealer*.¹⁴¹ Nell'ambito del diritto dell'*agency*, la portata degli obblighi

¹³⁹ See *Laird v. Integrated Resources, Inc.*, Corte d'Appello del Quinto Circuito (5th Cir.), 897 F.2d 826, 837 (1990) (“[C]oncerning entanglement with state law, because our holding encompasses a developed federal standard it does not require reference to state corporate and securities law or the state law of fiduciary relationships.”).

¹⁴⁰ *Id. d.*, p. 837 (ove si chiarisce che l'esigenza di uniformità nell'applicazione dell'*Investment Advisers Act* è soddisfatta proprio in quanto non è necessario fare riferimento al diritto statale).

¹⁴¹ Con specifico riferimento al diritto privato, negli ordinamenti di *common law* il termine *agency* indica essenzialmente la “rappresentanza”, istituto in forza del quale un soggetto (*agent*) compie un atto non a proprio nome né per proprio conto, bensì in nome e per conto di un altro soggetto (*principal*), che ha conferito il relativo potere (*authority*), con produzione degli effetti giuridici direttamente nella sfera di quest'ultimo. La rappresentanza va tenuta distinta dal mandato: la prima non ha natura contrattuale, ma consiste in un atto unilaterale che non richiede accettazione da parte del rappresentante; il secondo, invece, è un negozio bilaterale, ossia il contratto con cui il mandatario si obbliga a compiere uno o più atti giuridici per conto del mandante, disciplinando i rapporti interni tra le parti. Negli ordinamenti di *common law*, il rapporto di *agency* si colloca tradizionalmente nell'ambito dell'*equity* e non si riconnette a uno schema contrattuale in senso stretto, bensì a un rapporto di tipo relazionale, vicino all'idea di *status*. Come osservato autorevolmente, “numerosi e notevoli differenze sussistono tra l'*agency* e la rappresentanza qual è intesa nella *civil law*; mentre in quest'ultima si tende a vedere un rapporto contrattuale fondato sul mandato, nella *common law* l'*agency* esula dallo schema contrattuale” (G. DE FRANCHIS, *Dizionario giuridico – Law Dictionary*, vol. I, Giuffrè, 1984, pp. 317-318). Parte della dottrina segnala inoltre che il termine *agency* può talvolta generare ambiguità, potendo essere impropriamente accostato al “contratto di agenzia” disciplinato dall'art. 1742 c.c., tipico del diritto del lavoro italiano. Tale contratto, tuttavia, non deve essere confuso né con la rappresentanza né con la mediazione *ex art.* 1754 c.c., ove “è mediatore colui che mette in relazione due o più parti per la conclusione di un affare, senza essere legato ad alcuna di esse da rapporti di collaborazione, di dipendenza o di rappresentanza”. Sul piano dell'analisi economica del diritto, tale relazione presenta una strutturale divergenza tra titolarità dell'interesse e controllo sull'attività destinata a realizzarlo: l'*agent* dispone normalmente di informazioni e competenze non integralmente osservabili dal *principal* e può essere portatore di interessi non perfettamente coincidenti con quelli di quest'ultimo. Da tale asimmetria discendono i tradizionali problemi di *adverse selection* e *moral hazard*, nonché i relativi *agency costs*, riconducibili ai costi sostenuti dal *principal* per controllare l'operato dell'*agent* (*monitoring costs*), a quelli sopportati dall'*agent* per garantire l'allineamento della propria condotta agli interessi del *principal* (*bonding costs*) e alla perdita residua derivante dalla persistente divergenza tra le rispettive funzioni di utilità (*residual loss*). La reiterazione del rapporto può attenuare tali criticità attraverso meccanismi reputazionali e incentivi propri delle relazioni continuative (*repeated interactions*), senza tuttavia eliminare la strutturale asimmetria che caratterizza il rapporto di agenzia. Sulla relazione di agenzia quale rapporto

fiduciari viene determinata, almeno in parte, dalla natura del rapporto intercorrente tra *agent* e *principal*.¹⁴² Ne consegue che, per individuare l'effettiva estensione dei doveri gravanti sull'intermediario, risulta essenziale valutare i limiti entro i quali quest'ultimo sia autorizzato a operare sugli *asset* o sugli interessi economici del cliente.¹⁴³

In termini generali, l'estensione degli eventuali obblighi fiduciari gravanti sul *broker* tende a essere determinata in funzione dell'ampiezza degli interessi affidati alla sua gestione e del grado di controllo concretamente esercitato sul conto del cliente. La portata di tali obblighi assume pertanto carattere variabile, risultando tanto più intensa quanto maggiore sia la discrezionalità riconosciuta all'intermediario e, più in generale, il grado di affidamento e dipendenza che caratterizza, in concreto, la relazione con il cliente.¹⁴⁴

La concreta delimitazione dell'autorità del *broker* e, conseguentemente, dei doveri che ne derivano, si rivela tuttavia particolarmente complessa. Un'ipotesi relativamente chiara è

nel quale il *principal* delega all'*agent* lo svolgimento di determinate attività e l'esercizio dei relativi poteri decisionali, nonché sui problemi derivanti dalla divergenza dei rispettivi interessi, cfr. M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, pp. 305 ss., spec. pp. 308-310; M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm*, cit., p. 308, che individuano gli *agency costs* nella somma dei *monitoring expenditures* sostenuti dal *principal*, dei *bonding expenditures* sostenuti dall'*agent* e della *residual loss* conseguente alla persistente divergenza tra le decisioni dell'*agent* e quelle che massimizzerebbero il benessere del *principal*. Sulle asimmetrie informative e sui problemi di *moral hazard* e *adverse selection* che caratterizzano le relazioni di agenzia, cfr. altresì K.M. EISENHARDT, *Agency Theory: An Assessment and Review*, in *Academy of Management Review*, 1989, vol. 14, pp. 57 ss., spec. pp. 58-60; sul ruolo della reputazione e della reiterazione delle interazioni quali meccanismi suscettibili di contenere comportamenti opportunistici, cfr., in termini generali, D.M. KREPS, P. MILGROM, J. ROBERTS, R. WILSON, *Rational Cooperation in the Finitely Repeated Prisoners' Dilemma*, in *Journal of Economic Theory*, 1982, vol. 27, pp. 245 ss.

¹⁴² *Press v. Chemical Investment Services Corp.*, 166 F.3d 529, 536 (2d Cir. 1999) (secondo cui, nel diritto dello Stato di New York, l'obbligo fiduciario tra broker e cliente è limitato alle questioni rientranti negli affari specificamente affidati al broker); *Rush v. Oppenheimer & Co.*, 681 F. Supp. 1045, 1055 (S.D.N.Y. 1988) ("The fiduciary obligation that arises between a broker and a customer as a matter of New York common law is limited to matters relevant to affairs entrusted to the broker"); *O'Malley v. Boris*, 742 A.2d 845, 849 (Del. 1999) (ove si afferma che il *broker-dealer* risponde secondo uno standard fiduciario limitatamente alle decisioni rispetto alle quali disponeva di poteri discrezionali).

¹⁴³ *Restatement (Third) of Agency*, § 1.01 (2006) ("Any agent has power over the principal's interests to a greater or lesser degree. This determines the scope in which fiduciary duty operates").

¹⁴⁴ Sul carattere variabile dell'estensione degli obblighi fiduciari del *broker* in funzione della concreta configurazione del rapporto con il cliente, cfr. *Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 461 F. Supp. 951, 952-954 (E.D. Mich. 1978), ove si distingue tra i più circoscritti obblighi inerenti alla gestione di un conto non discrezionale e i più ampi doveri gravanti sul *broker* cui sia affidata la gestione discrezionale del conto; *Paine, Webber, Jackson & Curtis, Inc. v. Adams*, 718 P.2d 508, 517-518 (Colo. 1986), che attribuisce particolare rilievo, ai fini dell'esistenza e dell'estensione della relazione fiduciaria, al controllo concretamente esercitato dall'intermediario sul conto e all'affidamento riposto dal cliente nelle sue competenze; *Duffy v. Cavalier*, 215 Cal. App. 3d 1517, 1536-1537 (1989), secondo cui la portata degli obblighi fiduciari deve essere determinata alla luce delle specifiche circostanze del rapporto, tra le quali il grado di esperienza e sofisticazione dell'investitore, la sua capacità di valutare autonomamente le raccomandazioni, la natura discrezionale o non discrezionale del conto e la situazione finanziaria del cliente. In dottrina, cfr. A.B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Villanova Law Review*, 2010, vol. 55, pp. 701 ss.

rappresentata dai conti discrezionali, nei quali l'investitore attribuisce formalmente al *broker* il potere di assumere decisioni di investimento in sua vece. Come si vedrà nel prosieguo della trattazione,¹⁴⁵ tanto la giurisprudenza quanto una parte significativa della dottrina tendono a riconoscere, in tali circostanze, l'esistenza di obblighi fiduciari.

Maggiore incertezza emerge, invece, nei rapporti relativi a conti non discrezionali, nei quali il cliente mantiene formalmente il potere decisionale finale. In tali ipotesi, l'assenza di un'autorizzazione formale non esclude necessariamente che il *broker* eserciti, sul piano sostanziale, un'influenza particolarmente incisiva sulle decisioni dell'investitore. Ciò accade, ad esempio, quando il cliente si conformi sistematicamente alle raccomandazioni ricevute o quando il rapporto evolva progressivamente da una relazione meramente esecutiva a una relazione caratterizzata da un elevato grado di affidamento personale.¹⁴⁶ Un rapporto originariamente fondato su una logica strettamente contrattuale può, dunque, trasformarsi nel tempo in una relazione connotata da caratteristiche propriamente fiduciarie.¹⁴⁷

La questione risulta ulteriormente complicata dalla struttura della *broker-dealer exclusion* prevista dall'*Investment Advisers Act*. Come già osservato, per beneficiare di tale esclusione l'attività consulenziale del *broker* deve risultare meramente accessoria (*solely incidental*) rispetto ai servizi di intermediazione. Qualora l'attività di consulenza assuma invece carattere autonomo e predominante, l'intermediario rischia di essere qualificato come *investment adviser*.

Anche laddove la consulenza possa qualificarsi come meramente incidentale, resta comunque aperta la questione relativa al grado di influenza concretamente esercitato dal *broker* sulle decisioni del cliente. Se l'investitore conservasse un'effettiva autonomia decisionale, l'esistenza di un rapporto fiduciario potrebbe apparire meno evidente; diversamente, laddove le raccomandazioni dell'intermediario vengano seguite in modo pressoché automatico, i confini tra consulenza incidentale e controllo sostanziale risultano inevitabilmente più sfumati.

La giurisprudenza ha generalmente affrontato tali questioni secondo un approccio fortemente casistico. In *O'Malley v. Boris*, ad esempio, l'investitore manteneva formalmente

¹⁴⁵ Inserire Sezione

¹⁴⁶ *Cruse v. Equitable Sec. of N.Y., Inc.*, 678 F. Supp. 1023, 1030-1031 (S.D.N.Y. 1987) (sebbene un conto titoli possa essere formalmente non discrezionale, il *broker* può comunque esercitare un controllo *de facto* qualora il cliente si affidi stabilmente ai consigli del *broker*, seguendoli abitualmente: "Although a securities account may be non-discretionary, a broker may still effectively exercise de facto control where a customer places his trust and faith in a broker and routinely follows his broker's advice").

¹⁴⁷ *Ibidem*.

il controllo del proprio *account* ed era consultato prima dell'esecuzione delle operazioni;¹⁴⁸ tuttavia, avendo attribuito al *broker* specifici poteri nella selezione di un *sweep account*,¹⁴⁹ le decisioni relative all'allocazione delle somme eccedenti furono valutate alla luce di standard di natura fiduciaria.¹⁵⁰

Ne consegue che, anche nei rapporti formalmente qualificati come non discrezionali, permane un significativo margine di incertezza circa le circostanze in cui il *broker* possa essere considerato fiduciario nei confronti del cliente.

Per tutte queste ragioni, la definizione della reale portata degli obblighi fiduciari gravanti sui *broker-dealers* continua a presentare profili di notevole complessità. I paragrafi che seguono esamineranno, in prospettiva storica, l'evoluzione degli obblighi dei *broker-dealer*, evidenziando come l'incertezza si sia progressivamente stratificata nel tempo.

1.4.3. Duty of care e duty of loyalty come categorie ordinanti

Nella misura in cui l'attività di consulenza ha assunto un ruolo progressivamente più rilevante nell'ambito dei servizi prestati dai *broker-dealers*, la tradizionale qualificazione di tale attività come *solely incidental* rispetto alla funzione di intermediazione è stata sottoposta a crescente scrutinio. Già a partire dagli anni Ottanta, anche in risposta alla crescente concorrenza esercitata dagli *investment advisers* e dai professionisti della pianificazione finanziaria, numerose società di brokeraggio ampliarono la propria offerta oltre la mera esecuzione di operazioni, mentre i relativi *registered representatives* iniziarono progressivamente ad abbandonare la tradizionale denominazione di *stockbroker* in favore di qualifiche quali *financial advisor*, *financial consultant*, *financial representative* e *investment specialist*.¹⁵¹

¹⁴⁸ *O'Malley v. Boris*, 742 A.2d 845, 849 (Del. 1999).

¹⁴⁹ Variante dei *cash management accounts* introdotta negli Stati Uniti da grandi istituzioni finanziarie come American Express. Tali conti combinano un deposito tradizionale (conto corrente o di risparmio) con un investimento a breve termine su strumenti del mercato monetario. Quando il saldo supera una soglia predefinita, l'eccedenza viene automaticamente trasferita in fondi comuni monetari o strumenti analoghi, spesso anche su base quotidiana (*sweeping*). Il meccanismo può applicarsi anche a diverse combinazioni di strumenti di deposito (es. *Now accounts*) o d'investimento (certificati di deposito, accettazioni bancarie, titoli di Stato, ecc.).

¹⁵⁰ *O'Malley v. Boris*, cit., p. 849 (la corte riconosce l'applicabilità del dovere fiduciario rispetto alle decisioni adottate dal *broker* per conto del cliente). Il tribunale ha accolto le ragioni degli attori, rilevando che le informazioni fornite sui conflitti d'interesse nella scelta del conto *sweep* non erano sufficienti a soddisfare il dovere fiduciario di piena *disclosure*; v. anche p. 851.

¹⁵¹ Cfr. A.B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Villanova Law Review*, 2010, vol. 55, pp. 701 ss., spec. pp. 729-730, il quale ricostruisce l'evoluzione dell'attività dei *broker-dealers* e

Tale trasformazione ha contribuito ad attenuare, sul piano funzionale e nella percezione della clientela, la tradizionale distinzione tra attività di *brokerage* e consulenza finanziaria. Parte della dottrina ha pertanto messo in discussione la perdurante giustificazione di una differenziazione degli standard di condotta fondata sulla qualificazione formale dell'intermediario, sostenendo che, laddove la prestazione di consulenza assuma carattere sostanziale nella relazione con il cliente, la natura dell'attività esercitata possa giustificare l'assoggettamento del *broker* a obblighi fiduciari analoghi a quelli gravanti sull'*investment adviser*.¹⁵²

Per valutare la portata di tale prospettiva, occorre tuttavia soffermarsi sulla struttura del dovere fiduciario e sulle finalità che esso è chiamato a perseguire. Come noto, Il *fiduciary duty* si articola in due componenti fondamentali: il *duty of loyalty* e il *duty of care*.

Il primo si traduce nel divieto di *self-dealing* e, più in generale, nell'obbligo per il fiduciario di non abusare della posizione rivestita per perseguire interessi personali in conflitto con quelli del beneficiario.¹⁵³ Il *Restatement (Third) of Trusts* vieta al *trustee* di porre in essere operazioni aventi ad oggetto beni del *trust* laddove le stesse vengano eseguite in conto proprio o siano interessate da un conflitto di interessi.¹⁵⁴ In termini analoghi, il *Restatement (Third) of Agency* preclude all'*agent* di conseguire benefici materiali in relazione alle operazioni svolte per conto del *principal*.¹⁵⁵ La medesima matrice è rinvenibile nel diritto societario, ove il *duty of loyalty* degli amministratori impone che l'interesse societario prevalga sull'interesse personale del fiduciario e trova applicazione, in particolare, nelle ipotesi di *self-dealing* e di

rileva come, a partire dagli anni Ottanta, i relativi *registered representatives* abbiano progressivamente abbandonato la tradizionale denominazione di *stockbroker*, adottando qualifiche quali *financial advisor*, *financial consultant*, *financial representative* e *investment specialist*. Sul progressivo ampliamento dei servizi di consulenza e pianificazione finanziaria prestati dai *broker-dealers*, cfr. altresì SEC, *Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers*, Exchange Act Release No. 51523, Investment Advisers Act Release No. 2376, 12 aprile 2005, in *Federal Register*, vol. 70, pp. 20423 ss.

¹⁵² In questo senso, cfr. A.B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, cit., pp. 730 ss., secondo il quale la crescente centralità della componente consulenziale nell'attività dei *broker-dealers* rende meno persuasiva una differenziazione degli obblighi fondata esclusivamente sulla qualificazione formale dell'intermediario e può giustificare l'applicazione di obblighi fiduciari ai *broker* che prestino effettivamente attività di consulenza. In senso analogo, sulla progressiva erosione della distinzione funzionale e regolamentare tra *broker-dealers* e *investment advisers*, cfr. D.C. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Corporations, Wall Street, and the Dilemmas of Investor Protection*, Oxford, 2016.

¹⁵³ Sul divieto di *self-dealing* quale espressione fondamentale del *duty of loyalty*, cfr. *Restatement (Third) of Trusts*, § 78 (2007); *Restatement (Third) of Agency*, §§ 8.01-8.03 (2006). Sul medesimo principio nell'ambito del diritto societario, cfr. *Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

¹⁵⁴ *Restatement (Third) of Trusts*, § 78, comment a) (2007), ove si afferma che il dovere di lealtà vieta rigorosamente al *trustee* di porre in essere operazioni che comportino *self-dealing* o conflitti tra i doveri fiduciari e gli interessi personali, salvo espressa autorizzazione.

¹⁵⁵ *Restatement (Third) of Agency*, § 8.02, comment a) (2006), secondo cui l'agente ha il dovere di non conseguire benefici materiali in relazione ad operazioni effettuate per conto del principale o sfruttando la propria posizione.

appropriazione delle *corporate opportunities*.¹⁵⁶ Analogamente, nell'ambito della consulenza finanziaria, la SEC ha ricondotto al *duty of loyalty* dell'*investment adviser* il divieto di appropriarsi di opportunità di investimento senza averle previamente offerte alla clientela.¹⁵⁷

Il *duty of care*, per contro, implica una dimensione attiva della prestazione, richiedendo l'esercizio di una diligenza adeguata alla natura dell'incarico e alle circostanze del caso concreto.¹⁵⁸ Esso si sostanzia nell'acquisizione delle informazioni necessarie, nella valutazione delle alternative disponibili e nell'adozione di decisioni coerenti con gli obiettivi e la situazione finanziaria dell'investitore, nonché in un'attività di monitoraggio idonea ad assicurare nel tempo la persistenza di tale coerenza.¹⁵⁹ In tale prospettiva, il dovere di diligenza si estende anche alla corretta interpretazione delle istruzioni del *principal* e alla verifica della loro compatibilità con l'interesse affidato all'*agent*.¹⁶⁰

L'attività consulenziale, per sua natura, espone a rilevanti costi di agenzia, rendendo particolarmente difficile una valutazione *ex post* dell'adeguatezza delle raccomandazioni formulate. La pluralità dei fattori che incidono sulle decisioni di investimento rende infatti complesso distinguere tra scelte adottate nell'interesse del cliente e comportamenti influenzati da incentivi personali.

¹⁵⁶ Sul *duty of loyalty* degli amministratori nel diritto societario del Delaware, cfr. *Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939), ove la Supreme Court del Delaware afferma che amministratori e dirigenti non possono utilizzare la posizione fiduciaria rivestita per perseguire interessi personali e riconduce il dovere di lealtà all'esigenza di evitare conflitti tra il dovere verso la società e l'interesse individuale; cfr. altresì *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361-362 (Del. 1993), che individua tra le ipotesi paradigmatiche di *self-interest* il caso in cui l'amministratore si collochi su entrambi i lati dell'operazione o ne ricavi un beneficio personale non condiviso dagli azionisti. Con specifico riferimento all'appropriazione delle *corporate opportunities*, cfr. *Guth v. Loft, Inc.*, cit., pp. 510-511.

¹⁵⁷ *In re Joan Conan*, Advisers Act Release No. 1446, in *SEC Docket*, 57, 1994, p. 1952 ss., spec. *3 (30 settembre 1994) (ove si ribadisce che "[a]s a fiduciary and agent, an investment adviser owes her clients a duty of loyalty, which, among other things, requires an adviser to offer her clients investment opportunities before taking such opportunities for herself.").

¹⁵⁸ *Restatement (Third) of Trusts*, § 77, comment b) (2007), che definisce il dovere di diligenza quale obbligo di impiegare ragionevole impegno e attenzione nella gestione e amministrazione del *trust*, in coerenza con i suoi obiettivi e con l'interesse dei beneficiari.

¹⁵⁹ Cfr. *Lean v. Reed*, 876 N.E.2d 1104, 1111 (Indiana, 2007); *Francis v. United Jersey Bank*, 432 A.2d 814, 822 (New Jersey, 1981), che riconoscono un obbligo continuo di informazione e vigilanza in capo ai soggetti investiti di funzioni fiduciario-gestorie.

¹⁶⁰ *Restatement (Third) of Agency*, § 2.02, comment f) (2006), secondo cui il dovere fiduciario impone all'agente di interpretare le manifestazioni del *principal* in modo ragionevole, alla luce delle circostanze conosciute al momento dell'azione; v. in generale A. B. LABY, cit. alla nota 147, pp. 130-137.

1.5. Le aree di sovrapposizione nella consulenza finanziaria

1.5.1. Advisory function e prestazioni ibride

Anche nell'assetto normativo contemporaneo, la disciplina degli obblighi gravanti sui *broker-dealers* continua a presentare significativi margini di incertezza. Nel tentativo di stabilire se il *broker* possa essere qualificato come fiduciario nei confronti della clientela, le corti hanno progressivamente elaborato un'analisi fondata su una pluralità di elementi fattuali, tra cui la documentazione relativa al conto, il grado di adesione del cliente alle raccomandazioni di investimento dell'intermediario, la frequenza delle comunicazioni tra le parti, l'esperienza dell'investitore, l'eventuale rapporto personale intercorrente tra *broker* e cliente e, soprattutto, il livello di discrezionalità conferito al *broker* nell'esecuzione delle operazioni.¹⁶¹ Tra tali fattori, quest'ultimo continua a rivestire un ruolo largamente predominante.

La discrezionalità nella gestione del conto si è progressivamente affermata, nella ricostruzione giurisprudenziale, quale principale elemento di demarcazione tra rapporti di mera intermediazione e relazioni suscettibili di assumere natura fiduciaria. Nei conti discrezionali, infatti, l'attribuzione all'intermediario del potere di assumere autonomamente decisioni di investimento determina, di regola, l'insorgere di obblighi fiduciari più estesi.¹⁶² La natura non discrezionale del rapporto non è, tuttavia, uniformemente considerata ostativa al riconoscimento di analoghi obblighi: come già osservato, parte della giurisprudenza ammette che essi possano sorgere anche in assenza di un formale conferimento di poteri discrezionali qualora le concrete caratteristiche della relazione evidenzino un grado di affidamento, controllo o influenza tale da trascendere la mera esecuzione degli ordini del cliente.¹⁶³

¹⁶¹ *Patsos v. First Albany Corp.*, 741 N.E.2d 841, 849 ss. (Massachusetts Supreme Judicial Court, 2001); *Schuster v. Dacey*, No. 2007-00617(SUCV), 2008 WL 2415190 (Massachusetts Superior Court, 2008).

¹⁶² *Assoc. Randall Bank v. Griffin, Kubik, Stephens & Thompson, Inc.*, 3 F.3d 208, 212 (7th Cir., 1993), ove si afferma che il *broker-dealer* non riveste la qualifica di fiduciario con riferimento a conti sui quali il cliente mantiene il controllo decisionale finale; *Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 461 F. Supp. 951, 953 (E.D. Mich., 1978), affermata, 647 F.2d 165 (6th Cir., 1981), secondo cui, al contrario, nel caso di conti discrezionali il *broker* assume una posizione fiduciaria in senso ampio. Contra, *MidAmerica Fed. Sav. & Loan Ass'n v. Shearson/American Express, Inc.*, 886 F.2d 1249, 1258 (10th Cir., 1989), ove si precisa che la natura non discrezionale del conto non è, di per sé, sufficiente ad escludere l'esistenza di un rapporto fiduciario; *Mansbach v. Prescott, Ball & Turben*, 598 F.2d 1017, 1026 (6th Cir., 1979), che riconosce in capo al *broker-dealer* un elevato dovere di diligenza nei confronti del cliente. V. altresì *RAND Report*, p. 10, ove si individua nella discrezionalità del conto il criterio decisivo ai fini della qualificazione fiduciaria del rapporto.

¹⁶³ In senso non coincidente, cfr. *MidAmerica Federal Savings & Loan Ass'n v. Shearson/American Express, Inc.*, 886 F.2d 1249, 1257-1258 (10th Cir. 1989), ove si esclude che la natura non discrezionale del conto impedisca, di per sé, il riconoscimento di una relazione fiduciaria; *Duffy v. Cavalier*, 215 Cal. App. 3d 1517, 1536, nt. 10

La centralità generalmente attribuita alla discrezionalità trova fondamento nella struttura stessa del rapporto di *agency*.¹⁶⁴ Il potere di assumere decisioni di investimento senza la preventiva autorizzazione del cliente amplia infatti la sfera di autonomia dell'*agent* e, correlativamente, riduce il controllo immediato esercitabile dal *principal*, accentuando l'*informational asymmetry* e l'*unequal allocation of decision-making authority* che caratterizzano il rapporto di *agency*.¹⁶⁵

Emblematica, in tal senso, è la decisione resa in *Lefkowitz v. Smith Barney, Harris Upham & Co.*¹⁶⁶ In tale controversia, l'esecutore testamentario di un investitore convenne in giudizio la società di brokeraggio e il relativo intermediario, lamentando, tra l'altro, l'omessa comunicazione dell'inadeguatezza degli investimenti effettuati sul conto del *de cuius*.¹⁶⁷ Secondo la prospettazione dell'attore, la relazione avrebbe assunto natura fiduciaria in ragione del particolare affidamento riposto dal cliente nell'esperienza e nelle raccomandazioni del *broker*: l'investitore, dotato di limitate conoscenze finanziarie, era solito uniformarsi ai consigli dell'intermediario nelle proprie decisioni di investimento, determinando così, secondo la tesi attorea, una relazione caratterizzata da un grado di dipendenza e affidamento superiore a quello proprio di un ordinario rapporto di intermediazione.¹⁶⁸ La corte esclude, tuttavia, che tali circostanze fossero sufficienti a configurare un rapporto fiduciario, attribuendo rilievo decisivo alla circostanza che il cliente conservasse il controllo sulle proprie decisioni di investimento e che al *broker* non fosse stata conferita autorità discrezionale sul conto.¹⁶⁹

Una seconda ragione che spiega la centralità attribuita alla discrezionalità attiene alla funzione compensativa dell'obbligo fiduciario rispetto all'assenza di controllo diretto da parte

(Cal. Ct. App. 1989), che riconduce l'esistenza e l'estensione degli obblighi fiduciari alle concrete circostanze del rapporto tra *broker* e cliente. V. supra, § 1.4.2, per i diversi orientamenti giurisprudenziali in materia.

¹⁶⁴ *Litton Indus., Inc. v. Lehman Bros. Kuhn Loeb Inc.*, 767 F. Supp. 1220, 1231 (S.D.N.Y., 1991), riformata su altri motivi, 967 F.2d 742 (2d Cir., 1992), secondo cui il diritto di New York valorizza il rapporto di fiducia e la posizione di influenza che ne deriva; *Wiener v. Lazard Freres & Co.*, 672 N.Y.S.2d 8, 14 (N.Y. App. Div., 1998); *Ed Schory & Sons, Inc. v. Soc. Nat'l Bank*, 662 N.E.2d 1074, 1081 (Ohio, 1996); *Estate of Beal*, 769 P.2d 150, 154 (Oklahoma, 1989), tutte accomunate da una definizione funzionale del rapporto fiduciario fondata sull'affidamento e sulla fiducia riposta da una parte nell'altra.

¹⁶⁵ *Press v. Chemical Investment Services Corp.*, 988 F. Supp. 375, 386 (S.D.N.Y., 1997), che individua nel potere discrezionale esercitato dal *broker* il fattore determinante ai fini dell'insorgenza di un obbligo fiduciario ("The crucial factor in determining whether a broker has been 'entrusted' with particular matters such that a fiduciary obligation attaches, appears to be whether the broker exercises discretion over those matters.").

¹⁶⁶ *Lefkowitz v. Smith Barney, Harris Upham & Co.*, 804 F.2d 154 (1st Cir. 1986) (*per curiam*).

¹⁶⁷ *Id.*

¹⁶⁸ *Id.*

¹⁶⁹ *Id.*

dell'investitore.¹⁷⁰ Il cliente che conferisce discrezionalità all'intermediario tende infatti, per definizione, a rinunciare a un monitoraggio costante delle operazioni effettuate sul proprio conto. Nei conti non discrezionali, al contrario, il *broker* è tenuto a consultare preventivamente il cliente prima di procedere a ciascuna operazione, consentendo così all'investitore di mantenere una forma di supervisione sulle attività poste in essere.

Ciò non significa che un *broker* non possa monitorare volontariamente un conto non discrezionale; tuttavia, tale attività non costituisce un obbligo giuridico.¹⁷¹ Come precisato dal Secondo Circuito in *Kwiatkowski v. Bear, Stearns & Co.*,¹⁷² il *broker* che gestisce un conto non discrezionale non è tenuto a monitorarne costantemente l'andamento, né a formulare raccomandazioni continuative.¹⁷³ I suoi obblighi tendono, in linea generale, a esaurirsi con la corretta esecuzione della singola operazione richiesta dal cliente.¹⁷⁴

Tale impostazione trova ulteriore conferma in *Caravan Mobile Home Sales, Inc. v. Lehman Brothers Kuhn Loeb, Inc.*,¹⁷⁵ in cui la corte ha ulteriormente circoscritto l'ambito di operatività degli obblighi fiduciari gravanti sugli intermediari. In questa vicenda, il *trustee* di due *trust* aveva aperto un conto non discrezionale presso Lehman Brothers e, su raccomandazione della società, aveva investito in Nucorp Energy, Inc. poco prima del fallimento di quest'ultima. Pur contestando l'omessa divulgazione di informazioni rilevanti, i ricorrenti non riuscirono a dimostrare l'esistenza di un rapporto fiduciario continuativo. La corte precisò che l'obbligo fiduciario dello *stockbroker*, nei conti non discrezionali, sorge al momento dell'esecuzione dell'ordine e tende ad esaurirsi con il completamento della transazione, salvo che l'intermediario non assuma funzioni assimilabili a quelle di un consulente continuativo.¹⁷⁶

¹⁷⁰ In dottrina, cfr. L. M. FAIRFAX, *Spare the Rod, Spoil the Director? Revitalizing Directors' Fiduciary Duty Through Legal Liability*, in *Houston Law Review*, 42, 2005, p. 393 ss., spec. p. 455, ove si sottolinea il ruolo centrale delle funzioni di controllo nell'ambito degli obblighi fiduciari degli amministratori. ("[T] he monitoring functions inherent in directors' fiduciary obligations recognize the vital role directors must play in ensuring that officers do not misuse their corporate authority.").

¹⁷¹ *Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 461 F. Supp. 951, 953 (E.D. Mich., 1978), affermata, 647 F.2d 165 (6th Cir., 1981).

¹⁷² *V. De Kwiatkowski v. Bear, Stearns & Co., Inc.*, 306 F.3d 1293 (2d Cir. 2002).

¹⁷³ *Limbaugh v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 732 F.2d 859, 862 (11th Cir., 1984), ove si afferma che, in assenza di discrezionalità, il dovere del *broker* si limita all'esecuzione dell'ordine impartito. ("The duty owed by the broker was simply to execute the order.").

¹⁷⁴ *Id.*, p. 1302.

¹⁷⁵ *Caravan Mobile Home Sales, Inc. v. Lehman Brothers Kuhn Loeb, Inc.*, 769 F.2d 561 (9th Cir. 1985); v. altresì *Hoffman v. UBS-AG*, 591 F. Supp. 2d 522, 535 (S.D.N.Y., 2008), che ribadisce come, secondo la giurisprudenza del *Second Circuit*, il dovere fiduciario del *broker* nei confronti del cliente sia circoscritto alla corretta esecuzione dell'operazione richiesta.

¹⁷⁶ *Id.*

L'approccio moderno continua dunque a muoversi entro una tensione irrisolta: da un lato, il tentativo di preservare la distinzione tradizionale tra attività di intermediazione ed attività consulenziale; dall'altro, la crescente difficoltà di tracciare confini netti in relazioni economiche sempre più caratterizzate da affidamento personale e influenza sostanziale dell'intermediario sulle decisioni dell'investitore.

1.5.2. Le "blurred lines" e l'incertezza applicativa degli standard di condotta

Sebbene i *broker-dealers* non siano, in linea generale, qualificati come fiduciari nei confronti della clientela, ciò non implica che gli obblighi cui essi sono sottoposti possano essere considerati marginali.

Prima di formulare una raccomandazione di investimento, il *broker* è tenuto a disporre di *reasonable grounds* per ritenere che l'operazione proposta sia coerente con il profilo dell'investitore.¹⁷⁷ A ciò si aggiungono gli obblighi riconducibili alle procedure di *know your customer* (KYC), che impongono all'intermediario un'attività di *due diligence* finalizzata all'acquisizione di informazioni relative all'identità del cliente, alla sua situazione patrimoniale e finanziaria nonché ai suoi obiettivi di investimento.¹⁷⁸

I *broker-dealers* restano inoltre soggetti alle disposizioni antifrode previste dal *Securities Exchange Act* del 1934, le quali vietano tanto la formulazione di dichiarazioni fuorvianti quanto l'omissione di informazioni rilevanti in relazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari.¹⁷⁹

Alla luce di tali vincoli regolatori, la distinzione tra il regime applicabile ai *broker-dealers* e quello previsto per gli *investment advisers* appare, almeno sul piano funzionale, meno netta di quanto una rigida classificazione formale potrebbe suggerire. Proprio tale progressiva convergenza ha alimentato uno dei quesiti più controversi del diritto statunitense dei mercati finanziari: se le differenze tra le due categorie professionali conservino ancora una

¹⁷⁷ Cfr. NASD Rule 2310(a) (1996), ove si prevede che l'intermediario debba avere ragionevoli motivi per ritenere adeguata la raccomandazione in base alla situazione finanziaria ed alle esigenze del cliente; v. altresì FINRA Regulatory Notice 09-25 (maggio 2009), che propone la sostituzione della NASD Rule 2310 con la FINRA Consolidated Rule 2010.

¹⁷⁸ Cfr. NYSE Rule 405(1) (2008), che impone ai membri dell'Exchange un dovere di *due diligence* nella conoscenza dei fatti essenziali relativi al cliente e al conto. ("[U]se due diligence to learn the essential facts relative to every customer, every order, every cash or margin account accepted or carried by such organization and every person holding power of attorney over any account accepted or carried by such organization.").

¹⁷⁹ Securities Exchange Act of 1934, § 10(b), 15 U.S.C. § 78j(b).

reale consistenza sostanziale oppure se il permanere di regimi giuridici distinti finisca per produrre asimmetrie operative e consequenziali difficilmente giustificabili.

1.5.2.1. Natura del rapporto

Sebbene la persistente differenziazione normativa tra *broker-dealers* e *investment advisers* possa, a prima vista, apparire difficilmente giustificabile, resta evidente come lo standard fiduciario imposto agli *investment advisers* dall'*Investment Advisers Act* presenti un grado di incisività significativamente maggiore rispetto agli obblighi gravanti sui *broker-dealers* ai sensi della regolamentazione FINRA e delle disposizioni del *Securities Exchange Act* del 1934.

Tale distinzione trova la propria principale giustificazione nella diversa natura del rapporto che intercorre tra intermediario e cliente, in particolare nell'ambito dei conti non discrezionali. Come osservato in precedenza, gli obblighi gravanti su un *agent* variano in funzione dell'ampiezza del mandato conferito e delle specifiche attività che esso è chiamato a svolgere. Sebbene le parti possano, entro determinati limiti, ridefinire contrattualmente il contenuto del rapporto, nei conti non discrezionali l'attività del *broker-dealer* tende generalmente a esaurirsi nell'esecuzione di singole operazioni di investimento. L'attività del consulente finanziario, al contrario, si estende frequentemente oltre la singola transazione, dando luogo a obblighi più ampi e strutturalmente continuativi.

Un *investment adviser* può, ad esempio, elaborare piani finanziari complessi ovvero formulare raccomandazioni relative a specifici strumenti finanziari, settori di investimento o strategie patrimoniali più articolate.¹⁸⁰ In tali ipotesi, l'intensità dell'obbligo fiduciario tende naturalmente a riflettere la natura e l'ampiezza della relazione instaurata con il cliente. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, i consulenti prestano servizi di gestione complessiva del portafoglio,¹⁸¹ instaurando rapporti che si collocano ben oltre la mera esecuzione di ordini specifici.

Qualora la relazione di consulenza comprenda un'attività di monitoraggio continuativo del portafoglio, il *duty of care* impone all'*investment adviser* di verificare, per tutta la durata del rapporto e secondo modalità coerenti con la natura dell'incarico, la perdurante rispondenza

¹⁸⁰ C. E. KIRSCH, *Investment Adviser Regulation*, 2ª ed., New York, 2009, p. 1-1 ss.

¹⁸¹ RAND Corporation, *Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers*, Santa Monica, 2008, p. 40.

degli investimenti e delle strategie raccomandate all'interesse del cliente.¹⁸² Tale obbligo, che può estendersi anche ai conti non discrezionali e prescinde, entro i limiti dell'incarico assunto, dall'esecuzione di nuove operazioni,¹⁸³ rappresenta uno dei principali elementi distintivi rispetto al modello tradizionale di *brokerage*: mentre la relazione di consulenza può comportare un dovere continuativo di supervisione, il *broker-dealer* che gestisce un conto non discrezionale non è, in via generale, soggetto a un corrispondente obbligo di monitoraggio al di fuori delle raccomandazioni formulate.¹⁸⁴ In altri termini, mentre gli obblighi del consulente presuppongono una forma di *ongoing diligence*,¹⁸⁵ quelli del *broker* tendono ad assumere natura episodica, esaurendosi ordinariamente con il completamento della singola transazione.

Tale distinzione tra obblighi continuativi e obblighi episodici trova puntuale riscontro anche sul piano normativo. Ai sensi della *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 e della *Rule 10b-5*, la responsabilità del *broker* sorge tipicamente in connessione con specifiche operazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari, circoscrivendo il relativo dovere di diligenza alla fase esecutiva della transazione.¹⁸⁶ L'*Investment Advisers Act*, al contrario, vieta più ampiamente qualsiasi condotta fraudolenta posta in essere nei confronti di clienti attuali o potenziali, anche in assenza di una specifica operazione di compravendita.¹⁸⁷

¹⁸² Cfr. SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, Investment Advisers Act Release No. 5248, 5 giugno 2019, in *Federal Register*, vol. 84, 12 luglio 2019, pp. 33669 ss., spec. pp. 33673-33674, ove la Commissione riconduce al *duty of care* il dovere di prestare consulenza e, quando richiesto dalla natura e dalla durata del rapporto, di svolgere attività di monitoraggio nel corso della relazione con il cliente. La SEC precisa che l'estensione e la frequenza di tale monitoraggio dipendono dal contenuto dell'accordo di consulenza e che, in presenza di un rapporto continuativo, esso comprende anche la verifica della perdurante rispondenza all'interesse del cliente della tipologia di conto o del programma prescelto.

¹⁸³ Sul punto, cfr. SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, cit., p. 33674, nt. 51; A.B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Villanova Law Review*, vol. 55, 2010, pp. 701 ss., spec. p. 728, ove si osserva che, qualora l'*investment adviser* abbia assunto l'obbligo di prestare servizi continuativi di supervisione, il relativo *fiduciary duty* comprende il monitoraggio del conto indipendentemente dall'esecuzione di operazioni e anche qualora il conto abbia natura non discrezionale. La stessa proposizione di Laby è espressamente richiamata dalla SEC nella propria interpretazione del 2019.

¹⁸⁴ Sulla diversa estensione temporale degli obblighi propri dell'*investment adviser* e del *broker-dealer*, cfr. A.B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, cit., p. 728; SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, cit., p. 33674, nt. 51. Cfr. altresì SEC, *Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Care Obligations*, 20 aprile 2023, ove si ribadisce che il *fiduciary duty* dell'*investment adviser* si estende all'intera relazione di consulenza, mentre l'obbligo imposto al *broker-dealer* dalla *Regulation Best Interest* opera in occasione della formulazione di una raccomandazione al *retail customer*.

¹⁸⁵ A. B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in VILL. L. REV., 55, 2010, p. 701 ss.

¹⁸⁶ Cfr. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 739 ss. (1975), che conferma il c.d. *Birnbaum rule*, già affermato in *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 F.2d 461 (2d Cir., 1952), secondo cui la legittimazione ad agire *ex Rule 10b-5* spetta ai soli acquirenti o venditori di strumenti finanziari.

¹⁸⁷ *Investment Advisers Act*, § 206, 54 Stat. 847, 852, ora codificato in 15 U.S.C. § 80b-6.

Alcune corti si sono spinte ancora oltre, affermando che, ai fini dell'accertamento di una violazione dell'*Investment Advisers Act*, la SEC non sia neppure tenuta a dimostrare l'esistenza di un danno economicamente quantificabile in capo al cliente. Diversamente dagli investitori privati, infatti, la Commissione non deve provare né che il cliente abbia fatto affidamento su dichiarazioni fuorvianti del consulente né che da tali dichiarazioni sia derivato un pregiudizio patrimoniale concreto.¹⁸⁸ Una pronuncia si è spinta persino ad affermare che la violazione della *Section 206(4)* dell'*Investment Advisers Act* possa configurarsi anche in assenza di un cliente specificamente individuabile,¹⁸⁹ sul presupposto che la normativa esprima un divieto di frode di portata particolarmente ampia.¹⁹⁰

1.5.2.2. Obbligo di disclosure

Nei decenni successivi all'entrata in vigore dell'*Investment Advisers Act*, il Congresso, la *Securities and Exchange Commission* e le corti federali manifestarono una crescente attenzione nei confronti dell'impatto che i conflitti di interesse avrebbero potuto produrre sull'imparzialità del processo consulenziale e sull'allineamento della condotta dell'intermediario all'interesse del cliente.

Sul piano normativo, come già osservato, la mancata divulgazione o l'inadeguata gestione di un conflitto di interessi poteva determinare la responsabilità dei *broker-dealers* ai sensi della *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act of 1934* e della *Rule 10b-5*,¹⁹¹ mentre gli *investment advisers* risultavano assoggettati allo standard significativamente più rigoroso previsto dalla *Section 206* dell'*Investment Advisers Act*.

¹⁸⁸ *SEC v. Blavin*, 760 F.2d 706, 711 (6th Cir., 1985), ove si precisa che, nei procedimenti promossi dalla SEC, non è richiesta la prova dell'affidamento o del danno subito dall'investitore. ("Unlike private litigants seeking damages, the Commission is not required to prove that any investor actually relied on the misrepresentations or that the misrepresentations caused any investor to lose money.").

¹⁸⁹ Cfr. *United States v. Elliott*, 62 F.3d 1304, 1311 (11th Cir., 1995), che qualifica il § 206(4) dell'*Investment Advisers Act* come divieto generale di determinate condotte fraudolente ("Lacking any reference to clients, subsection (4) [of Investment Advisers Act section 206] appears to be a general prohibition against certain conduct by an investment adviser.").

¹⁹⁰ *Investment Advisers Act*, § 206(4), 15 U.S.C. § 80b-6(4); *Elliott*, cit., p. 1312, ove si evidenzia che il legislatore intendeva superare i limiti delle nozioni civilistiche di frode ("[C]ongress's primary concern appeared to be the possible limitations imposed by common-law concepts of fraud and deceit.").

¹⁹¹ La *Section 10(b)* e la *Rule 10b-5* vietano false dichiarazioni e omissioni rilevanti connesse ad operazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari.

Ai fini dell'accertamento della responsabilità ai sensi della *Section 10(b)* e della *Rule 10b-5*, assumono rilievo probatorio tanto l'elemento soggettivo c.d. *scienter*,¹⁹² quanto la *materiality* della falsa dichiarazione o dell'informazione omessa.¹⁹³

L'*Investment Advisers Act* adotta, sotto questo profilo, una struttura sensibilmente più articolata. Se la *Section 206(1)* richiede infatti la prova dell'intenzionalità nei casi di frode dolosa,¹⁹⁴ la *Section 206(2)* estende la responsabilità anche a condotte fraudolente prive di carattere intenzionale, senza richiedere la dimostrazione dell'elemento soggettivo c.d. *scienter*.¹⁹⁵

Un'ulteriore differenza riguarda l'ambito applicativo delle due discipline. A differenza del *Securities Exchange Act* del 1934, l'*Investment Advisers Act* non richiede che la condotta illecita sia necessariamente collegata a una specifica operazione di compravendita. Ne deriva un obbligo di *disclosure* significativamente più ampio e penetrante per gli *investment advisers*, rispetto a quello gravante sui *broker-dealers*.

Tale differenza emerge con particolare chiarezza nel caso *Merrill Lynch*.¹⁹⁶ In tale controversia, alcune società di intermediazione erano state convenute in giudizio con l'accusa di aver incentivato l'acquisto di quote di fondi comuni senza rivelare la percezione di incentivi

¹⁹² *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680, 691 (1980). L'elemento soggettivo c.d. *scienter* è definito come uno "state of mind embracing intent to deceive, manipulate or defraud" ed è ravvisabile anche in caso di *reckless conduct* o *severe recklessness*; cfr. *id.*, p. 685, nt. 5; *McDonald v. Alan Bush Brokerage Co.*, 863 F.2d 809, 814 (11th Cir., 1989).

¹⁹³ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 848 ss. (2d Cir., 1968), cert. neg., *Coates v. SEC*, 394 U.S. 976 (1969). Una dichiarazione falsa o un'omissione è rilevante qualora vi sia una sostanziale probabilità che avrebbe inciso sulle decisioni di un investitore ragionevole; cfr. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 232 (1988); *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976). Sul requisito della *materiality*, cfr. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 448-449 (1976), ove la *Supreme Court* individua quale criterio rilevante la sussistenza di una *substantial likelihood* che l'informazione omessa sarebbe stata considerata importante dall'investitore ragionevole e avrebbe significativamente modificato il *total mix* delle informazioni disponibili; standard successivamente esteso alla *Section 10(b)* e alla *Rule 10b-5* da *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-232 (1988). In dottrina, sulla funzione selettiva del requisito di *materiality* nell'ambito della disciplina federale dei mercati mobiliari e sulle difficoltà derivanti dalla natura necessariamente contestuale del relativo giudizio, cfr. R.C. SAUER, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, in *The Business Lawyer*, 2007, vol. 62, pp. 317 ss.; D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, in *Wisconsin Law Review*, 2009, pp. 151 ss., spec. pp. 189-197.

¹⁹⁴ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193 (1976), che esclude l'azione privata ex § 10(b) e *Rule 10b-5* in assenza di *scienter*.

¹⁹⁵ *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 195 (1963), ove si afferma che, ai fini dell'ingiunzione, non è richiesta la prova dell'intento di nuocere né del danno effettivamente subito dal cliente. ("Congress, in empowering the courts to enjoin any practice which operates 'as a fraud or deceit' upon a client, did not intend to require proof of intent to injure and actual injury to the client.").

¹⁹⁶ *V. In re Merrill Lynch Investment Management Funds Securities Litigation*, 434 F. Supp. 2d 233, 237 (S.D.N.Y. 2006), ove il giudice esclude che la mancata divulgazione della ripartizione interna di commissioni e compensi, già complessivamente comunicati agli investitori, integri di per sé un'omissione rilevante ai fini della disciplina federale sulle *securities*.

economici derivanti da *shelf space arrangements*.¹⁹⁷ I ricorrenti sostenevano che i *broker* avessero violato la *Section 10(b)* e la *Rule 10b-5* omettendo di divulgare informazioni materiali relative a tali accordi.

La corte chiarì tuttavia che, ai fini dell'accertamento della violazione, i ricorrenti avrebbero dovuto dimostrare l'esistenza di false dichiarazioni o omissioni materiali, precisando come l'omissione potesse assumere rilievo giuridico soltanto in presenza di uno specifico *duty of disclosure*.¹⁹⁸ Tale obbligo, osservò la corte, sorge esclusivamente laddove sia previsto da una disposizione normativa ovvero qualora l'informazione omessa risulti materiale secondo i criteri elaborati dalla giurisprudenza.¹⁹⁹ Nel caso di specie, la corte esclude entrambe le circostanze, ritenendo che i dettagli relativi agli incentivi percepiti dai *broker* non integrassero informazioni materiali ai fini della disciplina antifrode.²⁰⁰

Un'impostazione analoga venne adottata poco dopo in una controversia promossa nei confronti di UBS.²⁰¹ Anche in quel caso, la corte accolse l'istanza di archiviazione proposta dai convenuti, ribadendo che i *broker-dealers* non sono gravati da obblighi fiduciari generalizzati nei confronti della clientela. Diversamente dalla controversia precedente, i ricorrenti sostenevano che l'obbligo di *disclosure* derivasse dal rapporto di *trust and confidence* instauratosi tra *broker* e cliente. In particolare, ritenevano che le dichiarazioni rese dagli intermediari circa la possibilità di concludere *shelf space arrangements* imponessero di rivelare non soltanto l'eventualità di incentivi economici, ma anche la loro effettiva corresponsione.²⁰²

La corte respinse tale impostazione, ribadendo che la dimensione fiduciaria del rapporto tra *broker* e cliente resta generalmente circoscritta alla singola operazione di investimento.²⁰³ In assenza di un obbligo fiduciario continuativo, il conflitto di interessi derivante dagli *shelf space arrangements* non risultava dunque sufficiente a generare un autonomo obbligo di

¹⁹⁷ *Id.*, p. 237. I c.d. *shelf-space arrangements* consistono in accordi mediante i quali determinate società di fondi ricevono un trattamento preferenziale in cambio di un corrispettivo economico, generalmente compreso tra lo 0,05% e lo 0,25% delle vendite o degli attivi; l'espressione richiama, in via analogica, la prassi commerciale del pagamento per l'allocazione privilegiata di prodotti sugli scaffali della grande distribuzione.

¹⁹⁸ *Id.*

¹⁹⁹ *Id.*, p. 238.

²⁰⁰ *Id.*; v. altresì *Morgan Stanley and Van Kampen Mutual Fund Securities Litigation*, No. 03 Civ. 8208 (RO), 2006 WL 1008138, *8 (S.D.N.Y., 18 aprile 2006), ove si afferma che gli attori non avevano individuato la fonte giuridica dell'obbligo dei *broker* di comunicare una remunerazione differenziata per la vendita di determinati fondi.

²⁰¹ *Hoffman v. UBS-AG*, 591 F. Supp. 2d 522 (S.D.N.Y., 2008).

²⁰² *Id.*, p. 535.

²⁰³ *Id.*, pp. 535-536.

divulgazione.²⁰⁴ La corte esclude inoltre che le modalità di remunerazione del *broker* dovessero essere oggetto di *disclosure* sistematica, ritenendo che le informazioni fornite agli investitori non potessero qualificarsi come false o fuorvianti.²⁰⁵

Un diverso orientamento emerse, tuttavia, in *Siemers v. Wells Fargo & Co.*,²⁰⁶ nel quale la corte rigettò l'istanza di archiviazione proposta dai convenuti.²⁰⁷ In quella pronuncia, il giudice non concentrò la propria analisi sulla natura fiduciaria del rapporto, bensì sulla distinzione tra la mera possibilità futura di incentivi economici e l'esistenza di pagamenti già effettuati, idonei a generare un conflitto di interessi concreto e attuale.²⁰⁸ Poiché i *broker* si erano limitati a menzionare astrattamente la possibilità di tali incentivi, omettendo di rivelare l'esistenza di *shelf space arrangements* già operativi, la corte ritenne che tale omissione potesse integrare una violazione degli obblighi di trasparenza previsti dalla normativa.

1.5.2.3. Operazioni in contropartita diretta

Una delle differenze maggiormente significative ai fini del confronto tra la disciplina applicabile ai *broker-dealers* e quella prevista per gli *investment advisers* concerne il regime delle operazioni in contropartita diretta (*principal transactions*),²⁰⁹ nelle quali il professionista non si limita a intermediare l'operazione ma ne diviene esso stesso controparte. La peculiarità della fattispecie risiede nella compresenza, in capo al medesimo soggetto, della funzione svolta nell'interesse del cliente e di un autonomo interesse economico alla conclusione dell'operazione, con la conseguente emersione di un conflitto di interessi strutturale.

Ai sensi della *Section 206(3)* dell'*Investment Advisers Act*, l'*investment adviser* che agisca come *principal* per proprio conto non può acquistare strumenti finanziari da un cliente o venderli allo stesso senza aver previamente reso nota la propria veste nell'operazione e ottenuto il consenso del cliente alla specifica transazione. Un'autorizzazione generale non è

²⁰⁴ *Id.*, p. 535.

²⁰⁵ *Id.*

²⁰⁶ *Siemers v. Wells Fargo & Co.*, No. C 05-04518 WHA, 2006 WL 2355411 (N.D. Cal. 14 agosto 2006).

²⁰⁷ *Id.*

²⁰⁸ *Id.*, *5.

²⁰⁹ Per *principal transaction* si intende l'operazione nella quale l'intermediario, anziché agire quale mero intermediario per conto del cliente, acquista strumenti finanziari da quest'ultimo o glieli vende operando per proprio conto e assumendo, pertanto, la posizione di controparte della transazione. Nell'ambito dell'attività di *dealer*, tale operatività consente all'intermediario di negoziare strumenti detenuti nel proprio inventario e di conseguire una remunerazione anche attraverso la differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita (*bid-ask spread*).

pertanto ritenuta sufficiente ad assolvere gli obblighi di *disclosure* e trasparenza previsti dalla normativa federale.²¹⁰

La disciplina dei *broker-dealers* muove, invece, dal riconoscimento del *principal trading* quale componente fisiologica dell'attività di *dealer*. L'operatività in conto proprio non è, pertanto, assoggettata a un divieto o a un meccanismo di consenso preventivo assimilabile a quello previsto dalla *Section 206(3)*, ferma restando l'applicazione degli obblighi di condotta e delle regole specificamente poste a presidio della clientela.²¹¹ In tale prospettiva si colloca la disciplina, originariamente sviluppata dalla *National Association of Securities Dealers* e oggi incorporata nella regolamentazione FINRA, relativa ai prezzi e alle commissioni applicati nelle operazioni con i clienti. L'«equità» del prezzo assume qui un significato eminentemente economico e regolamentare: essa richiede che il prezzo praticato al cliente sia ragionevolmente correlato al prezzo corrente di mercato e che il *mark-up* o *mark-down* incorporato nella transazione non risulti eccessivo alla luce delle circostanze rilevanti.²¹²

I *broker-dealers* rivestono inoltre un ruolo centrale nell'attività di sottoscrizione e collocamento di strumenti finanziari, assistendo gli emittenti nella distribuzione dei titoli presso il pubblico. In tale ambito, essi possono fornire consulenza in merito alla tipologia di strumenti da collocare, alle tempistiche dell'offerta e alle strategie più idonee ad accrescerne l'attrattività nei confronti degli investitori.²¹³ In alcuni casi, l'operazione viene strutturata attraverso forme di *firm commitment underwriting* o mediante contratti di acquisto che comportano l'acquisizione diretta dei titoli da parte dell'intermediario, il quale provvede successivamente alla loro rivendita sul mercato, anche nei confronti della propria clientela.²¹⁴

²¹⁰ *Opinion of the Director of the Trading and Exchange Division, Investment Advisers Act Release No. 40*, in *Federal Register*, 11, 1945, p. 10.997, che richiede il consenso del cliente prima di ciascuna operazione.

²¹¹ *Temporary Rule Regarding Principal Trades with Certain Advisory Clients, Investment Advisers Act Release No. 2653*, in *Federal Register*, 72, 2007, p. 55.022, spec. p. 55.024.

²¹² Cfr., originariamente, NASD Rule 2440 e IM-2440-1 (*Mark-Up Policy*), successivamente confluite nella FINRA Rule 2121 (*Fair Prices and Commissions*) e nel relativo *Supplementary Material .01*. La disciplina impone al *dealer* che acquisti titoli dal cliente o li venda allo stesso operando in conto proprio di applicare un prezzo *fair*, tenendo conto di tutte le circostanze rilevanti, tra cui le condizioni di mercato, i costi sostenuti e il legittimo margine di profitto dell'intermediario. Ai fini della valutazione, particolare rilievo assume la relazione tra il prezzo praticato al cliente e il *prevailing market price* dello strumento finanziario. La c.d. *five percent policy*, elaborata dalla NASD a partire dal 1943 e oggi recepita nel *Supplementary Material .01* alla Rule 2121, costituisce un criterio orientativo e non una soglia rigida: anche un *mark-up* inferiore al cinque per cento può risultare eccessivo alla luce delle circostanze della singola operazione.

²¹³ J. D. COX, R. W. HILLMAN, D. C. LANGEVOORT, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 6ª ed., New York, 2009, p. 118.

²¹⁴ C. J. JOHNSON, J. McLAUGHLIN, *Corporate Finance and the Securities Laws*, 3ª ed., New York, 2004, pp. 65-66.

Ne consegue che le differenze tra *broker-dealers* e *investment advisers* non si esauriscono nella sola dimensione fiduciaria, riflettendo piuttosto divergenze strutturali profondamente radicate nei rispettivi modelli operativi. La tradizionale esclusione di un generale *fiduciary duty* in capo ai *broker-dealers* trova, sotto questo profilo, una delle proprie giustificazioni nella possibilità che l'intermediario operi quale *principal*, assumendo direttamente la posizione di controparte della transazione. In tale veste, il *dealer* è portatore di un autonomo interesse economico alla conclusione e alle condizioni dell'operazione, suscettibile di non coincidere con quello dell'investitore.

Gli *investment advisers*, al contrario, risultano tendenzialmente meno esposti a conflitti strutturali di tale natura e, proprio per questa ragione, appaiono maggiormente compatibili con l'applicazione di un generale *best interest standard*. Tali differenze operative e commerciali impongono particolare cautela rispetto a ogni proposta di estensione indiscriminata di obblighi fiduciari ai *broker-dealers* che prestano servizi di consulenza.

Il quadro sin qui ricostruito restituisce, in definitiva, una distinzione meno netta di quanto la diversa qualificazione formale delle due figure potrebbe suggerire. Se l'*investment adviser* è assoggettato a un *fiduciary standard* di matrice federale, ricavato dall'*Investment Advisers Act* e dalla relativa elaborazione giurisprudenziale, a partire da *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, la posizione del *broker-dealer* rimane maggiormente dipendente dalla funzione concretamente esercitata e dalle caratteristiche della relazione instaurata con il cliente.²¹⁵

La progressiva convergenza delle attività svolte dalle due categorie di intermediari non si è, tuttavia, accompagnata a una corrispondente uniformazione dei rispettivi regimi giuridici. Ne è derivato un assetto nel quale prestazioni sostanzialmente analoghe potevano essere assoggettate a standard di condotta differenti in ragione della qualificazione dell'intermediario, anziché della natura dell'attività concretamente esercitata.²¹⁶

²¹⁵ A. B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Vill. L. Rev.*, 55, 2010, p. 701 ss.

²¹⁶ Id.

PARTE II

REGULATION BEST INTEREST COME TECNICA DI REGOLAZIONE DELLA CONDOTTA

Capitolo II - La genesi di *Regulation Best Interest* nel quadro della riforma *post-crisi*

2.1. La crisi finanziaria quale catalizzatore del mutamento regolatorio

Ricondurre la genesi della disciplina normativa alle sole esigenze contingenti di rafforzare la tutela degli investitori o di correggere le criticità emerse nei modelli distributivi dei servizi finanziari rischierebbe di offrire una rappresentazione riduttiva di un fenomeno significativamente più complesso. L'introduzione di *Regulation Best Interest* si inserisce, infatti, all'interno di un processo di progressiva revisione delle premesse teoriche che avevano storicamente orientato la *securities regulation* statunitense, incidendo sull'equilibrio tra autonomia dell'investitore, obblighi di condotta dell'intermediario e funzione della regolamentazione nel governo dei mercati finanziari.²¹⁷

La crisi finanziaria globale del 2008 non ha rappresentato, in tale prospettiva, unicamente un evento di discontinuità economica o di instabilità sistemica, bensì anche un momento di profonda delegittimazione delle strutture regolatorie preesistenti. Il collasso del mercato dei mutui *subprime*, la diffusione di strumenti finanziari caratterizzati da elevata complessità e opacità informativa e il fallimento di primarie istituzioni finanziarie resero progressivamente evidente l'inadeguatezza di un modello di tutela fortemente ancorato alla centralità della *disclosure* e alla presunzione, di derivazione economica neoclassica, di razionalità economica dell'investitore.²¹⁸ Tale impostazione riflette, almeno nella sua formulazione teorica, il paradigma dell'*homo oeconomicus*, ovvero di un soggetto dotato di preferenze coerenti e stabili, capace di valutare le informazioni disponibili e di orientare le proprie scelte alla massimizzazione del proprio utile.²¹⁹

²¹⁷ Sul rapporto tra crisi finanziaria e trasformazione della regolazione dei mercati finanziari, v. S. DAVIDOFF SOLOMON - D. ZARING, *After the Deal: Fannie, Freddie and the Financial Crisis*, in *Yale Journal on Regulation*, 2009, p. 727 ss.

²¹⁸ Per una ricostruzione sistemica delle cause della crisi, v. FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *The Financial Crisis Inquiry Report*, Washington D.C., 2011.

²¹⁹ Sul paradigma della razionalità economica e sui relativi limiti, cfr. H.A. SIMON, *A Behavioral Model of Rational Choice*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1955, vol. 69, pp. 99 ss.; D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 1979, vol. 47, pp. 263 ss. Con specifico riferimento alla *securities regulation*, cfr. T.C.W. LIN, *A Behavioral Framework for Securities Risk*, in *Seattle University Law Review*, 2011, vol. 34, pp. 325 ss., il quale evidenzia come il paradigma tradizionale della *disclosure* presupponga un investitore idealizzato, riconducibile al modello di razionalità proprio dell'economia neoclassica.

Nella *federal securities regulation*, tale paradigma rinviene una propria proiezione normativa nella figura del c.d. *reasonable investor*, assunta dal legislatore e dalla giurisprudenza quale parametro normativo di riferimento ai fini della determinazione della *materiality* delle informazioni oggetto di *disclosure*.²²⁰ La nozione costituisce un parametro normativo alla luce del quale valutare la capacità di una determinata informazione di incidere sul processo decisionale di investimento. Nella formulazione elaborata dalla *Supreme Court* in *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* e successivamente recepita, nell'ambito della *Rule 10b-5*, in *Basic Inc. v. Levinson*, un'informazione assume carattere *material* ove sussista una sostanziale probabilità che un investitore ragionevole la consideri significativa ai fini della propria decisione e che la sua conoscenza sia suscettibile di modificare in misura apprezzabile il *total mix* delle informazioni disponibili.²²¹ La letteratura di matrice comportamentale ha tuttavia evidenziato la distanza tra tale costrutto normativo e i processi decisionali degli investitori reali, le cui scelte possono essere condizionate da fenomeni di *bounded rationality*, euristiche e *cognitive biases*.²²² La crisi finanziaria contribuì, sotto questo profilo, ad accentuare il limite intrinseco di un modello di tutela prevalentemente affidato alla trasparenza informativa: la *disclosure*, pur necessaria a ridurre l'asimmetria conoscitiva tra le parti, non era sufficiente a neutralizzare le asimmetrie informative fisiologicamente presenti nella relazione tra investitore e intermediario, né, soprattutto, gli incentivi economici suscettibili di orientare la condotta di quest'ultimo in senso divergente dall'interesse del cliente.

L'emersione di tali criticità alimentò un più ampio ripensamento in merito all'adeguatezza degli standard di condotta applicabili agli operatori del mercato. La

²²⁰ Sulla figura del *reasonable investor* quale parametro normativo della *federal securities regulation*, cfr. B. BLACK, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, in *Loyola University Chicago Law Journal*, 2013, vol. 44, pp. 1493 ss., spec. pp. 1494-1501, la quale evidenzia il ruolo centrale assunto dalla figura dell'investitore ragionevole nella disciplina federale dei mercati finanziari e ne esamina criticamente i presupposti alla luce delle acquisizioni della *behavioral economics*.

²²¹ Cfr. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976), secondo cui un'informazione omessa è *material* quando sussista una *substantial likelihood* che un azionista ragionevole la consideri importante nella propria decisione e che la sua comunicazione avrebbe significativamente modificato il *total mix* delle informazioni disponibili; standard successivamente recepito, con riferimento alla *Section 10(b)* e alla *Rule 10b-5*, da *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-232 (1988).

²²² Sui limiti del paradigma della piena razionalità e sulla rilevanza della *bounded rationality* nei processi decisionali, v. H.A. SIMON, *A Behavioral Model of Rational Choice*, in *Q.J. Econ.*, 69, 1955, pp. 99 ss.; D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 47, 1979, pp. 263 ss. Con specifico riferimento alle implicazioni della *behavioral economics* per la tutela dell'investitore e per il paradigma della *disclosure* nella *securities regulation*, cfr. B. BLACK, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, cit., pp. 1493 ss.; T.C.W. LIN, *A Behavioral Framework for Securities Risk*, cit., pp. 325 ss.

tradizionale distinzione tra *broker-dealers*, assoggettati a un *suitability standard*, e *investment advisers*, destinatari di obblighi fiduciari più penetranti, iniziò progressivamente a essere percepita come concettualmente fragile e scarsamente coerente con l'evoluzione concreta dei modelli distributivi.²²³ La crescente convergenza funzionale tra le attività svolte dalle differenti categorie di intermediari rese infatti sempre più problematica la persistenza di livelli differenziati di tutela applicabili a servizi frequentemente percepiti dagli investitori come sostanzialmente equivalenti.

In tale contesto, la protezione dell'investitore cessò di essere interpretata come obiettivo perseguibile esclusivamente attraverso la *disclosure* e assunse progressivamente i connotati di una questione inerente alla struttura stessa della relazione tra intermediario e cliente. Il dibattito regolatorio iniziò, pertanto, a spostarsi dalla mera trasparenza informativa verso la valutazione degli incentivi economici sottesi alla raccomandazione finanziaria, dei conflitti di interesse incorporati nei modelli distributivi e dell'opportunità di rafforzare gli obblighi di condotta gravanti sugli intermediari.²²⁴

2.2. Il mandato del Dodd-Frank Act e l'ipotesi di armonizzazione fiduciaria

L'intervento del Congresso attraverso il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del 2010 si innesta all'interno di tale mutata sensibilità regolatoria. Accanto al rafforzamento dei presidi di stabilità sistemica, il legislatore federale aveva riconosciuto l'esigenza di riesaminare criticamente la frammentazione degli standard di condotta applicabili agli operatori dei mercati finanziari, non già imponendone una revisione immediata, quanto piuttosto demandando alla *Securities and Exchange Commission* una riflessione sistematica circa l'adeguatezza dell'architettura normativa esistente.²²⁵

La *Section 913* del *Dodd-Frank Act* assume, sotto questo profilo, particolare rilevanza non tanto per il contenuto prescrittivo immediatamente prodotto, quanto per la funzione programmatica e potenzialmente trasformativa attribuita alla Commissione. La disposizione incaricava infatti la SEC di valutare se l'interesse degli investitori richiedesse l'introduzione di

²²³ Sul rapporto tra conflitti di interesse e modelli distributivi *commission-based*, v. J. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk*, in *California Law Review*, 2002, p. 627 ss.

²²⁴ Sul mutamento del paradigma regolatorio *post-crisi*, v. S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford, 2012, p. 198 ss.

²²⁵ Cfr. SEC, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, gennaio 2011, p. 101 ss.

uno standard uniforme di condotta applicabile tanto ai *broker-dealers* quanto agli *investment advisers* nell'ipotesi di prestazione di consulenza personalizzata.²²⁶

La formulazione adottata dal legislatore federale appare significativamente rivelatrice delle tensioni sottese al dibattito regolatorio *post*-crisi. Il Congresso evitò deliberatamente di imporre l'adozione di un *uniform fiduciary standard*, limitandosi a riconoscere alla Commissione una facoltà regolatoria ampiamente discrezionale. L'assenza di un obbligo normativo espresso rifletteva, verosimilmente, la persistente mancanza di consenso circa l'opportunità di assimilare integralmente la posizione dei *broker-dealers* a quella fiduciaria degli *investment advisers*, nonché il timore che un'estensione generalizzata degli obblighi fiduciari potesse alterare significativamente la struttura economica del mercato della consulenza finanziaria statunitense.²²⁷

La questione assumeva, del resto, implicazioni che trascendevano il mero piano tecnico della disciplina degli intermediari. L'ipotesi di armonizzazione fiduciaria imponeva infatti di interrogarsi sul modello di tutela dell'investitore che il legislatore federale intendesse perseguire: se un sistema fondato prevalentemente sulla trasparenza informativa e sulla libertà dell'investitore di scegliere tra differenti modelli distributivi oppure, al contrario, un paradigma maggiormente orientato verso la neutralizzazione preventiva dei conflitti di interesse e l'ampliamento degli obblighi di protezione gravanti sugli intermediari.²²⁸

I sostenitori dell'introduzione di uno standard uniforme evidenziavano come la permanenza di regimi differenziati producesse inevitabili fenomeni di confusione nella clientela, contribuendo ad alimentare aspettative non coerenti con il livello effettivo di tutela garantito dall'ordinamento. Secondo tale impostazione, la crescente convergenza funzionale tra le attività svolte dagli intermediari avrebbe reso sempre meno sostenibile la sopravvivenza di differenti standard di condotta.²²⁹

Di contro, una parte significativa dell'industria finanziaria e della dottrina sottolineava come l'estensione di un generale *fiduciary duty* ai *broker-dealers* avrebbe potuto produrre effetti sistemici non trascurabili, incidendo sulla sostenibilità economica dei modelli

²²⁶ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No. 111–203, 124 Stat. 1376 (2010).

²²⁷ Sul contenuto fiduciario degli obblighi gravanti sugli *investment advisers*, v. *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963).

²²⁸ SEC, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, cit., p. 101 ss.

²²⁹ Sul rapporto tra obblighi fiduciari e sostenibilità economica dei modelli distributivi, v. SIFMA, *Standard of Care for Broker-Dealers and Investment Advisers*, Position Paper, 2011.

remunerativi *commission-based*, incrementando i costi di *compliance* e contribuendo alla progressiva riduzione dell'accessibilità dei servizi di investimento per la clientela al dettaglio.²³⁰

La *Section 913* si colloca all'intersezione di istanze regolatorie profondamente divergenti: da un lato, l'esigenza di rafforzare la tutela sostanziale dell'investitore mediante l'innalzamento degli obblighi di condotta; dall'altro, la volontà di preservare la flessibilità operativa e la sostenibilità economica dei modelli distributivi tradizionalmente adottati nel mercato statunitense dei servizi finanziari.

In tale prospettiva, il mandato conferito alla SEC non rappresentò l'affermazione di un nuovo paradigma regolatorio, bensì l'avvio di un processo di progressiva ridefinizione dei confini tra *investor protection*, autonomia dell'investitore ed efficienza del mercato. Fu nella divaricazione tra la progressiva convergenza delle funzioni esercitate da *broker-dealers* e *investment advisers* e la persistente differenziazione dei rispettivi regimi giuridici – ancor più che nel dato normativo del *Dodd-Frank Act* isolatamente considerato - che devono ricercarsi le premesse del successivo dibattito sull'introduzione di uno standard di condotta unitario.

2.3. Il dibattito sull'introduzione di uno standard unitario di condotta

La questione si collocava all'intersezione di problematiche eterogenee - protezione dell'investitore, concorrenza tra modelli distributivi, efficienza allocativa del mercato e sostenibilità economica dell'intermediazione finanziaria - rendendo particolarmente complessa l'individuazione di soluzioni regolatorie capaci di bilanciare interessi potenzialmente divergenti.

In una prima fase, il dibattito si concentrò prevalentemente sull'esistenza stessa di una giustificazione sistematica idonea a sostenere la permanenza di standard di condotta differenziati. I sostenitori dell'armonizzazione fiduciaria evidenziavano come l'evoluzione dell'industria finanziaria avesse progressivamente attenuato le tradizionali differenze funzionali tra *broker-dealers* e *investment advisers*, determinando una crescente

²³⁰ SEC, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, cit., p. 101 ss.

sovrapposizione delle attività concretamente svolte e, con essa, una progressiva erosione della ragionevolezza sottesa all'applicazione di differenti regimi giuridici e livelli di tutela.²³¹

Secondo tale impostazione, la permanenza di regimi normativi distinti contribuiva inevitabilmente a generare confusione nella clientela *retail*, inducendo gli investitori ad attribuire agli intermediari obblighi di protezione superiori rispetto a quelli effettivamente previsti dall'ordinamento. Parte della dottrina e numerose associazioni di tutela dei consumatori sostenevano pertanto che l'adozione di uno *uniform fiduciary standard* costituisse un passaggio necessario al fine di garantire maggiore chiarezza normativa e rafforzare la fiducia degli investitori nel mercato dei servizi finanziari.²³²

La *Securities and Exchange Commission*, nello *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers* pubblicato nel 2011 in attuazione della *Section 913*, riconobbe espressamente la presenza di diffuse difficoltà da parte degli investitori al dettaglio nel distinguere la natura dei servizi prestati dalle differenti categorie di intermediari e il livello di tutela ad essi associato.²³³ Lo studio evidenziò come la percezione della clientela risultasse frequentemente disallineata rispetto alla struttura normativa di riferimento, contribuendo ad alimentare aspettative incompatibili con il contenuto degli obblighi gravanti sui *broker-dealers*.

Muovendo da tali considerazioni, la Commissione giunse a raccomandare l'introduzione di uno standard uniforme fondato sull'obbligo di agire nel *best interest* del cliente *retail*, indipendentemente dalla qualificazione formale dell'intermediario.²³⁴ La proposta non implicava, tuttavia, l'automatica estensione ai *broker-dealers* del *fiduciary duty* elaborato nell'ambito dell'*Investment Advisers Act*, lasciando irrisolta una questione destinata ad assumere rilievo centrale nel successivo dibattito regolatorio.

Le resistenze manifestate da una parte dell'industria all'introduzione di una disciplina normativa uniforme contribuirono a ridefinire i termini della questione, trasferendola dall'*an* della persistente differenziazione dei due regimi al *quomodo* della loro possibile convergenza. Il problema non consisteva più soltanto nello stabilire se fosse ancora giustificato assoggettare *broker-dealers* e *investment advisers* a standard di condotta distinti, quanto nel determinare entro quali limiti fosse possibile estendere ai primi obblighi più incisivi senza

²³¹ SEC, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, gennaio 2011, p. 101 ss.

²³² Sul dibattito relativo allo *uniform fiduciary standard*, v. A. LUND, *The New Fiduciary Standard*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2020, p. 309 ss.

²³³ SEC, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, cit., p. 95 ss.

²³⁴ *Ibidem*, p. 109 ss.

alterare gli elementi strutturali che ne connotavano la funzione e il modello operativo, così da evitare che l'armonizzazione degli standard si risolvesse, sul piano sostanziale, nella riconduzione dell'attività di *brokerage* entro il paradigma fiduciario proprio dell'*investment adviser*.²³⁵

Il problema trascendeva, peraltro, la mera incidenza economica degli oneri derivanti dall'osservanza di standard di condotta più rigorosi, investendo le possibili implicazioni dell'intervento regolatorio sulla struttura dell'offerta e, in ultima analisi, sull'effettiva accessibilità dei servizi di investimento. In particolare, si osservava come l'estensione ai *broker-dealers* di un regime fiduciario modellato su quello proprio degli *investment advisers*, accrescendo i costi di *compliance* e l'esposizione a forme di responsabilità professionale, potesse incidere sulla sostenibilità dei modelli distributivi fondati su meccanismi remunerativi *commission-based* e alterare gli incentivi economici sottesi all'offerta di servizi nei confronti della clientela caratterizzata da una minore consistenza patrimoniale.²³⁶

Le obiezioni formulate dall'industria finanziaria introducevano, dunque, una concezione della tutela dell'investitore strettamente connessa alla preservazione dell'accessibilità economica dei servizi finanziari e al relativo problema del c.d. *access to advice gap*.²³⁷

L'assunto sottostante era che l'intensificazione della tutela sul piano degli obblighi di condotta non fosse necessariamente destinata a tradursi in un corrispondente incremento della protezione effettivamente fruibile dall'investitore. Ove i maggiori oneri derivanti dal nuovo regime avessero indotto gli intermediari a ridefinire le condizioni economiche di accesso al servizio, a elevare le soglie patrimoniali richieste alla clientela ovvero a concentrare l'offerta sui segmenti maggiormente remunerativi, l'ampliamento della tutela normativa avrebbe potuto accompagnarsi a una contrazione dell'accesso alla consulenza proprio per quella componente della clientela *retail* rispetto alla quale l'esigenza di assistenza professionale si presentava, almeno potenzialmente, più accentuata.²³⁸

²³⁵ Cfr. SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, *Standard of Care for Broker-Dealers and Investment Advisers*, Position Paper, 2011.

²³⁶ Sul rapporto tra obblighi fiduciari e costi di *compliance*, v. J. MARKHAM, *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals*, New York, 2015, p. 492 ss.

²³⁷ Per *access to advice gap* si intende, in tale prospettiva, lo scarto tra la domanda potenziale di assistenza professionale nelle decisioni di investimento e l'offerta di servizi di consulenza economicamente accessibili alla clientela cui tale domanda è riferibile.

²³⁸ Sul fenomeno dell'*access to advice gap*, v. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Financial Advice Market Review*, 2016.

La questione assumeva, pertanto, una portata propriamente regolatoria. Non si trattava soltanto di stabilire quale livello di protezione dovesse essere assicurato all'investitore all'interno della relazione con l'intermediario, ma di verificare in quale misura l'intensificazione degli obblighi posti a carico di quest'ultimo fosse conciliabile con l'esigenza di preservare condizioni di accesso sufficientemente ampie ai servizi di investimento. Veniva così in rilievo una possibile divaricazione tra intensità ed effettività della tutela, nella misura in cui il rafforzamento della prima fosse suscettibile di comprimere, per determinate categorie di investitori, le condizioni materiali di accesso alla seconda.

Il dibattito assunse progressivamente una dimensione più ampia, trascendendo la questione relativa alla mera armonizzazione degli obblighi di condotta per investire i criteri di composizione delle diverse istanze riconducibili alla tutela dell'investitore e, più in generale, la funzione assegnata alla regolazione finanziaria nel perseguimento di tale obiettivo.

Più che delineare concezioni reciprocamente escludenti di *investor protection*, il confronto rifletteva una diversa graduazione degli interessi ad essa sottesi e una differente valutazione degli strumenti regolatori attraverso i quali assicurarne il contemperamento. Se l'estensione di obblighi fiduciari più penetranti rispondeva all'esigenza di rafforzare la protezione dell'investitore nella relazione con l'intermediario, incidendo direttamente sui conflitti di interesse e sugli obblighi di *disclosure*, la preservazione di una pluralità di modelli distributivi, remunerativi e giuridici trovava, a propria volta, giustificazione nell'esigenza di salvaguardare l'accessibilità dei servizi, la concorrenza tra gli operatori e gli spazi di autonomia riconosciuti all'investitore nella scelta delle modalità di accesso al mercato. La divergenza atteneva, dunque, non alla finalità ultima della regolamentazione quanto alla determinazione del punto di equilibrio tra istanze parimenti riconducibili alla protezione dell'investitore e alla scelta degli strumenti ritenuti più idonei a realizzarlo.

In tale contesto, l'adozione di uno standard unitario di condotta cessava di configurarsi quale esito pressoché necessario delle criticità emerse nel periodo *post-crisi*. Divenne, infatti, sempre più evidente come la piena assimilazione tra *broker-dealers* e *investment advisers* non costituisse un mero intervento tecnico di armonizzazione normativa, bensì una scelta concettuale sostanziale suscettibile di incidere profondamente sull'equilibrio economico e competitivo del mercato dei servizi di investimento statunitensi.

La successiva evoluzione del dibattito avrebbe mostrato il progressivo consolidarsi, in seno alla SEC, di una soluzione mediana, volta a rafforzare gli obblighi di condotta dei *broker-*

dealers senza ricondurne integralmente l'attività entro il paradigma fiduciario proprio degli *investment advisers*. In tale prospettiva avrebbe progressivamente preso forma l'impostazione destinata a trovare compiuta espressione normativa in *Regulation Best Interest*.

2.4. Le scelte regolatorie della *Securities and Exchange Commission*

Gli esiti del dibattito sin qui ricostruito trovarono concreta espressione nelle determinazioni assunte dalla *Securities and Exchange Commission* in sede di elaborazione normativa. La Commissione non diede seguito all'ipotesi di una sostanziale unificazione dei regimi applicabili a *broker-dealers* e *investment advisers*, né procedette alla trasposizione, nell'ambito dell'attività di *brokerage*, del paradigma fiduciario proprio della consulenza d'investimento. La soluzione accolta si sviluppò, piuttosto, entro la persistente distinzione tra le due figure professionali, mediante l'introduzione di uno standard di condotta autonomo destinato a incidere sulle modalità di esercizio dell'attività del *broker-dealer* senza alterarne la distinta collocazione ordinamentale. L'innalzamento dello standard di tutela venne, in altri termini, affrancato dall'uniformazione degli statuti professionali.²³⁹

Tale distinzione assume rilievo sul piano sistematico. L'alternativa tra *suitability* e *fiduciary duty*, attorno alla quale il confronto si era a lungo polarizzato, presupponeva che al diverso grado di protezione dell'investitore dovesse necessariamente corrispondere una diversa qualificazione della relazione intercorrente con l'intermediario. L'impostazione accolta dalla SEC muove, invece, dalla possibilità di scindere i due piani: intensità dello standard di condotta e qualificazione fiduciaria del rapporto cessano di essere assunte quali grandezze necessariamente coestensive. Diviene così possibile assoggettare il *broker-dealer* a obblighi più penetranti di quelli riconducibili alla mera *suitability* senza che il loro rafforzamento ne implichi, per ciò solo, la riconduzione entro lo statuto fiduciario dell'*investment adviser*.²⁴⁰

²³⁹ Cfr. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No. 111-203, § 913(g), 124 Stat. 1376, 1828 (2010); SEC, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, gennaio 2011, pp. 109 ss.; SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33321-33322 (2019). In particolare, nel *Final Release* la Commissione dà conto delle diverse alternative considerate in sede regolatoria, tra le quali l'estensione ai *broker-dealers* del *fiduciary standard* proprio degli *investment advisers*, l'introduzione di uno *uniform fiduciary standard* comune alle due categorie e, infine, la soluzione poi accolta, consistente nell'elaborazione di un autonomo standard di condotta specificamente riferito ai *broker-dealers* e informato ad alcuni dei principi sottesi agli obblighi fiduciari.

²⁴⁰ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit., pp. 33321-33322, 33330-33333, ove la Commissione precisa che, sebbene il nuovo standard tragga origine da principi propri della disciplina fiduciaria, *Regulation Best Interest* è stato specificamente conformato alle caratteristiche della relazione di *brokerage* e rimane distinto dal *fiduciary duty* gravante sugli *investment advisers*. La SEC esclude,

La portata della scelta compiuta dalla Commissione si coglie, pertanto, anzitutto sul piano della tecnica regolatoria. Il superamento delle insufficienze riconducibili al regime giuridico previgente non venne perseguito mediante una diversa qualificazione giuridica del *broker-dealer*, né attraverso la sua riconduzione alla categoria dell'*investment adviser*, bensì intervenendo sullo statuto comportamentale che ne governa l'attività.²⁴¹

In tale costruzione risiede, al tempo stesso, uno dei principali elementi di interesse sistematico di *Regulation Best Interest*. La Commissione ha deliberatamente evitato di identificare il nuovo standard tanto con il tradizionale *suitability requirement* quanto con il *fiduciary duty* proprio degli *investment advisers*. La sua collocazione tra paradigmi normativi differenti non consente, tuttavia, di risolverne la natura attraverso una mera graduazione quantitativa dell'intensità degli obblighi. Il problema diviene, piuttosto, quello di stabilire se il *best interest standard* esprima una categoria normativa effettivamente autonoma e, in caso affermativo, attraverso quali elementi possano esserne ricostruiti la fisionomia giuridica e il contenuto precettivo.²⁴²

La questione assume rilievo ancora maggiore ove si consideri che la mancata assimilazione fiduciaria conserva differenze che attengono non soltanto alla fonte e alla durata degli obblighi, ma alla stessa struttura della relazione giuridica sottostante. Come si vedrà *infra*, *Regulation Best Interest* viene a collocarsi lungo una linea di confine particolarmente problematica: rafforza la posizione dell'investitore senza trasformare il *broker-dealer* in fiduciario; comprime la possibilità dell'intermediario di anteporre il proprio interesse senza postulare l'assenza di un interesse proprio; supera il paradigma della mera *suitability* senza recepire integralmente quello della *fiduciary loyalty*. È nella definizione di tale spazio intermedio, più che nella generica qualificazione della disciplina in termini compromissori, che si concentra il problema dogmatico posto dalla scelta regolatoria della SEC. Su questo diverso

conseguentemente, di qualificare il nuovo standard come propriamente "fiduciario", rilevando come una simile qualificazione potrebbe indurre a ritenere erroneamente coincidenti regimi che conservano differenze significative quanto alla struttura e all'estensione degli obblighi.

²⁴¹ In dottrina, sulla peculiare collocazione di *Regulation Best Interest* rispetto alla tradizionale alternativa tra *suitability* e *fiduciary duty*, v., tra gli altri, Y. MELKONYAN, *Regulation Best Interest and the State-Agency Conflict*, in *Columbia Law Review*, vol. 120, 2020, p. 1591 ss; v. altresì A. LUND, *The New Fiduciary Standard*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2020, p. 314 ss.

²⁴² Sul controverso inquadramento sistematico del *best interest standard* e sui suoi rapporti con il tradizionale *suitability requirement* e con il *fiduciary standard* applicabile agli *investment advisers*, v., variamente, A. LUND, *The New Fiduciary Standard*, cit., p. 314 ss.; Y. MELKONYAN, *Regulation Best Interest and the State-Agency Conflict*, in *Columbia Law Review*, vol. 120, 2020, p. 1591 ss; cfr. altresì SEC, *Regulation Best Interest*, cit., pp. 33321-33333.

piano, relativo non più alle ragioni che ne hanno determinato l'adozione, ma alla concreta conformazione normativa del nuovo standard, deve pertanto spostarsi l'analisi.

2.5. *Regulation Best Interest* quale esito di un compromesso normativo

Con deliberazione del 5 giugno 2019, la *Securities and Exchange Commission* ha adottato *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, tracciando un nuovo paradigma regolatorio in materia di raccomandazioni d'investimento rivolte alla clientela *retail* da parte dei *broker-dealers* e dei soggetti ad essi associati.²⁴³

L'intervento, di notevole ampiezza e complessità sistematica, si inserisce in un contesto di riforma organica del diritto federale dei mercati finanziari volta ad innalzare gli standard di condotta degli intermediari e a rafforzare l'impianto normativo a tutela dell'investitore *retail*. Il pacchetto regolatorio adottato dalla SEC si compone di quattro strumenti normativi distinti, seppur interdipendenti:

- a) *Regulation Best Interest*, che introduce lo standard comportamentale del “miglior interesse” (*best interest*) nelle raccomandazioni d'investimento rivolte ai clienti *retail*;
- b) il *Customer Relationship Summary* (Form CRS), volto a standardizzare il contenuto informativo che deve essere comunicato preventivamente al cliente all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale;
- c) l'interpretazione ufficiale dello *Standard of Conduct* applicabile ai *Registered Investment Advisers* (RIA), che riafferma la natura fiduciaria degli obblighi incombenti su tali soggetti;
- d) la *Solely Incidental Clarification*, la quale precisa il perimetro applicativo dell'esenzione prevista dall'*Investment Advisers Act* del 1940 per le attività di consulenza “esclusivamente accessorie” (*solely incidental*).

Tale architettura normativa mira a realizzare un sistema coerente e integrato di disciplina delle condotte di consulenza, nel rispetto delle specificità funzionali dei diversi modelli di servizio (*brokerage vs. advisory*), pur perseguendo un rafforzamento unitario della protezione degli investitori.

²⁴³ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Securities Exchange Act Release No. 34-86031, 5 giugno 2019.

Capitolo III - Architettura normativa e contenuto precettivo di *Regulation Best Interest*

3.1. La *General Obligation* come criterio ordinante dello standard

Il nucleo precettivo di *Regulation Best Interest* si articola intorno all'obbligo, di natura generale e imperativa, imposto ai *broker-dealers* di agire nel migliore interesse del cliente in occasione della formulazione di raccomandazioni relative a operazioni su strumenti finanziari o a strategie di investimento.²⁴⁴

La *General Obligation* si specifica in quattro obblighi strutturali (*component obligations*), i quali definiscono il contenuto sostanziale dei doveri di lealtà e diligenza che il *broker dealer* è tenuto ad osservare:

- i. *Disclosure Obligation*: obbligo di fornire un'informativa preventiva, chiara, completa e intelligibile circa la natura della raccomandazione, la struttura del rapporto contrattuale, la forma della remunerazione e i conflitti di interesse eventualmente esistenti;²⁴⁵
- ii. *Care Obligation*: obbligo di esercitare una diligenza professionale elevata nella valutazione e formulazione della raccomandazione, comprensiva dell'analisi comparativa tra opzioni disponibili, della ponderazione dei costi e della coerenza della raccomandazione con il profilo individuale del cliente;²⁴⁶
- iii. *Conflict of Interest Obligation*: obbligo di istituire, mantenere e attuare politiche e procedure formali, scritte e ragionevoli, finalizzate all'individuazione, attenuazione ed eventuale eliminazione dei conflitti di interesse suscettibili di compromettere la neutralità della raccomandazione;²⁴⁷
- iv. *Compliance Obligation*: obbligo organizzativo volto alla predisposizione di un sistema interno di *compliance* formalizzato e documentato, idoneo a garantire l'osservanza sistematica e verificabile delle disposizioni contenute nel Regolamento.²⁴⁸

²⁴⁴ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., §240.151-1(a)(1).

²⁴⁵ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., p. 33410 ss.

²⁴⁶ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., p. 33420 ss.

²⁴⁷ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., p. 33430 ss.

²⁴⁸ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., p. 33440 ss.

3.2. Il profilo soggettivo e oggettivo della tutela: la nozione di “*retail customer*” e l’ambito finalistico della raccomandazione

Il perimetro applicativo soggettivo di Reg. BI è delineato in relazione alla figura del *retail customer*, destinatario esclusivo dello standard di condotta imposto ai *broker-dealers* e ai soggetti ad essi associati.

Ai sensi della definizione normativa, è qualificato come *retail customer* ogni persona fisica, o il relativo rappresentante legale non professionale, che riceva da un *broker-dealer* o da una persona fisica qualificabile come *associated person* una raccomandazione concernente operazioni su strumenti finanziari o strategie di investimento e che utilizzi tale raccomandazione principalmente per scopi personali, familiari o domestici.²⁴⁹

Il considerando della norma chiarisce, inoltre, che rientrano nel novero dei *retail customers* anche i partecipanti ai piani disciplinati dall’*Employee Retirement Income Security Act* del 1974 (ERISA), nonché i titolari di strumenti previdenziali individuali, quali gli *Individual Retirement Accounts* (IRA), i conti individuali detenuti nell’ambito di piani pensionistici aziendali (come i piani 401(k)), e gli altri regimi previdenziali fiscalmente agevolati.²⁵⁰

In coerenza con tale impianto, la qualificazione del fine della raccomandazione come personale, familiare o domestico risulta determinante ai fini dell'applicabilità del Regolamento, assumendo rilievo anche quando l’attività di investimento sia connessa alla pianificazione previdenziale del cliente.²⁵¹ Ne consegue che le operazioni finalizzate alla costituzione di un patrimonio pensionistico personale sono da considerarsi pienamente ricomprese nel campo di applicazione di Reg. BI.

Diversamente, restano escluse dalla nozione di *retail customer* le istituzioni, i soggetti giuridici e i fiduciari professionali, in quanto dotati di una competenza presunta che ne giustifica l’esonero dalla protezione rafforzata offerta dal Regolamento.²⁵² Di conseguenza,

²⁴⁹ Reg. BI, 17 C.F.R. § 240.151-1(b)(1). Per *associated person* di un *broker-dealer* si intende, secondo la definizione contenuta nella *Section 3(a)(18)* del *Securities Exchange Act of 1934*, tra gli altri, il partner, funzionario, amministratore o dipendente del *broker-dealer*, nonché la persona che, direttamente o indirettamente, lo controlli o ne sia controllata, fatte salve le esclusioni previste dalla disposizione; cfr. *Securities Exchange Act of 1934*, § 3(a)(18), 15 U.S.C. § 78c(a)(18).

²⁵⁰ *Federal Register*, 84, 2019, p. 33.325 (12 luglio 2019).

²⁵¹ *Ibid.*, p. 33.343.

²⁵² *Ibidem*, p. 33.342.

investitori istituzionali, fondi pensione collettivi e altri operatori professionali non rientrano nel perimetro soggettivo di tutela di *Regulation Best Interest*.²⁵³

Particolarmente significativa, a tal riguardo, è la divergenza definitoria rispetto alla nozione di *retail investor* contenuta nella normativa della *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA). Quest'ultima, infatti, esclude espressamente dalla categoria le persone fisiche con un patrimonio superiore a 50 milioni di dollari. Reg. BI, al contrario, non prevede alcuna soglia patrimoniale: ciò comporta che anche individui di elevata capacità finanziaria restano soggetti alla protezione del *best interest standard*, a condizione che la raccomandazione ricevuta sia destinata a finalità personali, familiari o domestiche.

L'approccio adottato dalla SEC privilegia, pertanto, un criterio finalistico e soggettivo, fondato sulla natura della raccomandazione e sulla tipologia di destinatario piuttosto che su parametri patrimoniali oggettivi. Tale impostazione consente di estendere la tutela normativa ad una platea particolarmente ampia, suscettibile di ricomprendere anche persone fisiche qualificabili, ad altri fini, come *accredited investors* o *high-net-worth individuals*.²⁵⁴

La linea di demarcazione non corre, dunque, tra investitore sofisticato e non sofisticato, né tra investitore facoltoso e investitore caratterizzato da una minore consistenza patrimoniale, bensì tra l'impiego della raccomandazione nella sfera personale dell'investitore e la sua utilizzazione per finalità commerciali o imprenditoriali. Ne deriva una nozione di *retail customer* che individua la meritevolezza della tutela principalmente nella funzione assolta dalla raccomandazione all'interno della relazione di investimento anziché in una presunzione di vulnerabilità desunta dalle caratteristiche economiche del suo destinatario.

Tale ampiezza non è naturalmente rimasta inosservata in dottrina, che ne ha evidenziato il carattere parzialmente eccentrico rispetto alla tradizionale articolazione della disciplina federale degli strumenti finanziari, nella quale la consistenza patrimoniale e la conseguente

²⁵³ *Ibidem*.

²⁵⁴ Cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 *Fed. Reg.* 33318, 33341 ss. (2019), ove la Commissione ricostruisce le osservazioni formulate dai *commenters* in ordine alla delimitazione della nozione di *retail customer* e accoglie una definizione circoscritta alle persone fisiche, ma non ulteriormente limitata in ragione della consistenza patrimoniale o della qualificazione dell'investitore come *accredited investor*. La Commissione precisa, in particolare, che la definizione è intesa a ricomprendere le raccomandazioni utilizzate per finalità personali, familiari o domestiche, escludendo quelle riferibili a finalità commerciali o imprenditoriali. Cfr. altresì SEC, *Frequently Asked Questions on Regulation Best Interest*, sub *Retail Customer*, ove si conferma che la definizione non esclude le persone fisiche *high-net-worth* né gli *accredited investors*.

qualificazione dell'investitore come *accredited* hanno storicamente concorso a delimitare l'intensità della protezione regolatoria.²⁵⁵

3.3. Il “migliore interesse” quale fondamento sostanziale della disciplina

Con l'adozione di Reg. BI, la SEC ha inteso promuovere un mutamento paradigmatico nel sistema degli obblighi di condotta gravanti sui *broker-dealers*, segnando, almeno in apparenza, il definitivo superamento del tradizionale *suitability standard* in favore di un principio normativo ispirato alla tutela sostanziale del miglior interesse dell'investitore *retail*.²⁵⁶

Tale scelta regolatoria, accolta dalla Commissione come espressione di una volontà riformatrice incisiva, si presenta tuttavia, ad una più approfondita analisi, come un'evoluzione ambivalente, il cui reale impatto normativo appare attenuato da elementi di opacità definitoria e da una mancata assimilazione al modello fiduciario pieno.

La definizione di *best interest standard* offerta dalla SEC, infatti, si limita a prescrivere che l'intermediario debba astenersi dal subordinare l'interesse del cliente al proprio al momento della formulazione di una raccomandazione d'investimento.²⁵⁷ È chiaro come la genericità di tale enunciazione, non accompagnata da criteri positivi o da una scala valoriale di riferimento, rischi di compromettere in parte l'efficacia precettiva del principio normativo, lasciando all'interprete il compito di ricostruirne contenuti e limiti attraverso un'opera di sistematizzazione tutt'altro che agevole.

Sebbene siano stati individuati quattro principi cardine (in materia di *disclosure*, *care*, *conflict of interest* e *compliance*) cui è stata affidata la funzione di sostanziare il contenuto concreto dell'obbligo generale, permangono significative perplessità in ordine alla portata effettiva del nuovo standard.

L'assenza di una qualificazione espressa dello standard di *best interest* in termini fiduciari, e, parallelamente, la scelta di non assumere l'eliminazione di ogni conflitto di

²⁵⁵ In tal senso, J. W. MARKHAM, *Regulation Best Interest: A Behavioral Analysis*, in *Drexel Law Review*, vol. 13, 2021, p. 377 ss., spec. pp. 413-414, il quale sottolinea come la definizione particolarmente ampia di investitore *retail* accolta da *Regulation Best Interest*, comprensiva anche degli *high-net-worth individuals*, segni una significativa discontinuità rispetto alla tradizionale impostazione della disciplina federale, che sottrae gli *accredited investors* a talune forme di protezione sul presupposto della loro maggiore capacità di informarsi e tutelare autonomamente i propri interessi.

²⁵⁶ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit.

²⁵⁷ *Ibidem*, § 240.15l-1(a)(1).

interesse quale condizione necessaria per l'adempimento formale dell'obbligo delineano la peculiare fisionomia di un regime normativo ibrido principalmente orientato alla compatibilità con i modelli remunerativi che all'affermazione di una responsabilità sostanzialmente fiduciaria.²⁵⁸

In questa prospettiva, il Regolamento sembra esprimere un'ibridazione tra istanze di protezione dell'investitore e vincoli di compatibilità con l'architettura strutturale del mercato finanziario statunitense, ancora largamente fondato su modelli distributivi *commission-based*. La sua natura, pertanto, sembrerebbe collocarsi in una posizione intermedia tra il *suitability standard* e il *fiduciary duty* codificato dall'*Investment Advisers Act* del 1940, senza tuttavia sovrapporsi integralmente né all'uno né all'altro.

3.4. La nozione funzionale di “raccomandazione”

Una delle questioni interpretative più rilevanti nell'ambito applicativo di Regulation Best Interest concerne l'individuazione del concetto di “raccomandazione”, elemento costitutivo e presupposto essenziale dell'obbligo di agire nel miglior interesse del *retail customer*.

Nonostante l'assenza di una puntuale definizione normativa, la SEC ha chiarito come la nozione debba essere intesa in coerenza con l'interpretazione tradizionale accolta nell'ambito della *suitability rule* della FINRA²⁵⁹ e con i principi delineati dalla giurisprudenza federale in materia di comunicazioni ingannevoli o fraudolente ai sensi delle disposizioni antifrode in materia di *securities*.²⁶⁰ In tale prospettiva, e in assenza di una *bright-line definition*, è da considerarsi *raccomandazione* qualsiasi comunicazione - veicolata attraverso qualunque mezzo, incluse conversazioni telefoniche, comunicazioni scritte, mezzi elettronici o

²⁵⁸ S Sulla mancata qualificazione in termini fiduciari dello standard introdotto da *Regulation Best Interest* e sulla scelta della Commissione di preservare la distinta configurazione regolatoria dell'attività dei *broker-dealers*, v. Y. MELKONYAN, *Regulation Best Interest and the State-Agency Conflict*, in *Columbia Law Review*, vol. 120, 2020, p. 1591 ss., spec. pp. 1597 ss. e 1607 ss.; A. LUND, *The New Fiduciary Standard*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2020, p. 314 ss. Cfr. altresì SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33321 ss. e 33389 ss. (2019), ove la Commissione, oltre a escludere che l'adempimento dello standard possa essere assicurato mediante la sola *disclosure*, articola diversamente, in ragione della natura del conflitto, gli obblighi di informazione, mitigazione ed eliminazione.

²⁵⁹ FINRA Rule 2111 (*Suitability*).

²⁶⁰ SEC, *Regulation Best Interest – The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit., p. 88 ss.

interazioni online - che possa ragionevolmente essere percepita dal destinatario come un invito concreto e specifico ad intraprendere una determinata operazione di investimento.

L'ampiezza semantica della nozione emerge, peraltro, dalla circostanza per cui la qualificazione di una comunicazione come *recommendation* non dipende dalla forma attraverso la quale essa viene veicolata, né richiede necessariamente la formulazione espressa di un invito all'acquisto o alla vendita. L'accertamento assume, piuttosto, carattere eminentemente funzionale e deve essere condotto alla luce delle circostanze del caso di specie, attribuendo particolare rilievo all'idoneità della comunicazione a tradursi, nella prospettiva del destinatario, in una *call to action*, al grado di individualizzazione del messaggio e alla sua concreta attitudine a influenzare una determinata decisione di investimento.²⁶¹ La nozione può pertanto ricomprendere anche condotte dalle quali sia desumibile implicitamente una raccomandazione, estendendosi invece espressamente alle indicazioni volte ad acquistare, vendere o detenere determinati strumenti finanziari, nonché ad adottare o proseguire specifiche strategie di investimento.²⁶² Con particolare riguardo al mantenimento di strumenti già presenti in portafoglio, tuttavia, la mera inerzia dell'intermediario non integra, di per sé, una raccomandazione; l'applicazione della disciplina presuppone, in linea generale, una specifica indicazione di *hold*.²⁶³

A titolo esemplificativo, si configura come raccomandazione soggetta a Reg. BI anche l'attività di revisione periodica volontaria del portafoglio, qualora il *broker-dealer* - pur non

²⁶¹ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33335 ss. (2019), ove la Commissione, richiamando i criteri già elaborati nell'ambito della disciplina FINRA e della *federal securities law*, esclude che la nozione di *recommendation* sia suscettibile di una definizione rigida, rimettendone l'individuazione a una valutazione delle circostanze del caso concreto e attribuendo particolare rilievo all'idoneità della comunicazione a essere percepita quale *call to action*, alla sua capacità di influenzare la decisione dell'investitore e al grado di individualizzazione rispetto al destinatario. Cfr. altresì FINRA, *Regulatory Notice 12-25*, maggio 2012, spec. Q. 2-3.

²⁶² Cfr. FINRA Rule 2111.03, secondo cui la nozione di *investment strategy involving a security or securities* deve essere interpretata in senso ampio e comprende, tra l'altro, l'espressa raccomandazione di mantenere uno o più strumenti finanziari; FINRA, *Regulatory Notice 11-25*, maggio 2011, Q. 7-8; FINRA, *Regulatory Notice 12-25*, maggio 2012, Q. 7. Sulla configurabilità di raccomandazioni implicite, v. altresì *Rafael Pinchas*, 54 S.E.C. 331, 341 nt. 22 (1999); *Paul C. Kettler*, 51 S.E.C. 30, 32 nt. 11 (1992), ove l'esecuzione di operazioni per conto del cliente in assenza di una specifica autorizzazione è ricondotta alla nozione di raccomandazione implicita.

²⁶³ FINRA, *Regulatory Notice 11-25*, cit., Q. 7, ove si precisa che l'assenza di una raccomandazione di vendita non equivale, di per sé, a una raccomandazione implicita di mantenimento; v. altresì FINRA Rule 2111.03. In particolare, l'inerzia dell'intermediario rispetto a strumenti già presenti nel portafoglio non integra ordinariamente una *hold recommendation*, salvo che le circostanze consentano di attribuire alla condotta un significato equivalente a un'espressa indicazione di mantenimento.

essendovi obbligato - si impegni contrattualmente o di fatto a monitorare l'andamento del conto del cliente e a formulare conseguenti suggerimenti operativi.²⁶⁴

Il Regolamento chiarisce altresì che rientrano nel perimetro oggettivo della nozione anche:

- i. le raccomandazioni concernenti la tipologia di conto (ad es., *brokerage account* vs. *advisory account*);
- ii. le raccomandazioni di *rollover* di piani pensionistici (ad es., 401(k) vs. IRA);
- iii. le raccomandazioni in materia di *asset allocation*, anche in assenza di specifico riferimento a singoli strumenti.

Tale estensione dell'ambito operativo del Regolamento ha generato preoccupazioni in sede di consultazione pubblica, in particolare con riferimento al rischio di *chilling effect* sulle comunicazioni tra intermediari e clientela retail.²⁶⁵ Diversi osservatori hanno paventato che l'assenza di parametri chiari possa indurre i *broker-dealers* ad adottare un atteggiamento eccessivamente prudenziale, fino al punto di astenersi dal fornire informazioni utili, temendo che ogni interazione possa essere riqualificata come raccomandazione formale e dunque soggetta al rigoroso scrutinio del Regolamento.

In risposta a tali timori, la SEC ha delineato una serie di criteri valutativi, improntati all'analisi concreta dei fatti e delle circostanze del caso specifico. Tra i fattori rilevanti ai fini della qualificazione come raccomandazione si segnalano, in particolare:

- i. il grado di personalizzazione della comunicazione rispetto al profilo del cliente;
- ii. il livello di specificità dell'indicazione fornita;
- iii. la capacità della comunicazione di orientare la decisione dell'investitore verso una determinata operazione.²⁶⁶

Così, formule generiche o apodittiche - quali ad esempio il noto adagio "*buy low, sell high*" - non sono, in via di principio, qualificabili come raccomandazioni ai fini regolatori, in quanto carenti del requisito di specificità e personalizzazione. Diversamente, l'esortazione

²⁶⁴ J. FANTO, *Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2020, p. 241 ss.

²⁶⁵ *Ibidem*, p. 243.

²⁶⁶ SEC, *Regulation Best Interest – Final Rule*, cit., pp. 93-94.

all'acquisto di un determinato titolo, fondata su parametri finanziari e riferimenti temporali puntuali, è altamente suscettibile di integrare una raccomandazione in senso tecnico.

In definitiva, la linea di confine tra mera comunicazione informativa e raccomandazione soggetta a Reg. BI si presenta sfumata e richiede un'attenta valutazione caso per caso, anche alla luce del contenuto sostanziale della comunicazione, della sua contestualizzazione rispetto al rapporto esistente e della posizione di influenza eventualmente esercitata dal *broker-dealer* nei confronti del cliente *retail*.²⁶⁷

3.5. Attività escluse dall'ambito applicativo di Reg. BI: profili di *financial education* e *asset allocation* generalizzata

Nel delineare l'ambito oggettivo di operatività del proprio apparato precettivo, Reg. BI esclude espressamente alcune tipologie di attività di comunicazione tra intermediario e cliente *retail* che, in assenza di un oggetto di raccomandazione specifico, non integrano gli estremi di una "raccomandazione" ai sensi del Regolamento. In particolare, sono da ritenersi escluse dall'applicazione di Reg. BI le seguenti fattispecie:

- i. iniziative di educazione finanziaria rivolte alla clientela *retail*, purché non accompagnate da suggerimenti impliciti o espliciti relativi a titoli o strategie d'investimento specifiche;
- ii. informazioni descrittive e generali concernenti piani pensionistici per dipendenti;
- iii. modelli di *asset allocation* fondati su teorie d'investimento comunemente riconosciute e non personalizzati in funzione del profilo del cliente.²⁶⁸

La *ratio* sottesa a tali esenzioni è quella di salvaguardare la possibilità, per i *broker-dealers*, di intrattenere dialoghi informativi di carattere generale con i propri clienti senza che tali interazioni possano determinare *ex se* l'attivazione degli obblighi imposti da Reg. BI. L'esimente opera, dunque, in quanto il contenuto trasmesso non sia idoneo a orientare il cliente verso l'acquisto, la vendita o la detenzione di titoli specifici, né a influenzarne direttamente le scelte strategiche in materia di investimento.

²⁶⁷ SEC, *Office of Compliance Inspections and Examinations, Risk Alert – Observations from Broker-Dealer Examinations Related to Regulation Best Interest*, 2020.

²⁶⁸ SEC, *Regulation Best Interest – The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit., pp. 179-183.

La *Securities and Exchange Commission* ha precisato che tali previsioni esonerative riflettono la disciplina già contenuta nella *FINRA Rule 2111.03*, concernente le comunicazioni non costituenti raccomandazioni nel contesto dell'obbligo di *suitability*. Ne discende che, in via interpretativa, i *broker-dealers* possono riferirsi all'apparato esegetico e applicativo sviluppato in relazione alla predetta disposizione *FINRA*, a condizione che le comunicazioni non siano riconducibili, per contenuto o finalità, alle altre ipotesi tipizzate come raccomandazioni da Reg. BI.²⁶⁹

3.6. Le *component obligations* di *Regulation Best Interest*

3.6.1. Disclosure obligation e razionalità informativa

Tra le *component obligations* imposte da *Regulation Best Interest*, la *Disclosure Obligation* assume un ruolo centrale nel presidiare le asimmetrie informative tipiche del rapporto tra *broker-dealer* e *retail customer*.²⁷⁰

In forza di tale obbligo, il *broker-dealer* è tenuto a fornire al *retail customer*, prima o contestualmente alla formulazione della raccomandazione, una comunicazione scritta di tutti i fatti materiali relativi all'ambito e ai termini della relazione intercorrente con il cliente, nonché dei fatti materiali concernenti i conflitti di interesse associati alla raccomandazione.²⁷¹

Tale previsione si configura non solo come dovere informativo sostanziale, ma anche come meccanismo di *compliance ex post*, in quanto la relativa documentazione rappresenta prova rilevante di adempimento in sede di eventuale procedimento di *enforcement*. Sebbene il Regolamento preveda che la *disclosure* avvenga in forma scritta, la SEC ammette, in via eccezionale e per esigenze di flessibilità operativa, che gli aggiornamenti derivanti da mutate circostanze possano essere effettuati anche oralmente, purché sia mantenuta evidenza

²⁶⁹ *FINRA Rule 2111.03 (Suitability)* e relative interpretazioni contenute in *FINRA Regulatory Notice 12-25 (2012)*, § 7.

²⁷⁰ Sul ruolo della *disclosure* quale tecnica fondamentale di tutela dell'investitore nella disciplina federale statunitense dei mercati finanziari, v., tra gli altri, L. LOSS, J. SELIGMAN, T. PAREDES, *Securities Regulation*, 6th ed., Wolters Kluwer, 2011, passim; J. C. COFFEE JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, p. 717 ss.; F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHEL, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, p. 669 ss.; J. R. MACEY, G. P. MILLER, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, in *Stanford Law Review*, vol. 42, 1990, p. 1059 ss. Con specifico riferimento alla funzione informativa della disciplina dei conflitti nell'attività dei *broker-dealers*, v. D. P. GUERNSEY JR., *Requiring Broker-Dealers to Disclose Conflicts of Interest: A Solution Protecting and Empowering Investors*, in *University of Miami Law Review*, vol. 73, 2019, p. 1029 ss.

²⁷¹ 17 C.F.R. § 240.151-1(a)(2)(i); SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 *Fed. Reg.* 33318, 33348 ss. (2019).

scritta del contenuto della comunicazione orale.²⁷² Questa facoltà riflette un approccio pragmatico, volto ad allineare l'apparato regolatorio alle modalità operative contemporanee, che includono conversazioni telefoniche e interazioni digitali.

La Commissione non impone un modello uniforme di *disclosure* - se non per quanto riguarda il *Form CRS* - lasciando ai *broker-dealers* la facoltà di sviluppare strumenti e prassi interne purché conformi al principio di piena intelligibilità e trasparenza.²⁷³ Tuttavia, la qualità della registrazione documentale assume valore strategico: quanto più puntuale e articolata risulterà la documentazione dell'informazione fornita, tanto più agevole sarà per l'intermediario dimostrare il rispetto delle prescrizioni regolamentari.

La versione definitiva del Regolamento ha rafforzato sensibilmente il contenuto dell'obbligo, sostituendo il precedente criterio della "*reasonable disclosure*" con il più esigente requisito di "*full and fair disclosure*".²⁷⁴ Tale riformulazione mira a riconciliare la *Disclosure Obligation* di Reg. BI con lo standard storicamente imposto ai *Registered Investment Advisers*, promuovendo una maggiore coerenza sistemica tra i diversi modelli regolatori.

Rimane tuttavia inteso che anche una *disclosure* completa e corretta non è idonea a sanare l'eventuale violazione della *Care Obligation*, ove la raccomandazione non risulti coerente con il miglior interesse del cliente. Inoltre, nella versione definitiva della norma, l'obbligo informativo è stato ristretto alla sola comunicazione dei "*material facts*" - in luogo dell'iniziale previsione riferita a "tutti i fatti" - con un evidente alleggerimento dell'onere probatorio per l'intermediario, ma al prezzo di una possibile riduzione della certezza giuridica in ordine all'estensione dell'informazione dovuta.²⁷⁵

²⁷² *Ibidem*, p. 184; v. altresì SEC, *Compliance Guide for Regulation Best Interest*, 2019, § 3.1.

²⁷³ SEC, *Form CRS Relationship Summary; Amendments to Form ADV*, cit., §§ II-III.

²⁷⁴ In dottrina, D. COHEN, *Disclosure under Reg BI: From Reasonableness to Full and Fairness*, in *Harvard Business Law Review*, 2020, p. 23 ss. La SEC precisa inoltre che la *full and fair disclosure* deve fornire informazioni sufficienti perché l'investitore possa assumere una decisione informata e utilizza per la *materiality* il criterio di *Basic v. Levinson*.

²⁷⁵ *Ibidem*, p. 27, ove si osserva che il riferimento ai soli *material facts* implica una selezione potenzialmente discrezionale da parte del *broker-dealer*.

3.6.1.1. *La nozione di fatto materiale: lo standard della reasonable person e l'approccio casistico.*

Ai sensi di *Regulation Best Interest*, il *broker-dealer* è tenuto ad identificare e divulgare in forma scritta tutti i fatti materiali rilevanti in relazione alla raccomandazione fornita al cliente *retail*.

Determinare la materialità dell'informazione rappresenta un profilo di complessità applicativa rilevante in quanto implica una valutazione caso per caso, incentrata sul contesto specifico della raccomandazione e sulla natura del rapporto intercorrente tra le parti.

Il Regolamento individua una serie di categorie informative espressamente soggette a obbligo di *disclosure*, tra cui:

- i. la natura del ruolo ricoperto dal *broker-dealer* al momento della raccomandazione;
- ii. le commissioni e i costi materiali relativi a conti, strumenti o transazioni del cliente;
- iii. la tipologia e finalità dei servizi offerti;
- iv. la sussistenza di conflitti di interesse materiali.²⁷⁶

Tale elencazione normativa non è esaustiva: ulteriori elementi informativi, pur non specificamente tipizzati, devono essere oggetto di *disclosure* qualora qualificabili come *material facts* ai sensi dello standard interpretativo elaborato dalla giurisprudenza statunitense. Tra questi si segnalano, a titolo esemplificativo: l'eventuale impegno del *broker-dealer* a svolgere attività di monitoraggio del conto, la struttura di bilanciamento richiesta per i conti d'intermediazione, le ragioni sottostanti alla raccomandazione, nonché i rischi associati alla stessa.²⁷⁷

A tal fine, la SEC richiama espressamente il criterio di materialità elaborato dalla Corte Suprema in *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* e successivamente recepito, nell'ambito della Rule 10b-5, da *Basic Inc. v. Levinson*.²⁷⁸ In base a tale principio, la materialità ricorre

²⁷⁶ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., pp. 180-185.

²⁷⁷ SEC, *Regulation Best Interest: Compliance Guide for Small Firms*, §§ 2.1-2.3; *Federal Register*, 84, 2019, pp. 33.358-33.359; v. altresì, A. SZAPIRO, *Morningstar Letter*, 7 agosto 2018.

²⁷⁸ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 448-449 (1976); *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-232 (1988), che recepisce espressamente, nell'ambito della § 10(b) e della Rule 10b-5, il criterio di materialità precedentemente elaborato in *TSC Industries*. Cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit., p. 33349 ss.

qualora sussista una “substantial likelihood that a reasonable investor would consider it important in making an investment decision”.²⁷⁹

Si tratta di uno standard oggettivo, in quanto la materialità non è determinata in funzione della rilevanza attribuita all’informazione dal singolo investitore destinatario della raccomandazione, ma viene apprezzata assumendo quale parametro la figura astratta del *reasonable investor*.²⁸⁰ La natura oggettiva del parametro non esclude, peraltro, il carattere necessariamente casistico del giudizio, che deve essere condotto alla luce delle circostanze del caso concreto e del complessivo quadro informativo disponibile.²⁸¹

Tale impostazione, per quanto coerente con l’impianto antifrode delle *securities laws*, espone il *broker-dealer* a margini di incertezza rilevanti nella misura in cui la qualificazione di un’informazione come “materiale” non può essere stabilita a priori con assoluta certezza. Ne consegue che l’intermediario è tenuto ad adottare un criterio di diligenza rafforzata, ispirato al principio di *abundant caution*, nel selezionare le informazioni da comunicare.

In attesa di ulteriori chiarimenti normativi e giurisprudenziali, e come sottolineato da alcuni commentatori, appare opportuno che i *broker-dealers* si conformino a un approccio precauzionale, fondato:

- i. su una lettura estensiva delle voci di *disclosure* specificamente previste da Reg. BI;
- ii. su un giudizio di ragionevolezza in chiave *ex ante*; e, ove sussistano dubbi,
- iii. sull’opportunità di procedere comunque alla *disclosure*, al fine di prevenire profili di responsabilità regolatoria o contenziosa.²⁸²

²⁷⁹ *Basic Inc. v. Levinson*, cit., pp. 231-232: ai fini della materialità deve sussistere una *substantial likelihood* che la divulgazione dell’informazione sarebbe stata considerata dal *reasonable investor* idonea ad alterare significativamente il *total mix* delle informazioni disponibili. Sul carattere necessariamente contestuale dell’accertamento della materialità, v. altresì *ivi*, pp. 238-240.

²⁸⁰ Il riferimento al *reasonable investor* costituisce la declinazione, nell’ambito della disciplina dei mercati finanziari, del più generale paradigma della *reasonable person* elaborato dalla *common law*, e in particolare dalla *tort law*. Il parametro assume, tuttavia, una connotazione specifica in ragione del contesto nel quale è destinato a operare: la ragionevolezza viene apprezzata non dalla prospettiva dell’individuo genericamente considerato, bensì da quella dell’investitore posto dinanzi a una decisione finanziaria. Sul rapporto tra le due figure e sulle difficoltà connesse alla determinazione delle caratteristiche da attribuire al *reasonable investor*, v. A. M. ROSE, *The “Reasonable Investor” of Federal Securities Law: Insights from Tort Law’s “Reasonable Person” & Suggested Reforms*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 43, 2017, p. 77 ss.

²⁸¹ *Basic Inc. v. Levinson*, cit., pp. 238-240. La Corte respinge, in particolare, l’adozione di criteri rigidi di materialità e riconduce il relativo accertamento a una valutazione contestuale delle circostanze rilevanti.

²⁸² D. COHEN, *Disclosure under Reg BI: From Reasonableness to Full and Fairness*, in *Harvard Business Law Review*, 2020, p. 23 ss.

3.6.2. Care obligation e valutazione di costi e rischi

La *Care Obligation*, quale componente strutturale di *Regulation Best Interest*, impone ai *broker-dealers* un livello di diligenza significativamente più elevato rispetto al *suitability standard* previsto dalle norme FINRA.²⁸³ Mentre l'obbligo di *disclosure* si concentra sulla trasparenza nei confronti del cliente *retail*, l'obbligo di cura fa leva sulle conoscenze, le competenze e la diligenza professionale del *broker-dealer*, richiedendo una valutazione tecnica delle raccomandazioni fornite.

In stretta analogia con la FINRA *Rule 2111*, che articola il concetto di *suitability* in tre sotto-obblighi distinti – *reasonable-basis suitability*, *customer-specific suitability* e *quantitative suitability* –²⁸⁴ la *Care Obligation* si sostanzia nella necessità, per il *broker*, di esercitare “ragionevole diligenza, cura e competenza” nella formulazione di una raccomandazione, tenendo conto dei rischi potenziali, dei benefici attesi e dei costi associati al prodotto, alla strategia o al tipo di conto suggerito.

In particolare, Reg. BI attribuisce un rilievo centrale al profilo del cliente, imponendo un'analisi personalizzata che tenga conto non solo degli obiettivi finanziari e della tolleranza al rischio, ma anche della situazione patrimoniale, delle preferenze dichiarate e dell'orizzonte temporale di investimento.²⁸⁵

La valutazione dei rischi costituisce un elemento imprescindibile. Ogni raccomandazione, per sua natura, incorpora una certa dose di rischio. Tuttavia, la natura, l'intensità e la rilevanza del rischio possono variare notevolmente in funzione della complessità dello strumento, della liquidità, della volatilità, della struttura dei costi e della coerenza con il profilo complessivo del cliente. Ne consegue che il *broker-dealer* è tenuto a comprendere a fondo la natura intrinseca del rischio connesso al prodotto raccomandato, ed è altresì chiamato a ponderare i benefici attesi in rapporto ai costi sostenuti dall'investitore.²⁸⁶

A tal riguardo, la *Final Rule* enfatizza in più passaggi l'importanza di considerare i costi come fattore determinante nella valutazione dell'interesse del cliente. Sebbene Reg. BI

²⁸³ *Regulation Best Interest – The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Securities Exchange Act Release No. 34-86031, in *Federal Register*, 84, 2019, p. 33.318 ss.

²⁸⁴ FINRA *Rule 2111 (Suitability)*.

²⁸⁵ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 33.336, ove si precisa che il *Care Obligation* richiede al *broker-dealer* di avere una ragionevole base per ritenere che ogni raccomandazione sia nel miglior interesse del cliente retail.

²⁸⁶ *Ibidem*, p. 33.337, ove si sottolinea che la comprensione dei prodotti di investimento, dei relativi rischi e costi costituisce un elemento essenziale del *Care Obligation*.

non imponga formalmente l'obbligo di documentare ogni raccomandazione, appare prudente - soprattutto in presenza di costi elevati o strutture commissionali complesse - dotarsi di procedure interne che consentano di dimostrare il processo valutativo adottato, anche in ottica di futura verifica ispettiva o giudiziaria.²⁸⁷

Va altresì sottolineato che la *Care Obligation* non impone l'eliminazione di rischi o costi, bensì una valutazione comparativa ragionevole, finalizzata a stabilire che, nel complesso, la raccomandazione sia coerente con il miglior interesse del cliente. Tale impostazione evoca una stretta parentela concettuale con il *Best Execution Standard* di FINRA, che, sebbene storicamente riferito all'esecuzione di ordini e non alla consulenza, viene implicitamente richiamato da Reg. BI come criterio ausiliario nella valutazione dell'effettività della raccomandazione.²⁸⁸

La FINRA *Rule 5310*, rubricata *Best Execution and Interpositioning*, impone infatti ai membri l'obbligo di esercitare "*reasonable diligence*" al fine di garantire che la transazione venga eseguita al miglior prezzo possibile, tenuto conto delle condizioni di mercato. La SEC, nella *Final Rule*, incoraggia i *broker-dealers* a ispirarsi a tale standard, non nel senso di individuare il prodotto con il prezzo più basso, bensì nel considerare il costo come uno dei molteplici elementi che concorrono alla qualità complessiva della raccomandazione.²⁸⁹

Il richiamo esplicito a tale standard mira a facilitare la transizione verso un modello di consulenza più rigoroso e orientato alla tutela del cliente, promuovendo, al contempo, l'integrazione tra le *best practices* già consolidate nel settore e le nuove esigenze normative introdotte da Reg. BI.

3.6.2.1. *L'obbligo di diligenza nelle raccomandazioni personalizzate e nella gestione di operazioni multiple*

La seconda componente dell'obbligo di diligenza, ispirata al concetto di *customer-specific suitability* previsto dalla FINRA *Rule 2111*, impone al *broker-dealer* di esercitare ragionevole diligenza, competenza e accuratezza nella valutazione della

²⁸⁷ SEC, *Compliance Guide for Small Entities – Regulation Best Interest*.

²⁸⁸ Cfr. FINRA *Rule 5310 (Best Execution and Interpositioning)* e SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 33.340, che richiama il rilievo del fattore costo quale criterio di qualità dell'operazione.

²⁸⁹ *Ibidem*, ove la SEC chiarisce che il *best interest* non implica necessariamente la raccomandazione a minor costo, ma richiede che il costo sia valutato come componente centrale del processo decisionale.

raccomandazione, tenendo conto delle caratteristiche individuali del cliente.²⁹⁰ In tal senso, è necessario un esame puntuale del profilo di investimento, basato su informazioni concrete e documentate, tra cui: età, reddito, situazione patrimoniale, stato fiscale, obiettivi di investimento, esperienza pregressa, orizzonte temporale, tolleranza al rischio, esigenze di liquidità e ogni altra informazione rilevante comunicata dal cliente.²⁹¹ Non tutte queste informazioni devono essere necessariamente raccolte in ogni circostanza, ma è imprescindibile che il *broker-dealer* analizzi quelle pertinenti e sufficienti a sostenere una decisione coerente con il *best interest* standard.

Tale approccio comporta, inoltre, un confronto tra le alternative ragionevolmente disponibili al momento della raccomandazione, requisito che eleva il livello di analisi rispetto alla mera idoneità dello strumento, configurando una valutazione comparativa sostanziale.²⁹²

La terza componente dell'obbligo di diligenza, corrispondente alla *quantitative suitability* prevista dalla FINRA *Rule* 2111.05, estende il controllo anche alla sequenza e frequenza delle raccomandazioni, al fine di impedire pratiche abusive quali il *churning*, ossia l'eccessiva sollecitazione all'investimento motivata unicamente dalla finalità di generare commissioni a vantaggio dell'intermediario.²⁹³ In questo contesto, *Regulation Best Interest* si discosta significativamente dalla disciplina previgente: non è richiesta la discrezionalità del conto, in quanto l'obbligo si attiva anche in assenza di controllo formale da parte del *broker*.²⁹⁴

Ulteriore novità risiede nella necessità di valutare l'intera relazione intrattenuta dal cliente con l'impresa, tenendo conto dell'eventualità che più *broker*, operanti all'interno dello stesso intermediario, formulino raccomandazioni separate. Questo principio impone

²⁹⁰ FINRA Rule 2111(b), che impone l'obbligo di *reasonable diligence* nella valutazione dell'adeguatezza della raccomandazione: "A member must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer based on the information obtained through reasonable diligence."

²⁹¹ SEC, *Compliance Guide for Small Entities – Regulation Best Interest*, cit., p. 9, ove si elencano gli elementi dell'*investment profile* del cliente retail: "The retail customer's investment profile includes, but is not limited to, the customer's age, financial situation and needs, tax status, investment objectives, and risk tolerance."

²⁹² SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 33.339, che impone la considerazione delle alternative ragionevolmente disponibili: "The broker-dealer must consider reasonably available alternatives to determine whether the recommendation is in the best interest of the retail customer."

²⁹³ FINRA Rule 2111.05(c): "Quantitative suitability requires that a member or an associated person who has control over a customer account must have a reasonable basis for believing that a series of recommended transactions is not excessive and is suitable."

²⁹⁴ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 33.340, che evidenzia come Reg. BI trovi applicazione anche in assenza di controllo, di fatto o di diritto, del conto da parte del broker: "Unlike FINRA's quantitative suitability standard, Reg BI applies regardless of whether the broker-dealer has actual or de facto control over the account."

una visione olistica dell'operatività e rende ineludibile l'integrazione tra compliance individuale e struttura organizzativa.²⁹⁵

La conformità alla *Care Obligation* richiede, pertanto, che il *broker-dealer* comprenda pienamente rischi, costi, caratteristiche strutturali e implicazioni operative delle raccomandazioni, e agisca in maniera competente, anteponendo sistematicamente gli interessi del cliente ai propri.²⁹⁶ Pur riconoscendo la complessità del contesto operativo, la SEC ha esplicitamente precisato che non si richiede la perfezione nella raccomandazione, ma un livello di diligenza professionale elevato e dimostrabile.²⁹⁷

L'adempimento dell'obbligo deve essere valutato caso per caso in base alle circostanze concrete della raccomandazione. Nei casi in cui vengano suggeriti strumenti a rischio elevato - come le rendite vitalizie variabili o prodotti con leva finanziaria - è richiesto un controllo rafforzato volto a verificare che la raccomandazione sia effettivamente allineata con il miglior interesse del cliente.²⁹⁸

3.6.3. *Conflict of interest obligation e gestione degli incentivi distorsivi*

Accanto alla *Disclosure Obligation*, la *Conflict of Interest Obligation* costituisce una componente essenziale dell'assetto predisposto da *Regulation Best Interest* per il trattamento dei conflitti suscettibili di incidere sulle raccomandazioni rivolte al *retail customer*.²⁹⁹ A tal fine, la Rule impone ai *broker-dealers* l'adozione di politiche e procedure scritte ragionevolmente concepite (*reasonably designed*) per perseguire quattro distinti obiettivi:

- i. Identificare e, per lo meno, divulgare - ovvero, ove possibile, eliminare - tutti i conflitti di interesse connessi alla raccomandazione formulata al cliente retail;

²⁹⁵ *Ibidem*.

²⁹⁶ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 33.342, ove si afferma che i *broker-dealers* devono agire con diligenza e competenza, anteponendo l'interesse del cliente al proprio: "Broker-dealers must act with diligence and competence, and must put the customer's interest ahead of their own."

²⁹⁷ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 33.343, ove si precisa che l'obbligo non costituisce una garanzia di risultato, ma un'aspettativa di cura professionale: "The obligation is not a guarantee of performance, but rather an expectation of professional care and diligence."

²⁹⁸ *Ibidem*, ove si richiede uno scrutinio rafforzato per le raccomandazioni aventi ad oggetto prodotti complessi o ad alto rischio: "Recommendations involving high-risk or complex products require heightened scrutiny to ensure alignment with the retail customer's best interest."

²⁹⁹ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 33.359, che distingue la *Conflict of Interest Obligation* dallo standard fiduciario, imponendo la mitigazione o eliminazione dei conflitti: "The Conflict of Interest Obligation, along with the Disclosure Obligation, differentiates Reg BI from a fiduciary standard by requiring broker-dealers to mitigate or eliminate conflicts, rather than simply disclose them."

- ii. Individuare e mitigare qualsivoglia conflitto che possa generare incentivi distorsivi per le persone fisiche associate al *broker-dealer*, tali da indurle ad anteporre il proprio interesse o quello dell'intermediario a quello dell'investitore;
- iii. Riconoscere e segnalare eventuali restrizioni materiali riguardanti le raccomandazioni di specifici strumenti finanziari o strategie di investimento, unitamente ai conflitti di interesse a questi correlati, al fine di prevenire forme di condotta orientate alla promozione di interessi personali;
- iv. Eliminare integralmente forme di incentivazione particolarmente aggressive, quali *sales contests*, quote di vendita, *bonus* monetari e incentivi non monetari legati alla promozione di specifici titoli o categorie di strumenti entro un arco temporale limitato.³⁰⁰

Tale obbligo si fonda sulla finalità sistemica di impedire che le raccomandazioni d'investimento siano orientate da interessi propri dell'intermediario piuttosto che dalle esigenze dell'investitore e si pone come meccanismo di prevenzione strutturale di condotte opportunistiche. L'obiettivo non è soltanto quello di garantire trasparenza, ma di attenuare, neutralizzare o eliminare quegli assetti di incentivazione che, nella prassi, potrebbero generare *bias* comportamentali a scapito del cliente *retail*, minando l'integrità delle raccomandazioni di investimento dei professionisti finanziari.³⁰¹

Tra le fattispecie maggiormente colpite dalla normativa si segnalano le pratiche legate a *contest* promozionali, distribuzione di prodotti proprietari, sistemi premianti interni, compensi accessori o commissioni differenziate che possono indurre comportamenti devianti rispetto al *best interest* del cliente.³⁰²

Diversamente dal paradigma fiduciario proprio degli *investment advisers*, il quale tende a postulare l'eliminazione, o quantomeno la neutralizzazione dei conflitti di interesse in funzione della preminenza dell'interesse del cliente, Regulation Best Interest si colloca su un

³⁰⁰ *Ibidem*, p. 33.360, che richiede l'eliminazione di concorsi di vendita, quote e incentivi non monetari legati alla vendita di specifici strumenti finanziari: "Sales contests, sales quotas, bonuses, and non-cash compensation based on the sale of specific securities within a limited time frame must be eliminated."

³⁰¹ SEC, *Compliance Guide for Small Entities – Regulation Best Interest*, cit., p. 12, che evidenzia la natura strutturale dell'obbligo di gestione dei conflitti: "The obligation is not merely procedural: it is designed to address structurally the ways in which compensation and incentive structures may misalign the interests of broker-dealers and their retail customers."

³⁰² FINRA Rules 2320 e 2111, con particolare riferimento alle interpretazioni contenute in *Notice to Members* 99-55 e *Regulatory Notice* 11-02.

piano meno rigoroso, ammettendo la persistenza di tali conflitti purché adeguatamente gestiti attraverso presidi di mitigazione e obblighi di *disclosure*.

Una simile opzione regolatoria non appare casuale, essendo piuttosto il riflesso di un consapevole bilanciamento, già esaminato, tra rafforzamento della tutela dell'investitore e conservazione dei caratteri propri del modello di *brokerage*.³⁰³

È altresì importante sottolineare come l'osservanza della *Conflict of Interest Obligation*, pur rappresentando un adempimento autonomo ai fini di Reg. BI, non implichi automaticamente la conformità alle FINRA *Rules* in materia di conflitti di interesse. Le norme FINRA, infatti, tendono a disciplinare specifiche tipologie di condotta (es. vendite sotto pressione, uso di prodotti proprietari, incentivi economici), mentre Reg. BI introduce un dovere generale di gestione dei conflitti che opera su un piano più ampio e sistemico, a livello tanto individuale quanto organizzativo.³⁰⁴

I *broker-dealers*, pertanto, devono non solo rispettare simultaneamente entrambi i regimi normativi, ma anche predisporre meccanismi in grado di intercettare conflitti ulteriori, non necessariamente tipizzati dalle FINRA *Rules*, ma comunque rilevanti ai fini del rispetto del *best interest standard*.

3.6.3.1. Limitazioni sui prodotti oggetto di raccomandazione

Nella versione originaria di *Regulation Best Interest*, la Commissione individuava, tra le principali manifestazioni di conflitto d'interesse, la presenza di restrizioni materiali sulla gamma dei prodotti raccomandabili (*any material limitations on securities that may be recommended to a retail customer*), nonché la previsione di incentivi quali *sales conflicts*, *sales quotas*, *bonuses and non-cash compensation* legati alla vendita di specifici strumenti finanziari o categorie di titoli entro un arco temporale determinato.³⁰⁵ Tale elencazione, pur non esaustiva,

³⁰³ Sul dibattito relativo all'estensione di uno standard fiduciario ai *broker-dealers* e sul contemperamento tra rafforzamento della tutela dell'investitore e preservazione delle caratteristiche strutturali del modello di *brokerage*, v. supra, §§ 2.2–2.5; sul ruolo assunto, in tale contesto, dalla struttura remunerativa *commission-based*, v. supra, § 2.2–2.5. Cfr. altresì A. B. LABY, *Conflicted Investment Advice and the Fiduciary Standard Debate*, in *Washington Law Review*, vol. 91, 2016, p. 195 ss.

³⁰⁴ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 33.362, che chiarisce la portata generale dell'obbligo di gestione dei conflitti rispetto alle FINRA rules: "While FINRA rules provide guidance on specific conflicts, Reg BI imposes an overarching obligation that requires firms to address all material conflicts, including those not specifically addressed by FINRA."

³⁰⁵ SEC, *Proposed Rule: Regulation Best Interest*, Securities Exchange Act Release No. 34-83062, p. 21.655.

evidenziava l'intento della Commissione di colpire qualsiasi fattispecie che potesse “*place the interest of the broker-dealer ahead of the interest of the retail customer*”.

Tra gli obblighi operativi imposti ai *broker-dealers* si annoverava la predisposizione di un apparato procedurale formalizzato, soggetto a revisione periodica, da attivare ogniqualvolta si verificasse un cambiamento nella gamma dei prodotti offerti o nelle modalità di remunerazione al fine di garantire la gestione proattiva dei conflitti potenziali.³⁰⁶

3.6.3.2. *Material Limitations*

Uno degli aspetti più problematici nella formulazione originaria riguardava l'obbligo di identificare e rendere nota la presenza di restrizioni materiali (*material limitations*) sulla gamma dei prodotti di investimento oggetto di raccomandazione. Sebbene non venisse imposto un divieto assoluto a tali limitazioni, la necessità di valutarne la “materialità” poneva evidenti difficoltà applicative.

A titolo esemplificativo, la SEC indicava come possibili “limitazioni materiali”:

- i. la promozione esclusiva di prodotti proprietari;
- ii. l'offerta vincolata da accordi con terze parti (es. *revenue sharing* o commissioni su fondi comuni);
- iii. la selezione di un insieme ristretto di emittenti;
- iv. l'accesso riservato alle IPO a clienti selezionati.³⁰⁷

In tali ipotesi, la normativa prevedeva l'obbligo per l'intermediario di dichiarare espressamente la restrizione e di attivare misure di mitigazione del conflitto, permanendo tuttavia ampie zone d'ombra per le casistiche non tipizzate.

Nella fase successiva alla consultazione pubblica, la SEC ha accolto le numerose osservazioni critiche in merito all'indeterminatezza del riferimento alla “materialità” delle raccomandazioni, intervenendo nella *Final Rule* con la soppressione del relativo termine. Tale modifica ha comportato un ampliamento significativo dell'ambito oggettivo della *Conflict of Interest Obligation*, la quale si applica ora a prescindere dal grado di rilevanza del conflitto,

³⁰⁶ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 33.370.

³⁰⁷ *Ibidem*, p. 33.371, ove si indicano esempi di *material limitations*: “Material limitations may include proprietary products, revenue-sharing arrangements, or access to IPOs restricted to certain clients.”

determinando un innalzamento sostanziale della soglia di conformità richiesta agli intermediari.

Tale evoluzione ha rafforzato la portata sostanziale dell'obbligo, ma ha altresì alimentato nuove perplessità circa la prevedibilità della norma in assenza di ulteriori chiarimenti interpretativi. La mancanza di criteri determinati nella qualificazione dei conflitti suscita, infatti, il rischio concreto di disomogeneità applicativa, rendendo auspicabile un ulteriore intervento chiarificatore da parte dell'autorità regolatoria.

3.6.3.3. *Misure correttive*

La *Final Rule* introduce una tripartizione operativa delle misure da adottare, graduata in funzione della natura e dell'intensità del conflitto, nonché del livello (aziendale o relazionale) in cui esso si manifesta:

- i. i *conflitti a livello aziendale* possono essere gestiti mediante *disclosure* preventiva e chiara, ritenuta misura sufficiente nei casi di minor intensità o di carattere sistemico non personalizzato;
- ii. i *conflitti nell'interazione diretta con il cliente* richiedono un intervento di mitigazione effettiva, oltre alla *disclosure*, in ragione della loro incidenza sul processo di raccomandazione individualizzata; mentre
- iii. i *conflitti strutturalmente pregiudizievoli* devono essere eliminati, soprattutto nei casi in cui la loro permanenza sia tale da minare la possibilità stessa di formulare raccomandazioni nell'interesse del cliente retail.

Tale schema riflette una concezione regolatoria pragmatica, fondata sul riconoscimento della fisiologica compresenza di interessi concorrenti nell'attività dei *broker-dealers* e, al contempo, sulla necessità di contenerne l'effetto distorsivo attraverso un equilibrio tra misure procedurali e sostanziali, volto ad impedire che i relativi incentivi economici possano condizionare la formulazione della raccomandazione sino a determinare l'anteposizione dell'interesse dell'intermediario a quello del *retail customer*. L'eliminazione del conflitto non viene, pertanto, imposta in via generalizzata, bensì riservata a specifiche fattispecie eccezionali caratterizzate da un potenziale lesivo non altrimenti neutralizzabile.³⁰⁸

³⁰⁸ *Federal Register*, 84, 2019, p. 33.321.

3.6.3.4. Modalità di compenso come fattore critico nella gestione dei conflitti di interesse

All'interno della *Final Rule*, la Commissione ha indicato un insieme di misure concrete atte a supportare i *broker-dealers* nell'adempimento della *Conflict of Interest Obligation*, con particolare riferimento ai meccanismi di compenso, riconosciuti come area ad elevato rischio di incentivo distorsivo.³⁰⁹

Pur non assumendo valore tassativo, tale elencazione rappresenta un utile riferimento operativo al fine di orientare le politiche interne di mitigazione, soprattutto in relazione alla progettazione dei sistemi retributivi. In particolare, Reg. BI raccomanda:

- i. di evitare pratiche di transazione eccessiva (*churning*), finalizzate esclusivamente alla moltiplicazione delle commissioni in assenza di un'effettiva giustificazione di portafoglio;³¹⁰
- ii. di ridurre al minimo gli incentivi economici collegati alla preferenza per un determinato tipo di conto, prodotto o *provider*, incoraggiando invece strutture retributive fondate su criteri obiettivi e non discriminatori;³¹¹
- iii. di eliminare gli incentivi monetari in caso di prodotti economicamente equivalenti, ad esempio limitando il *credit* riconosciuto a persone associate in relazione alla distribuzione di fondi comuni di investimento o prodotti simili provenienti da fornitori differenti;³¹²
- iv. di implementare procedure di supervisione rafforzata, mirate a monitorare le raccomandazioni che coinvolgano:
 - a. soglie retributive sensibili,
 - b. strumenti con elevata marginalità,
 - c. trasferimenti di attivi tra conti o classi di prodotti differenti;³¹³

³⁰⁹ SEC, *Regulation Best Interest – The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit., p. 227 ss.

³¹⁰ Cfr. FINRA Rule 2111.05(c); v. altresì SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 228.

³¹¹ *Ibidem*, p. 229.

³¹² *Ivi*, p. 230.

³¹³ *Ivi*, p. 231.

- v. di prevedere meccanismi sanzionatori interni, mediante la riduzione o revoca della componente variabile di compenso nei confronti di soggetti che non abbiano adeguatamente gestito i conflitti d'interesse di cui sono responsabili;³¹⁴
- vi. di introdurre limitazioni selettive sull'universo di clientela *retail* destinataria di determinati prodotti, transazioni o strategie, qualora questi comportino rischi o oneri tali da comprometterne l'adeguatezza rispetto al profilo individuale del cliente.³¹⁵

Tali indicazioni, lungi dal configurarsi come un vincolo regolatorio rigido, esprimono la volontà della SEC di orientare l'operatività degli intermediari verso un approccio *principle-based*, fondato sull'identificazione e mitigazione effettiva degli incentivi che potrebbero indurre condotte in conflitto con l'interesse dell'investitore *retail*.

3.6.4. Compliance obligation e presidi organizzativi

La *Compliance Obligation* rappresenta la dimensione organizzativo-strutturale di *Regulation Best Interest*, imponendo ai *broker-dealers* l'adozione di assetti procedurali formalizzati e ragionevolmente calibrati al fine di assicurare una conformità non meramente formale, ma sostanziale, allo standard di *best interest*.³¹⁶

A differenza della versione originaria contemplata dalla *Proposed Rule*, in cui tale obbligo era incorporato nella *Conflict of Interest Obligation*, la *Final Rule* lo configura quale requisito autonomo e trasversale, dotato di valenza precettiva generale, applicabile a tutte le componenti regolatorie di Reg. BI.³¹⁷

Tali presidi devono essere costruiti secondo criteri di chiarezza, verificabilità e proporzionalità rispetto alla complessità operativa dell'intermediario, articolandosi in una serie di elementi essenziali. In primo luogo, si richiede un sistema strutturato di raccolta e aggiornamento continuo delle informazioni rilevanti ai fini della profilazione dell'investitore,

³¹⁴ *Ivi*, p. 232; v. altresì SEC, *Compliance Guide for Small Entities – Regulation Best Interest*, cit., § 3.4.

³¹⁵ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 233; v. altresì SEC, *Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers – Account Recommendations for Retail Investors*, 30 marzo 2022.

³¹⁶ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., § III.B.4.

³¹⁷ *Ibidem*, p. 255, ove si sottolinea la funzione autonoma del *Compliance Obligation*: “We are adopting the Compliance Obligation as a separate and distinct obligation to reinforce the need for a firm-wide culture of compliance.”

comprehensive degli obiettivi di investimento, della situazione finanziaria, del livello di esperienza e della propensione al rischio.³¹⁸

A ciò si affianca la necessità di predisporre meccanismi idonei a consentire una valutazione comparativa tra le diverse alternative di investimento, che non si esaurisca nel mero giudizio di adeguatezza, ma tenga conto del grado di effettiva rispondenza rispetto all'interesse primario del cliente.³¹⁹

Ulteriore elemento imprescindibile è rappresentato dall'integrazione di presidi efficaci per l'individuazione, la gestione e la mitigazione dei conflitti di interesse, in coerenza con quanto previsto dalla *Conflict of Interest Obligation*, nonché dall'istituzione di sistemi di monitoraggio e supervisione delle raccomandazioni formulate, finalizzati a verificarne la coerenza con lo standard di *best interest* e l'aderenza alle procedure interne.³²⁰

La SEC ha chiarito che, nella predisposizione delle misure di conformità, ogni intermediario deve tenere conto della struttura e della specificità delle proprie operazioni, modellando le procedure in modo tale da:

- i. prevenire la violazione degli obblighi regolamentari;
- ii. rilevare tempestivamente eventuali inosservanze; e
- iii. porvi rimedio con prontezza ed efficacia.³²¹

A differenza della *Conflict of Interest Obligation*, che specifica gli obiettivi da conseguire mediante politiche aziendali, la *Compliance Obligation* si distingue per una maggiore elasticità strutturale, lasciando agli operatori ampia discrezionalità nella definizione del proprio sistema interno di *compliance*, proporzionato alla dimensione dell'impresa, alla natura della clientela, al modello di *business* e alla complessità organizzativa.

Tuttavia, la Commissione ha puntualizzato come, in funzione della dimensione e della sofisticazione operativa del *broker-dealer*, un programma di *compliance* progettato secondo criteri di ragionevolezza dovrebbe includere, oltre alla formalizzazione di *policies ad hoc*, anche specifici strumenti strutturali, quali sistemi di controllo interni, procedure di rimedio e

³¹⁸ SEC, *Regulation Best Interest: A Small Entity Compliance Guide*, giugno 2020, p. 11.

³¹⁹ H. BONE, *The Evolving Compliance Landscape under Reg BI*, in *Securities Regulation Journal*, 49, 2021, n. 2, p. 145 ss.

³²⁰ FINRA, *Reg BI and Form CRS Firm Checklist*, agosto 2020.

³²¹ *Ibidem*, p. 256: “[...] how to design such policies and procedures to prevent violations from occurring, detect violations that have occurred, and to correct promptly any violations that have occurred.”

gestione delle non conformità, percorsi di formazione continua per il personale coinvolto e attività periodiche di *review* e *testing* delle misure adottate.³²²

3.6.4.1 Il requisito di registrazione e conservazione documentale

Tra le innovazioni introdotte da Reg. BI, particolare rilievo assumono gli obblighi di registrazione e conservazione documentale, concepiti non già come meri adempimenti formali, bensì quali strumenti funzionali alla dimostrazione dell'effettiva osservanza dei precetti regolatori.

In forza di tali obblighi, i *broker-dealers* sono tenuti a mantenere, per ciascun *retail customer* destinatario di una raccomandazione concernente strumenti finanziari, appositi registri che documentino:

- i. tutte le informazioni raccolte e/o comunicate al cliente in applicazione di Reg. BI;
- ii. l'identità della persona fisica responsabile della gestione del conto.³²³

L'obbligo si estende sia alle informazioni acquisite in forma scritta, sia a quelle fornite oralmente o per via elettronica, a condizione che la trasmissione sia debitamente documentata. In tal senso, ad esempio, laddove un'informazione rilevante venga comunicata verbalmente in esecuzione della *Disclosure Obligation*, il *broker-dealer* dovrà procedere a registrare per iscritto l'avvenuta comunicazione, con indicazione della modalità, del contenuto e del destinatario.³²⁴

Il *broker-dealer* è esonerato dal dovere di aggiornare i registri qualora il cliente al dettaglio si mostri negligente, reticente o incapace di fornire le informazioni richieste; tale circostanza, tuttavia, dovrà essere specificamente documentata.³²⁵

Secondo quanto affermato dalla SEC, i nuovi requisiti non hanno finalità sanzionatoria né sono destinati a gravare ulteriormente sull'onerosità amministrativa degli intermediari. Piuttosto, si configurano come presidi documentali minimi per assicurare la tracciabilità dell'attività consulenziale e per consentire alla Commissione, in sede ispettiva o di

³²² Ibidem, p. 258: “[...] depending on the size and complexity of the firm, a reasonably designed compliance program generally would also include: controls; remediation of non-compliance; training; and periodic review and testing.”

³²³ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit., p. 309.

³²⁴ Ibidem, pp. 310-311.

³²⁵ *Ivi*.

enforcement, di effettuare una valutazione *ex ante* della conformità, basata sulle circostanze di fatto e sulla documentazione conservata.³²⁶

La SEC ha inoltre chiarito che i *broker-dealers* potranno fare affidamento su documentazione già esistente (ad esempio, redatta in ossequio alle disposizioni della FINRA *Suitability Rule* o del *Securities Exchange Act* del 1934), purché le registrazioni siano aggiornate, coerenti e facilmente accessibili.³²⁷

In tale contesto, sarà essenziale che l'intermediario sia in grado di illustrare, seppure in termini generali, le metodologie adottate per valutare l'allineamento tra le raccomandazioni formulate e l'interesse del cliente, nonché di dimostrare come tali metodologie siano state concretamente applicate nella specifica situazione oggetto di controllo.³²⁸

3.7. Disposizioni complementari e strumenti di trasparenza

Il completamento dell'assetto regolatorio è stato affidato a tre strumenti integrativi volti a precisare ulteriormente il perimetro e le modalità applicative del principio di miglior interesse.³²⁹ In particolare:

- i. *Form CRS*: un documento sintetico, redatto secondo modalità standardizzate, che *broker-dealer* e consulenti di investimento sono tenuti a consegnare agli investitori *retail* sin dall'instaurazione del rapporto. Esso contiene informazioni essenziali concernenti la natura dei servizi offerti, il regime retributivo, i conflitti di interesse potenziali e gli eventuali precedenti disciplinari dell'intermediario. La funzione è quella di consentire all'investitore una comprensione immediata e comparabile delle caratteristiche fondamentali del rapporto contrattuale proposto.³³⁰
- ii. *RIA Standard of Conduct*: mediante tale interpretazione, la SEC ha riaffermato l'obbligo fiduciario pieno gravante sui *Registered Investment Advisers*, articolato nei doveri di lealtà, cura e trasparenza (v. *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 1963). L'obbligo fiduciario si estende all'intero spettro delle

³²⁶ *Ibidem*, p. 312: “[...] designed to provide a means by which a broker-dealer can demonstrate compliance with the substantive obligations under Reg BI.”

³²⁷ *Ibidem*, p. 313: “[...] firms are not required to duplicate records and may rely on existing documentation under the FINRA Suitability Rule or other applicable regulations.”

³²⁸ SEC, *Compliance Guide for Broker-Dealers on Regulation Best Interest*, 2020, p. 15.

³²⁹ *Regulation Best Interest*, cit.

³³⁰ SEC, *Form CRS Relationship Summary; Final Rule*, cit.

raccomandazioni, incluse quelle relative alla tipologia di conto da adottare o al trasferimento di *assets*.³³¹

- iii. *Solely Incidental Clarification*: tale sezione si propone di delimitare il campo di applicazione dell'esenzione prevista dall'*Investment Advisers Act* per le attività di consulenza che rivestano carattere "esclusivamente accessorio" rispetto all'attività di intermediazione. L'interpretazione fornita dalla SEC mira a evitare elusioni dell'obbligo di registrazione dei consulenti e a circoscrivere l'ambito delle attività consulenziali esercitabili da un *broker-dealer* al di fuori del perimetro degli obblighi fiduciari propri dei RIAs.³³²

3.7.1. Il Form CRS

Nel quadro sistematico delineato da *Regulation Best Interest*, un ruolo complementare, ma non sovrapponibile, rispetto alla *Disclosure Obligation* è svolto dal *Form CRS Relationship Summary* (di seguito, *Form CRS*), introdotto contestualmente alla nuova disciplina con l'intento di ridurre la confusione degli investitori *retail* circa le differenze strutturali tra *broker-dealers* e investment advisers.³³³

Ai sensi della *Rule 17a-14* del *Securities Exchange Act*, i *broker-dealers* sono tenuti a fornire il *Form CRS* all'investitore, in formato cartaceo o elettronico, prima o contestualmente all'instaurazione del rapporto contrattuale e all'erogazione dei relativi servizi.³³⁴ Il documento, di natura sintetica e standardizzata, si configura come una scheda informativa concisa (in genere non eccedente le due pagine per i *broker-dealers* o le quattro pagine in caso di registrazione duale come *investment adviser*), redatta in forma di domande e risposte.

Il contenuto del *Form CRS* include:

- i. informazioni generali sull'intermediario;
- ii. la natura e l'estensione del rapporto contrattuale con il cliente;
- iii. i servizi offerti;
- iv. lo standard di condotta applicabile;

³³¹ *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963).

³³² SEC, *Regulation Best Interest*, cit., *Solely Incidental Clarification*, p. 33450 ss.

³³³ SEC, *Form CRS Relationship Summary; Amendments to Form ADV*, cit., p. 5.

³³⁴ *Ibidem*, p. 14: "before or at the time the retail investor initiates a relationship with the firm."

- v. una sintesi dei costi e delle commissioni;
- vi. l'esistenza di eventuali conflitti di interesse;
- vii. il profilo disciplinare dell'impresa e dei suoi rappresentanti;
- viii. e ogni ulteriore informazione ritenuta significativa.³³⁵

Tale *disclosure*, tuttavia, ha carattere riassuntivo (*high-level summary*) e non si sostituisce all'obbligo di divulgazione analitica e dettagliata richiesto da Reg. BI. La SEC ha infatti chiarito che la sola consegna del *Form CRS* non è sufficiente a soddisfare gli obblighi informativi in capo al *broker-dealer*, i quali richiedono comunicazioni ulteriori, più approfondite e adattate al singolo cliente.³³⁶

Nondimeno, il *Form CRS* rappresenta uno strumento utile a favorire una maggiore trasparenza *ex ante*, soprattutto rispetto a informazioni che, per la loro tecnicità o opacità strutturale (quali la natura dei conflitti d'interesse o il regime delle commissioni), risultano difficilmente accessibili per l'investitore medio.

Pur incoraggiando l'adozione di un linguaggio chiaro e comprensibile, anche attraverso strumenti grafici o visuali, è importante notare che il regolamento non impone uno stile uniforme, lasciando ampia discrezionalità ai *broker-dealers* nella formulazione e presentazione del documento, purché vengano rispettati i requisiti sostanziali di chiarezza, sintesi e trasparenza.³³⁷

3.7.2. La clausola “solely incidental” e la persistente ambiguità regolatoria

Parallelamente all'adozione di *Regulation Best Interest*, la *Securities and Exchange Commission* è intervenuta sul tradizionale criterio di esclusione dei *broker-dealers* dalla definizione di *investment adviser*, fornendo una *Commission Interpretation* volta a chiarire il significato della clausola *solely incidental* prevista dalla *Section 202(a)(11)(C)* dell'*Investment Advisers Act* del 1940.³³⁸ L'intervento si inseriva all'interno di un più ampio tentativo di ridurre l'incertezza generata dalla crescente convergenza funzionale tra attività di intermediazione e

³³⁵ SEC, *Compliance Guide for Form CRS*, 2020, pp. 3-6.

³³⁶ SEC, *Final Rule, Regulation Best Interest*, cit., p. 321: “[...] the Form CRS does not, by itself, satisfy the Disclosure Obligation under Reg BI.”

³³⁷ *Ivi*, p. 325.

³³⁸ SEC, *Commission Interpretation Regarding the Solely Incidental Prong of the Broker-Dealer Exclusion from the Definition of Investment Adviser*, Release No. IA-5249, 84 Fed. Reg. 33681 (2019).

consulenza finanziaria, preservando al contempo la distinzione regolatoria tra *broker-dealers* e *investment advisers*.

Secondo l'interpretazione adottata dalla Commissione, una raccomandazione o attività consulenziale può essere considerata *solely incidental* all'attività di *brokerage* nella misura in cui risulti ragionevolmente connessa alla prestazione del servizio di intermediazione e non si traduca nell'assunzione di un rapporto continuativo di monitoraggio o gestione del portafoglio assimilabile a quello tipicamente instaurato dagli *investment advisers*.³³⁹ La formulazione di raccomandazioni personalizzate, incluse raccomandazioni concernenti strategie di investimento, non determina automaticamente la perdita dell'esclusione, purché tali attività restino accessorie rispetto alla funzione primaria di esecuzione e distribuzione svolta dall'intermediario.³⁴⁰

L'interpretazione fornita dalla SEC appare tuttavia suscettibile di perpetuare, più che eliminare integralmente, le ambiguità sottese alla distinzione categoriale tra le due figure professionali. La nozione di consulenza "ragionevolmente connessa" all'attività di intermediazione continua a presentare un ampio margine interpretativo, lasciando irrisolta la questione relativa al punto oltre il quale la raccomandazione finanziaria cessa di rappresentare un'attività ancillare per assumere autonoma rilevanza consulenziale.

La persistente elasticità della clausola assume particolare rilievo alla luce dell'evoluzione contemporanea dei modelli distributivi dei servizi finanziari. Alla tradizionale funzione di esecuzione delle operazioni si sono progressivamente affiancate, nell'attività dei *broker-dealers*, prestazioni a contenuto consulenziale, raccomandazioni personalizzate e forme di assistenza alla clientela che hanno contribuito ad attenuare, tanto sul piano dell'attività concretamente svolta quanto su quello della sua percezione da parte dell'investitore, la distinzione rispetto agli *investment advisers*.³⁴¹

Ne deriva che, lungi dal risolvere definitivamente il problema della delimitazione tra *brokerage* e *investment advice*, tale chiarimento sembra aver contribuito a trasferire sul

³³⁹ *Ibidem*, p. 33682 ss.

³⁴⁰ *Ibidem*, p. 33684 ss.

³⁴¹ Sul progressivo ampliamento della componente consulenziale dell'attività dei *broker-dealers* e sulla conseguente attenuazione della distinzione funzionale rispetto agli *investment advisers*, v. A. B. LABY, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Villanova Law Review*, vol. 55, 2010, p. 701 ss.; ID., *Selling Advice and Creating Expectations: Why Brokers Should Be Fiduciaries*, in *Washington Law Review*, vol. 87, 2012, p. 707 ss. Cfr. altresì SEC, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, gennaio 2011.

piano applicativo e interpretativo una tensione sistemica destinata a permanere all'interno dell'architettura regolatoria.

3.7.3. Restrizioni terminologiche all'uso del termine "Adviser" o "Advisor" da parte dei broker-dealer: impatto operativo per i dual registrants

Nel contesto delle misure previste da *Regulation Best Interest* a tutela della trasparenza informativa, un aspetto di rilievo è rappresentato dalle restrizioni sull'uso dei termini "*adviser*" o "*advisor*" da parte dei *broker-dealers*, in particolare con riferimento alla redazione del *Form CRS* e più in generale all'obbligo di disclosure della qualifica professionale.

Pur in assenza di una norma espressa e autonoma che vieti, in via generale, l'utilizzo dei termini in questione da parte dei *broker-dealers* a registrazione unica (*stand-alone broker-dealers*), la SEC ha chiarito che l'impiego improprio o ambiguo di tali denominazioni può costituire una violazione dell'obbligo di trasparenza sul ruolo effettivamente svolto nel rapporto con l'investitore *retail*.³⁴²

Alla base della posizione della Commissione vi è la constatazione empirica, ricavata anche da studi comportamentali, che gli investitori *retail* tendono ad attribuire al termine "*advisor*" una connotazione fiduciaria, associandolo automaticamente a soggetti disciplinati dall'*Investment Advisers Act* del 1940, e dunque titolari di obblighi di lealtà e cura più stringenti rispetto a quelli imposti ai *broker-dealers*.³⁴³

Ne consegue che l'utilizzo del termine "*advisor*" da parte di *broker-dealers* non registrati anche come *investment advisers* è considerato potenzialmente fuorviante, in quanto idoneo a generare un'erronea percezione della natura del rapporto professionale e del livello di tutela garantita all'investitore.

Di contro, i soggetti c.d. *dual registrants*, ossia coloro che rivestono contemporaneamente la qualifica di *broker-dealer* e *investment adviser*, sono legittimati ad utilizzare entrambe le denominazioni, ma con l'onere di specificare in modo chiaro ed

³⁴² SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest – The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit., pp. 76-77.

³⁴³ *Ibidem*, pp. 79-80; v. altresì SEC, *Investor Testing of Form CRS Relationship Summary*, 2019.

inequivoco la funzione concretamente esercitata nel momento in cui viene formulata la raccomandazione all'investitore.³⁴⁴

La SEC non ha, tuttavia, introdotto un divieto assoluto all'utilizzo dei termini “*adviser*” o “*advisor*” da parte di tutti i *broker-dealers*. In sede interpretativa, ha riconosciuto la possibilità di impiegare tali qualificazioni per soggetti che offrono servizi specialistici non rientranti nel perimetro della consulenza sugli investimenti in titoli, come ad esempio:

- i. consulenti municipali;
- ii. consulenti nel settore delle materie prime;
- iii. consulenti di enti pubblici o strutture speciali.³⁴⁵

Per stabilire la legittimità dell'uso dei termini *adviser* o *advisor* è dunque necessario operare una valutazione sostanziale fondata sulla natura effettiva dell'attività svolta, verificando se il soggetto sia:

- i. registrato anche come *investment adviser (dual registrant)*; oppure
- ii. rientri in una delle categorie eccezionali individuate dalla SEC.

Tale impostazione impone una revisione delle comunicazioni pubblicitarie e informative rivolte al pubblico, nonché l'adozione di presidi procedurali volti a garantire la coerenza tra il ruolo concretamente esercitato e la denominazione utilizzata, in un'ottica di tutela dell'affidamento ragionevole dell'investitore.

³⁴⁴ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., p. 85: “[...] dual registrants may use the term adviser/advisor, provided they clearly disclose the capacity in which they are acting when making a recommendation.”

³⁴⁵ *Ivi*, p. 82.

Capitolo IV - Il concetto di “*best interest*” tra standard di condotta e obbligo fiduciario

4.1. Natura giuridica del *best interest* standard

Una delle principali criticità ascritte a *Regulation Best Interest* attiene alla mancata definizione, in termini puntuali e operativamente verificabili, del concetto di “miglior interesse”. A differenza di modelli regolatori di impronta più prescrittiva, quale la c.d. *Fiduciary Rule*, la disciplina in esame si astiene dall’individuare criteri determinati attraverso cui il *broker-dealer* possa dimostrare la conformità al precetto, lasciando così spazio a margini di discrezionalità interpretativa non trascurabili.

Una simile indeterminatezza è suscettibile di riverberarsi tanto sul piano operativo quanto su quello della tutela dell’investitore, generando incertezza applicativa e favorendo esiti non uniformi. In casi estremi, rischia di tradursi in una progressiva rarefazione del contenuto sostanziale dello standard, degradato a mero adempimento formale e privo di effettiva incidenza sulla qualità delle raccomandazioni rese alla clientela.

Lo standard introdotto da Reg. BI, infatti, non impone ai *broker-dealers* un obbligo di analisi esaustiva dell’intero mercato, né richiede l’individuazione di una soluzione univocamente ottimale per ciascun investitore. Laddove l’intermediario adotti un *reasonable process and methodology*, gli è consentito circoscrivere la propria raccomandazione a un insieme limitato di prodotti o servizi, purché coerenti con il profilo dell’investitore.

Nell’ambito di tale processo valutativo, il *broker-dealer* è nondimeno tenuto a considerare le *reasonably available alternatives* alla raccomandazione prospettata.³⁴⁶ L’ampiezza dell’indagine non viene predeterminata; questa dipende, piuttosto, dalle circostanze del caso concreto e deve essere definita attraverso un processo ragionevole, tenendo conto, tra l’altro, del profilo e degli obiettivi di investimento del cliente, nonché dei rischi, dei rendimenti e dei costi associati tanto al prodotto raccomandato quanto alle alternative ragionevolmente disponibili. Particolare rilievo assume, in tale prospettiva, l’eventuale

³⁴⁶ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33381-33382 (2019), ove la Commissione riconduce la considerazione delle *reasonably available alternatives* alla formazione della *reasonable basis to believe* richiesta dalla *Care Obligation*, precisando che l’intermediario non è tenuto a considerare ogni possibile alternativa e può delimitare l’universo rilevante sulla base di un *reasonable process or methodology*.

disponibilità di soluzioni meno costose, meno rischiose o meno complesse idonee a soddisfare le medesime esigenze di investimento.³⁴⁷

Ne consegue che il rispetto dello standard di *best interest* non postula l'individuazione della soluzione astrattamente migliore per l'investitore, bensì richiede che l'intermediario disponga di una *reasonable basis* per ritenere la raccomandazione conforme all'interesse del cliente. La ragionevolezza del giudizio non viene rimessa alla mera convinzione soggettiva del *broker-dealer*; la stessa è oggetto di una valutazione obiettiva e contestuale, condotta alla luce delle caratteristiche della raccomandazione, del profilo del *retail customer* e delle alternative ragionevolmente disponibili al momento della sua formulazione.³⁴⁸

Allo stesso tempo, l'utilizzo dell'espressione *best interest* potrebbe generare un effetto evocativo fuorviante. Sul piano giuridico, infatti, l'obbligo di agire nell'interesse altrui rinvia tipicamente a schemi fiduciari o di rappresentanza, in base ai quali si presume la prevalenza assoluta dell'interesse del beneficiario e l'assenza di conflitti di interesse di rilievo. Tali presupposti, tuttavia, non trovano piena corrispondenza nella disciplina di Reg. BI. Ne deriva un disallineamento tra il contenuto normativo e la percezione dell'investitore, il quale può essere indotto a ritenere che i *broker-dealers* siano soggetti a obblighi sostanzialmente assimilabili a quelli fiduciari, anche laddove ciò non rifletta la reale portata dell'impianto normativo.

Un ulteriore profilo critico concerne l'estensione dell'obbligo informativo. *Regulation Best Interest* non impone ai *broker-dealers* un dovere di *full and fair disclosure* di tutti i

³⁴⁷ Cfr. SEC Staff, *Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Care Obligations*, 20 aprile 2023, spec. sez. *Considering Reasonably Available Alternatives*; FINRA, *Regulatory Notice 23-08*, maggio 2023, ove, con particolare riferimento ai prodotti complessi o a maggiore indice di rischio, si richiama la necessità di considerare se alternative meno rischiose o meno complesse siano suscettibili di conseguire i medesimi obiettivi di investimento.

³⁴⁸ Sul carattere oggettivo e contestuale della valutazione richiesta dalla *Care Obligation*, v. SEC Staff, *Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Care Obligations*, 20 aprile 2023, secondo cui l'accertamento deve essere condotto alla luce delle *facts and circumstances* della specifica raccomandazione e dell'*investment profile* del singolo investitore al momento della sua formulazione. Per una significativa applicazione in sede di *enforcement*, v. SEC, *In the Matter of PHX Financial, Inc.*, Exchange Act Release No. 101361, 16 ottobre 2024, ove la Commissione ha ravvisato la violazione di Reg. BI nella raccomandazione di una strategia di negoziazione ad alta frequenza priva di una *reasonable basis*, anche in considerazione dell'incidenza di commissioni e costi sulla possibilità per i clienti di conseguire rendimenti positivi. Cfr., sul piano giurisprudenziale, *XY Planning Network, LLC v. SEC*, 963 F.3d 244 (2d Cir. 2020), che richiama la *reasonable basis* quale elemento della *Care Obligation*, senza tuttavia svilupparne autonomamente i criteri applicativi.

conflitti di interesse materiali, limitandosi a richiedere una *reasonable disclosure*, ossia una forma di divulgazione calibrata secondo criteri di ragionevolezza.³⁴⁹

Se, in contesti meno complessi, un simile standard può ritenersi funzionale a garantire un adeguato livello di trasparenza, la sua idoneità appare più discutibile laddove la finalità perseguita sia quella di incidere in modo sostanziale sulla gestione - o, ancor prima, sulla prevenzione - dei conflitti di interesse. In tali ipotesi, una *disclosure* non pienamente esaustiva rischia di rivelarsi insufficiente a colmare le asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto tra intermediario e investitore.³⁵⁰

4.2. Best interest e fiduciary duty: convergenze apparenti e divergenze sostanziali

La promulgazione di *Regulation Best Interest* ha provocato un acceso dibattito all'interno del mondo accademico, della prassi professionale e delle istituzioni politiche, dando luogo a un ampio ventaglio di reazioni, spesso fortemente disomogenee sotto il profilo valutativo e assiologico.³⁵¹

Una parte rilevante della dottrina ha ritenuto che, sebbene Reg. BI eviti consapevolmente di qualificarsi come standard *fiduciario* in senso tecnico-giuridico, la strutturazione normativa in quattro *component obligations* - *disclosure*, *care*, *conflict of interest*, *compliance* - ne avvicini sensibilmente la sostanza applicativa ai doveri propri di un vincolo fiduciario.³⁵² In questa prospettiva, la disciplina regolamentare si porrebbe quale *functional equivalent* di un *fiduciary duty*, sebbene privo di una formale qualificazione in tal senso.³⁵³

Di segno opposto, altri interpreti hanno evidenziato come la mancata assimilazione del *best interest* standard a un obbligo fiduciario pieno abbia compromesso l'opportunità -

³⁴⁹ K. M. STEIN, Commissioner, SEC, *Statement on Proposals Relating to Regulation Best Interest, Form CRS, Restrictions on the Use of Certain Names or Titles, and Commission Interpretation Regarding the Standard of Conduct for Investment Advisers*, 18 aprile 2018.

³⁵⁰ *Id.*, ove l'Autrice critica l'emersione di un implicito *safe harbour* nell'architettura dell'obbligo di *best interest*, rilevando come la Commissione avrebbe potuto adottare un modello normativo maggiormente incisivo sotto il profilo della prevenzione dei conflitti di interesse nel rapporto *broker-cliente*.

³⁵¹ In senso critico, v. J. HOPKINS, *SEC Brings Increased Confusion for Investors with New "Best Interest" Rule*, in *Forbes*, 5 giugno 2019; V. WOO, *SEC Passes Regulation Best Interest*, in *Accenture*, 30 luglio 2019.

³⁵² V. D. C. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Corporations, Wall Street, and the Dilemmas of Investor Protection*, Oxford, 2016, p. 174 ss.

³⁵³ In dottrina, v. D. B. JOHNSEN, *A Transaction Cost Assessment of SEC Regulation Best Interest*, in *Columbia Business Law Review*, 2018, p. 695 ss., spec. p. 698; D. P. GUERNSEY JR., *Requiring Broker-Dealers to Disclose Conflicts of Interest*, in *University of Miami Law Review*, 73, 2019, p. 1029 ss., spec. p. 1044.

storicamente irripetibile - di promuovere un'effettiva convergenza tra i regimi normativi applicabili ai *broker-dealers* e agli *investment advisers*.³⁵⁴ Tali critiche si appuntano, in particolare, sull'ambiguità semantica della nozione di "miglior interesse", ritenuta eccessivamente elastica e suscettibile di applicazioni disomogenee, con conseguente indebolimento della protezione dell'investitore.

Anche sul piano politico-istituzionale, le reazioni si sono caratterizzate per una marcata polarizzazione. Una parte del Congresso ha accolto Reg. BI quale strumento innovativo e pragmatico, idoneo a rafforzare la tutela degli investitori retail senza stravolgere l'equilibrio strutturale dei modelli relazionali di mercato.³⁵⁵ Altri rappresentanti, per converso, ne hanno criticato la presunta insufficienza, lamentando l'assenza di un approccio sistemico uniforme e denunciando il rischio di una tutela frammentaria e diseguale sul piano federale.³⁵⁶

Eppure, nonostante la terminologia adottata evochi suggestioni tipiche del diritto fiduciario, la SEC sembra avere consapevolmente mantenuto una separazione concettuale tra il *best interest standard* applicabile ai *broker-dealers* e il *fiduciary standard* imposto ai *registered investment advisers*.

In diverse dichiarazioni pubbliche, tra cui una intervista rilasciata alla CNBC, l'allora Presidente della SEC, Jay Clayton, aveva ribadito che il rapporto tra cliente e *broker-dealer* si distingue, per natura e modalità remunerativa, da quello intercorrente tra cliente e *investment adviser*.³⁵⁷ Nel primo caso, si tratterebbe di una relazione prevalentemente transazionale, retribuita a commissione per singola operazione; nel secondo, di un rapporto di consulenza continuativa, soggetto a remunerazione periodica e fondato su un vincolo fiduciario puro.

Similmente, Robert Colby, *Chief Legal Officer* (CLO) di FINRA, aveva osservato che, sebbene vi sia una significativa sovrapposizione tra i principi sottesi al *suitability standard* e a Reg. BI, i due regimi devono essere considerati distinti, ciascuno destinato a regolamentare categorie differenti di operazioni e di relazioni contrattuali.³⁵⁸

³⁵⁴ V. M. GOLDSTEIN, *The Missed Opportunity of Reg BI*, in *Journal of Securities Law*, 27, 2020, p. 89 ss.

³⁵⁵ *Hearing Before the House Committee on Financial Services, Assessing the SEC's Best Interest Rulemaking*, 25 giugno 2019; v. altresì K. JOHNSON, *U.S. SEC Adopts Rules to Prevent Broker Conflicts, Boost Disclosure*, in *Reuters*, 5 giugno 2019; P. TEMPLE-WEST, *Warren, Waters Blast SEC Financial Advice Rule as Wall Street Cheers*, in *Politico*, 5 giugno 2019.

³⁵⁶ *Ibidem*; v. altresì KELLUM et al., cit., p. 5, che suggeriscono un adeguamento progressivo delle interpretazioni operative dei *broker-dealers* alla luce delle indicazioni della SEC.

³⁵⁷ CNBC, intervista al Presidente della SEC J. Clayton, 2020.

³⁵⁸ R. COLBY, *Public Statement*, FINRA, 2020.

Tale impostazione sembra suggerire che la SEC abbia deliberatamente optato per un modello di tutela differenziata, rinunciando ad una assimilazione piena dei *broker-dealers* agli *investment advisers*, pur incrementando gli obblighi informativi e procedurali a carico dei primi.

4.3. Standard di comportamento, discrezionalità applicativa e assenza di obblighi di risultato

Le ragioni sottese alla scelta della Commissione di preservare la distinta configurazione normativa degli standard di condotta applicabili ai *broker-dealers* e agli *investment advisers* sono già state esaminate *supra*, §§ 2.2–2.5, *cui si rinvia*. Ciò posto, l'analisi deve ora spostarsi dalla *ratio* della scelta regolatoria alla struttura precettiva dello standard che ne è derivato, e, segnatamente, ai criteri alla luce dei quali deve esserne valutato l'adempimento.

L'adozione di un approccio omologante - definito, non senza ironia, “*one size fits all*” - è stata ritenuta inadeguata, in quanto suscettibile di produrre effetti distorsivi su tre fronti ritenuti strategici:

- i. la pluralità dell'offerta di prodotti e servizi, che verrebbe ridotta in un contesto eccessivamente uniformato;³⁵⁹
- ii. la flessibilità dei modelli remunerativi, in particolare quelli *commission-based*, funzionali a mantenere accessibile la consulenza anche per segmenti di clientela retail con patrimoni modesti;³⁶⁰
- iii. l'accessibilità economica a forme semplificate di consulenza, che verrebbe pregiudicata dall'imposizione di obblighi fiduciari generalizzati, potenzialmente onerosi in termini di compliance operativa.³⁶¹

In tale cornice, la pluralità degli standard di condotta viene rappresentata dalla SEC come una scelta deliberata e funzionale a preservare la libertà contrattuale degli investitori retail, i quali, in virtù dell'informazione ricevuta, possono optare consapevolmente per un modello fiduciario (RIA) o per un modello transazionale (BD), in funzione delle proprie esigenze patrimoniali, informative e relazionali.

³⁵⁹ SEC, *Regulation Best Interest – The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit., § I.A.2.

³⁶⁰ *Ibidem*, § I.A.3, ove la Commissione sottolinea la necessità di preservare la “diversity of business models”.

³⁶¹ SEC, *Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, Advisers Act Release No. IA-5248, 5 giugno 2019.

Tuttavia, la coesistenza di regimi normativi distinti - benché formalmente giustificata da esigenze di flessibilità - solleva rilevanti criticità sul piano della trasparenza sistemica e della comprensibilità da parte dell'investitore medio, il quale si trova esposto a una asimmetria informativa potenziale rispetto alla natura degli obblighi gravanti sull'intermediario. In un contesto di crescente ibridazione dei modelli operativi, la distinzione tra consulenza fiduciaria e consulenza accessoria rischia di perdere di nitidezza, generando opacità applicative e disallineamenti nella tutela dell'investitore *retail*.

PARTE III

CONFLITTI DI INTERESSE ED EFFETTIVITÀ DELLA TUTELA DELL'INVESTITORE

Capitolo V - La regolazione dei conflitti di interesse nella consulenza finanziaria: tra tutela dell'investitore e sostenibilità del mercato

5.1 Il conflitto di interesse quale componente fisiologica dell'intermediazione finanziaria

L'analisi sin qui condotta ha consentito di ricostruire la progressiva emersione del *best interest* quale criterio ordinatore della relazione tra intermediario e investitore *retail*, nonché di precisarne la natura e i rapporti con il paradigma fiduciario. La definizione dello standard di condotta non esaurisce, tuttavia, il problema della sua effettività. Una volta stabilito che il *broker-dealer* non può anteporre il proprio interesse a quello del cliente, occorre verificare come tale prescrizione operi nelle ipotesi in cui la struttura economica del rapporto esponga l'intermediario a incentivi suscettibili di orientarne la condotta in una direzione divergente rispetto all'interesse dell'investitore.

Sotto questo profilo la disciplina dei conflitti di interesse assume rilievo centrale. Il conflitto rappresenta, infatti, il terreno sul quale la portata precettiva del *best interest standard* è chiamata a confrontarsi con le caratteristiche strutturali del modello di *brokerage*: remunerazione su base commissionale, incentivi connessi alla distribuzione di determinati prodotti e, più in generale, interessi economici dell'intermediario suscettibili di interferire con l'imparzialità della raccomandazione. La questione non attiene, pertanto, esclusivamente all'individuazione astratta dello standard applicabile al caso di specie, in quanto investe la capacità delle regole di condotta di neutralizzare o contenere gli effetti che tali incentivi possono produrre sul processo decisionale dell'intermediario.

Il passaggio dall'analisi del *best interest standard* alla regolazione dei conflitti segna, in questa prospettiva, uno spostamento dal piano della qualificazione giuridica a quello dell'effettività della tutela. Se i capitoli precedenti hanno chiarito quale condotta l'ordinamento richieda al *broker-dealer*, occorre ora verificare attraverso quali tecniche regolatorie - *disclosure*, mitigazione ed eliminazione - tale prescrizione venga resa operativa nelle situazioni in cui l'interesse dell'intermediario e quello del cliente possono divergere. La disciplina dei conflitti costituisce così un banco di prova privilegiato per valutare la capacità di *Regulation Best Interest* di tradurre l'innalzamento formale dello standard di condotta in una tutela sostanziale dell'investitore.

L'analisi dei conflitti di interesse nell'ambito della consulenza finanziaria richiede, preliminarmente, il superamento di una lettura che ne circoscriva la rilevanza a fenomeni patologici o meramente accidentali dell'attività di intermediazione. Una simile impostazione, oltre a risultare teoricamente riduttiva, rischierebbe di trascurare la dimensione strutturale che il conflitto assume all'interno dell'architettura economica dei mercati finanziari contemporanei, nei quali la divergenza tra interesse dell'intermediario e interesse dell'investitore non costituisce necessariamente un'anomalia del sistema, quanto piuttosto una conseguenza fisiologica delle modalità attraverso cui l'attività di distribuzione e consulenza viene organizzata e remunerata.³⁶²

Il conflitto di interesse, in tale prospettiva, non si esaurisce nella mera eventualità che l'intermediario persegua consapevolmente un vantaggio incompatibile con l'interesse del cliente, ma si manifesta, in termini più profondi, quale tensione intrinseca tra incentivi economici concorrenti incorporati nella stessa struttura del rapporto di intermediazione. La questione assume pertanto una portata che trascende il piano strettamente deontologico della correttezza professionale, investendo la configurazione dei modelli distributivi e i meccanismi di incentivazione sottesi alla prestazione dei servizi finanziari.³⁶³

Sotto il profilo economico-giuridico, tale fenomeno è stato frequentemente ricondotto alla più ampia problematica degli *agency costs*, originata dalla separazione tra il soggetto portatore dell'interesse patrimoniale finale e il soggetto cui viene attribuito il potere di assumere decisioni suscettibili di incidere sulla realizzazione di tale interesse.³⁶⁴ Nell'ambito della consulenza finanziaria, tuttavia, il paradigma dell'*agency theory* assume connotazioni peculiari in ragione della circostanza che l'intermediario opera spesso all'interno di sistemi remunerativi nei quali il profitto economico risulta, direttamente o indirettamente, correlato alla distribuzione di determinati strumenti finanziari, alla frequenza delle operazioni raccomandate ovvero al perseguimento di obiettivi commerciali predeterminati.

³⁶² Sul carattere strutturale dei conflitti di interesse nei mercati finanziari, v. J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, p. 65 ss.

³⁶³ J. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers*, in *California Law Review*, 2002, p. 627 ss.

³⁶⁴ M.C. JENSEN – W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 308 ss.

Ne deriva che il rischio di deviazione rispetto all'interesse dell'investitore non discende necessariamente dall'esistenza di comportamenti opportunistici individualmente imputabili, bensì può risultare incorporato nella stessa razionalità economica sottesa al modello di *business* adottato dall'intermediario. In tale prospettiva, il conflitto di interesse tende ad assumere una dimensione sistemica: esso non rappresenta esclusivamente il prodotto di condotte abusive isolate, ma costituisce, più radicalmente, una possibile conseguenza della struttura incentivante entro cui la raccomandazione finanziaria viene elaborata.³⁶⁵

L'esperienza regolatoria statunitense appare particolarmente significativa sotto tale profilo. Storicamente, la *federal securities regulation* ha mostrato una limitata propensione a considerare il conflitto di interesse quale fenomeno suscettibile di essere integralmente eliminato mediante interventi prescrittivi, privilegiando piuttosto approcci orientati alla *disclosure*, alla mitigazione e alla gestione organizzativa del rischio conflittuale.³⁶⁶ Una simile impostazione riflette una più ampia concezione del rapporto tra regolazione ed efficienza del mercato, fondata sull'assunto secondo cui la presenza di incentivi economici potenzialmente divergenti non sarebbe, *per se*, incompatibile con la tutela dell'investitore, purché l'ordinamento predisponga meccanismi sufficientemente efficaci a limitarne gli effetti distorsivi.

Tale presupposto, tuttavia, è stato progressivamente oggetto di revisione critica. Una parte crescente della dottrina ha infatti evidenziato come gli incentivi economici operanti nei modelli distributivi dell'industria finanziaria siano suscettibili di incidere sul processo decisionale dell'intermediario anche in assenza di condotte fraudolente manifeste, attraverso dinamiche organizzative e meccanismi cognitivi che tendono ad alterare, spesso inconsapevolmente, la formulazione della raccomandazione finanziaria.³⁶⁷ Il conflitto, in altri termini, non si manifesta esclusivamente come scelta intenzionale di privilegiare l'interesse proprio rispetto a quello del cliente, ma può operare in forma più sottile, influenzando la percezione del rischio, la selezione delle informazioni rilevanti e la valutazione delle alternative di investimento.

³⁶⁵ Sul rapporto tra incentivi economici e architettura dei servizi finanziari, v. F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991, p. 283 ss.

³⁶⁶ Per una ricostruzione della tradizionale impostazione statunitense in materia di conflitti di interesse, v. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318 (2019), p. 33384 ss.

³⁶⁷ D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, New York, 2011, p. 223 ss.; R.H. THALER – C.R. SUNSTEIN, *Nudge*, New Haven, 2008, p. 87 ss.

La regolamentazione dei conflitti di interesse appare pertanto destinata a confrontarsi con una criticità di natura strutturale: quella di governare incentivi economici che non si collocano ai margini dell'attività di intermediazione, ma ne costituiscono frequentemente una componente fisiologica. È all'interno di tale tensione, tra riconoscimento della funzionalità economica dei modelli distributivi e necessità di contenere gli effetti potenzialmente distorsivi degli incentivi incorporati nella relazione intermediario-cliente, che si colloca l'evoluzione delle più recenti tecniche di tutela dell'investitore, incluse quelle adottate nell'ambito di *Regulation Best Interest*.

5.1.1. *Conflitti endogeni, strutture remunerative e modelli distributivi*

La qualificazione del conflitto di interesse quale componente fisiologica dell'intermediazione finanziaria impone di interrogarsi sulle concrete modalità attraverso cui tale conflittualità si genera e si riproduce all'interno dei modelli operativi adottati dagli intermediari. In questo contesto, particolare rilevanza assume l'analisi delle strutture remunerative sottese alla prestazione dei servizi finanziari, le quali costituiscono frequentemente il principale veicolo di incorporazione degli incentivi economici suscettibili di alterare la neutralità della raccomandazione formulata al cliente.³⁶⁸

L'origine del conflitto non deve infatti essere ricercata esclusivamente nell'eventuale divergenza occasionale tra interesse dell'intermediario e interesse dell'investitore, bensì nella configurazione stessa dei meccanismi economici che regolano la produzione e distribuzione dei servizi finanziari.

Tale fenomeno appare particolarmente evidente nei sistemi distributivi fondati su strutture remunerative *commission-based*, all'interno dei quali la remunerazione dell'intermediario tende a correlarsi, direttamente o indirettamente, alla vendita di specifici strumenti finanziari, alla frequenza delle operazioni eseguite ovvero alla collocazione di prodotti caratterizzati da differenti livelli commissionali. In tali contesti, il rischio conflittuale non si manifesta necessariamente attraverso una raccomandazione manifestamente incompatibile con l'interesse dell'investitore, ma può operare in forme più sfumate, influenzando il processo di

³⁶⁸ Sul rapporto tra strutture remunerative e conflitti di interesse nella consulenza finanziaria, v. J. LANGEVOORT, *Brokers as Fiduciaries*, in *University of Pittsburgh Law Review*, 1997, p. 439 ss.

selezione tra alternative di investimento astrattamente idonee al perseguimento degli obiettivi del cliente.³⁶⁹

La letteratura economico-giuridica ha frequentemente osservato come incentivi remunerativi apparentemente marginali possano incidere in misura significativa sull'attività consulenziale, determinando fenomeni di *recommendation bias* suscettibili di orientare la preferenza dell'intermediario verso prodotti maggiormente redditizi per il distributore piuttosto che verso quelli maggiormente coerenti con l'interesse economico dell'investitore.³⁷⁰ Il conflitto di interessi, infatti, non si traduce necessariamente nella raccomandazione di prodotti inadeguati, potendo manifestarsi attraverso una progressiva alterazione della gerarchia valutativa applicata alle opzioni disponibili.

Accanto ai tradizionali modelli commissionali, ulteriori fonti di conflittualità endogena derivano dalla diffusione di accordi economici tra produttori e distributori di strumenti finanziari, inclusi meccanismi di *revenue sharing*, incentivi alla distribuzione, compensazioni indirette e pratiche di remunerazione collegate al raggiungimento di obiettivi commerciali predeterminati.³⁷¹ Sebbene tali strutture non implicino *ex se* l'esistenza di condotte abusive, queste contribuiscono a modificare il contesto incentivante entro cui l'intermediario esercita il proprio giudizio professionale, incidendo potenzialmente sull'indipendenza sostanziale della raccomandazione.

Particolare attenzione è stata inoltre dedicata, nel contesto regolatorio statunitense, ai *sales contests*, ai sistemi premiali e alle forme di compensazione *non-cash* associate alla distribuzione di specifici strumenti finanziari.

Tali meccanismi incentivanti sono suscettibili di accrescere il rischio che la formulazione della raccomandazione venga condizionata da interessi economici dell'intermediario o dei suoi *associated persons* divergenti rispetto a quelli dell'investitore. Con specifico riferimento alle raccomandazioni rivolte ai *retail customers*, la *Securities and Exchange Commission* ha ritenuto tale rischio particolarmente significativo da prevedere, nell'ambito della *Conflict of*

³⁶⁹ Sul fenomeno delle distorsioni incentivate nei modelli *commission-based*, v. SEC, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, gennaio 2011, p. 65 ss.

³⁷⁰ J. Inderst – M. Ottaviani, *Competition through Commissions and Kickbacks*, in *American Economic Review*, 2012, p. 780 ss.

³⁷¹ Per una ricostruzione dei *revenue-sharing arrangements* e dei relativi rischi conflittuali, v. FINRA, *Report on Conflicts of Interest*, ottobre 2013, p. 20 ss.

Interest Obligation di Regulation Best Interest, l'eliminazione di determinate forme di incentivazione.³⁷²

Ciò che assume particolare interesse, sotto il profilo sistematico, è tuttavia la constatazione che l'eliminazione integrale di tali incentivi risulterebbe difficilmente conciliabile con il funzionamento economico dei modelli distributivi tradizionalmente adottati nell'industria finanziaria. I conflitti di interesse generati dalle strutture remunerative non rappresentano infatti esclusivamente una fonte di rischio regolatorio, ma costituiscono frequentemente uno degli elementi sui quali si fonda la sostenibilità economica dell'attività di intermediazione.³⁷³

La regolamentazione dei conflitti appare pertanto destinata a confrontarsi con una tensione strutturale tra l'esigenza di contenere gli effetti potenzialmente distorsivi degli incentivi economici e la necessità di preservare modelli di *business* che continuano a svolgere una funzione centrale nell'accessibilità e distribuzione dei servizi finanziari. In tal senso, il dilemma regolatorio non consiste nello stabilire se il conflitto debba essere integralmente eliminato, quanto piuttosto nell'individuare il livello di rischio conflittuale ritenuto tollerabile dall'ordinamento e gli strumenti più idonei a impedirne la traduzione in pregiudizio sostanziale per l'investitore.

5.1.2. *Incentivi economici, asimmetrie informative e raccomandazioni distorsive*

La rilevanza regolatoria degli incentivi economici non risiede esclusivamente nella loro capacità di generare conflitti di interesse astrattamente incompatibili con il perseguimento del *best interest* dell'investitore, bensì nella possibilità che questi incidano sulla qualità e sull'imparzialità del giudizio professionale espresso dall'intermediario. Il problema centrale, in altri termini, non concerne soltanto *se* l'incentivo economico influenzi la raccomandazione finanziaria, ma *come* tale influenza si manifesti all'interno del processo decisionale.

L'assunto secondo cui il conflitto di interesse opererebbe prevalentemente attraverso condotte opportunistiche intenzionali appare infatti progressivamente superato da una

³⁷² SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33391 ss. (2019); v. altresì 17 C.F.R. § 240.151-1(a)(2)(iii)(D), che impone al *broker-dealer* di adottare politiche e procedure ragionevolmente concepite per identificare ed eliminare *sales contests*, *sales quotas*, *bonuses* e forme di *non-cash compensation* fondate sulla vendita, entro un periodo di tempo limitato, di specifici titoli o specifiche categorie di titoli. La Commissione ha ricondotto tale previsione alla particolare intensità degli incentivi generati da simili meccanismi, ritenendoli non suscettibili di adeguata mitigazione.

³⁷³ Sul rapporto tra regolazione, costi di compliance e sostenibilità dei modelli distributivi, v. J.C. COFFEE JR., *The Costs of Financial Regulation*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2011, p. 298 ss.

crescente letteratura economica e comportamentale secondo la quale gli incentivi monetari possono alterare il giudizio professionale in modo inconsapevole, incidendo sui criteri di selezione delle informazioni rilevanti, sulla percezione del rischio e sulla valutazione comparativa delle alternative disponibili.³⁷⁴ In tal senso, la distorsione non deriva necessariamente dalla deliberata volontà di privilegiare l'interesse economico dell'intermediario, potendo emergere quale conseguenza indiretta dei meccanismi cognitivi attraverso cui l'individuo interpreta e organizza l'informazione.

Detto altrimenti, il rischio più significativo non consiste affatto nella formulazione di raccomandazioni manifestamente inappropriate - ipotesi relativamente più agevole da individuare e reprimere - bensì nella tendenza a orientare sistematicamente l'investitore verso soluzioni che, pur risultando formalmente compatibili con il suo profilo di rischio o con gli obiettivi dichiarati, presentino caratteristiche economicamente più vantaggiose per il distributore.³⁷⁵ La raccomandazione distorsiva tende pertanto a collocarsi entro un'area di apparente legittimità nella quale il pregiudizio per l'investitore deriva dalla selezione tra alternative astrattamente appropriate.

La problematica assume particolare rilievo nei contesti caratterizzati da elevata complessità tecnica e significativa discrezionalità professionale. Quanto maggiore è il numero di opzioni suscettibili di essere ragionevolmente raccomandate, tanto più ampio risulta lo spazio entro cui incentivi economici concorrenti possono incidere sulla formulazione del consiglio finanziario senza produrre deviazioni immediatamente riconoscibili.³⁷⁶

La letteratura empirica ha evidenziato, in tal senso, come differenti strutture remunerative possano influenzare in misura significativa la distribuzione di prodotti finanziari, determinando fenomeni di *steering* verso strumenti caratterizzati da livelli commissionali più elevati o da maggiore redditività per il soggetto distributore.³⁷⁷ Analogamente, la presenza di compensazioni indirette, accordi di *revenue sharing* o incentivi legati al raggiungimento di obiettivi commerciali è stata associata a una maggiore probabilità di raccomandazioni orientate verso prodotti proprietari o maggiormente remunerativi.

³⁷⁴ D.A. MOORE – G. LOEWENSTEIN, *Self-Interest, Automaticity and the Psychology of Conflict of Interest*, in *Social Justice Research*, 2004, p. 189 ss.

³⁷⁵ G. LOEWENSTEIN – D. CAIN – S. ISSACHAROFF, *The Limits of Transparency: Pitfalls and Potential of Disclosure*, in *American Economic Review*, 2011, p. 423 ss.

³⁷⁶ J. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk*, in *California Law Review*, 2002, p. 648 ss.

³⁷⁷ J. INDERST – M. OTTAVIANI, *Competition through Commissions and Kickbacks*, in *American Economic Review*, 2012, p. 780 ss.

L'emersione di tali criticità contribuisce a spiegare perché l'approccio regolatorio contemporaneo abbia progressivamente spostato l'attenzione dalla repressione delle condotte fraudolente manifeste alla disciplina degli incentivi sottesi al processo di raccomandazione. La questione centrale non consiste nell'accertamento *ex post* dell'esistenza di un danno per l'investitore, attenendo piuttosto alla valutazione *ex ante* delle condizioni organizzative suscettibili di alterare l'indipendenza sostanziale del giudizio professionale.

È su tale presupposto che si fonda l'impostazione adottata dalla SEC nell'ambito di *Regulation Best Interest*. L'intervento regolatorio non muove dall'assunto che ogni incentivo economico debba essere integralmente eliminato, bensì dalla convinzione che alcune categorie di incentivi - in particolare quelle direttamente collegate alla vendita di specifici strumenti finanziari entro periodi limitati - presentino un potenziale distorsivo tale da giustificare forme di limitazione o divieto.³⁷⁸

Permane tuttavia irrisolta una questione di fondo: se sia effettivamente possibile neutralizzare gli effetti degli incentivi economici attraverso tecniche di *disclosure* e mitigazione oppure se tali strumenti si limitino a circoscrivere fenomeni la cui origine resta strutturalmente incorporata nei modelli distributivi dell'intermediazione finanziaria.

5.2. *Disclosure* e rischio di *overload* informativo

L'accresciuta attenzione riservata, negli ultimi decenni, alla regolazione dei conflitti di interesse nell'ambito dei servizi finanziari ha consolidato la tendenza a ricorrere alla *disclosure* quale principale tecnica di tutela dell'investitore. La trasparenza informativa è stata infatti tradizionalmente considerata uno strumento idoneo a compensare le asimmetrie conoscitive che caratterizzano il rapporto tra intermediario e cliente, consentendo a quest'ultimo di valutare consapevolmente la natura del servizio ricevuto, gli incentivi economici sottesi alla raccomandazione formulata e i potenziali effetti derivanti dalla presenza di interessi concorrenti.³⁷⁹

Una simile impostazione, profondamente radicata nella tradizione della *securities regulation* statunitense, presuppone una rappresentazione dell'investitore riconducibile, almeno nelle sue linee essenziali, al paradigma dell'attore economico razionale: un soggetto

³⁷⁸ SEC, *Regulation Best Interest*, Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318 (2019), p. 33390 ss.

³⁷⁹ Sul ruolo storico della *disclosure* nella regolazione finanziaria statunitense, v. L. LOSS – J. SELIGMAN – T. PAREDES, *Securities Regulation*, New York, 2019, p. 36 ss.

capace di acquisire le informazioni rilevanti, elaborarle coerentemente e incorporarle nel proprio processo decisionale in funzione della massimizzazione della propria utilità.³⁸⁰ La *disclosure* assume, entro tale modello, una funzione essenzialmente riequilibratrice: anziché eliminare il conflitto, mira a rendere l'investitore consapevole della sua esistenza, affidando alla disponibilità dell'informazione la possibilità di valutarne autonomamente le implicazioni.³⁸¹

L'evoluzione dei mercati finanziari e la crescente sofisticazione dei prodotti distribuiti alla clientela retail hanno tuttavia progressivamente evidenziato i limiti di tale paradigma. L'ampliamento degli obblighi informativi gravanti sugli intermediari non sembra infatti essersi necessariamente tradotto in un corrispondente incremento della comprensibilità sostanziale delle informazioni rese disponibili agli investitori. Al contrario, la stratificazione di documenti informativi, avvertenze regolatorie, comunicazioni sui costi, indicazioni sui conflitti di interesse e descrizioni delle strutture commissionali ha contribuito a generare un contesto nel quale l'abbondanza dell'informazione rischia di compromettere la sua effettiva funzione protettiva.³⁸²

Il fenomeno assume particolare rilievo laddove la *disclosure* venga utilizzata quale principale tecnica di gestione dei conflitti di interesse. In tali ipotesi, l'efficacia della tutela risulta inevitabilmente subordinata alla capacità dell'investitore di comprendere non soltanto il contenuto dell'informazione ricevuta, ma anche le implicazioni economiche che da essa derivano. Ne consegue che l'adempimento formale dell'obbligo informativo non coincide necessariamente con la realizzazione dell'obiettivo sostanziale perseguito dalla regolazione.

Parte della dottrina ha osservato come l'eccessiva proliferazione degli obblighi di *disclosure* possa determinare effetti paradossali, determinando fenomeni di sovraccarico informativo e

³⁸⁰ Sul paradigma dell'*homo economicus* e sull'assunzione di razionalità sottesa alla teoria economica neoclassica, v. H.A. SIMON, *A Behavioral Model of Rational Choice*, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, 1955, p. 99 ss., spec. p. 101 ss.; D. KAHNEMAN – A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, vol. 47, 1979, p. 263 ss. Con specifico riferimento alla trasposizione del paradigma dell'investitore razionale nell'ambito della *securities regulation* e ai limiti che le acquisizioni della *behavioral economics* pongono rispetto all'efficacia della *disclosure* quale tecnica di tutela, v. D.C. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers*, in *California Law Review*, vol. 84, 1996, p. 627 ss.; B. BLACK, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, in *Loyola University Chicago Law Journal*, vol. 44, 2013, p. 1493 ss. Sul punto, v. altresì *supra*, § 5.2.1, ove sono stati esaminati i limiti del paradigma del *reasonable investor* alla luce delle acquisizioni della finanza comportamentale.

³⁸¹ Cfr. O.M. BEN-SHAHAR – C.E. SCHNEIDER, *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, 2014, p. 3 ss.

³⁸² Sul rapporto tra complessità informativa ed efficacia della tutela dell'investitore, v. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2023, p. 929 ss.

inducendo l'investitore a ricorrere a euristiche decisionali, a concentrarsi soltanto sulle informazioni maggiormente salienti ovvero, nei casi estremi, a rinunciare a un'effettiva valutazione critica del contenuto ricevuto.³⁸³ In simili circostanze, la trasparenza rischia di perdere la propria funzione sostanziale di protezione dell'investitore, degradando a strumento di adempimento formale degli obblighi regolatori gravanti sull'intermediario.

5.2.1. Limiti cognitivi dell'investitore retail

Le criticità sottese all'impiego della *disclosure* quale principale strumento di protezione dell'investitore non possono essere comprese in modo esaustivo senza considerare un profilo ulteriore, concernente la capacità effettiva del destinatario dell'informazione di attribuire significato al contenuto informativo ricevuto e di incorporarlo razionalmente nel processo decisionale. Come già ampiamente illustrato, la centralità storicamente riconosciuta alla trasparenza regolatoria presuppone infatti, in modo più o meno esplicito, una determinata rappresentazione dell'investitore: quella di un soggetto in grado di elaborare informazioni complesse, valutarne le implicazioni economiche e orientare conseguentemente le proprie scelte di investimento.³⁸⁴

L'evoluzione degli studi economico-comportamentali ha progressivamente sottoposto tale impostazione a una significativa revisione critica, evidenziando come i processi decisionali individuali risultino frequentemente condizionati da limiti cognitivi, capacità elaborative finite e meccanismi euristici che riducono la possibilità di operare valutazioni pienamente razionali in contesti caratterizzati da elevata complessità informativa.³⁸⁵

In tale prospettiva, l'investitore al dettaglio non si configura quale destinatario neutrale dell'informazione, bensì quale soggetto che interpreta il contenuto ricevuto attraverso schemi cognitivi inevitabilmente incompleti, influenzati dalla percezione del rischio, dal grado di familiarità con il prodotto finanziario, dalla fiducia riposta nell'intermediario e dalla modalità stessa di presentazione dell'informazione. La decisione di investimento tende pertanto a maturare non già all'esito di una ponderazione esaustiva di tutte le variabili disponibili, quanto

³⁸³ G. LOEWENSTEIN – D. CAIN – S. ISSACHAROFF, *The Limits of Transparency: Pitfalls and Potential of Disclosure*, in *American Economic Review*, 2011, p. 423 ss.

³⁸⁴ Sul paradigma dell'investitore razionale sotteso alla regolazione finanziaria tradizionale, v. S.J. CHOI – A.C. PRITCHARD, *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review*, 2003, p. 5 ss.

³⁸⁵ H.A. SIMON, *A Behavioral Model of Rational Choice*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1955, p. 99 ss.; ID., *Models of Bounded Rationality*, Cambridge, 1982.

piuttosto mediante processi selettivi e semplificativi suscettibili di incidere sulla qualità del giudizio economico.³⁸⁶

La rilevanza di tali considerazioni – applicabili a tutte le discipline che si basino in varia misura su obblighi di divulgazione – assume particolare evidenza nell’ambito della regolamentazione dei conflitti di interesse. Anche laddove l’investitore venga posto formalmente nella condizione di conoscere l’esistenza di incentivi economici potenzialmente divergenti rispetto ai propri interessi, non ne deriva necessariamente la capacità di comprenderne la concreta incidenza sulla raccomandazione ricevuta. La mera accessibilità dell’informazione non coincide infatti con la sua effettiva intelligibilità, né, tantomeno, con l’idoneità a modificare il comportamento economico del destinatario.³⁸⁷

Parte della letteratura ha osservato, in tal senso, come la *disclosure* concernente i conflitti di interesse possa produrre effetti significativamente meno lineari rispetto a quelli presupposti dal regolatore. In alcune circostanze, la comunicazione del conflitto tende a essere sottovalutata dall’investitore, il quale continua ad attribuire rilevanza prevalente alla fiducia riposta nell’intermediario; in altre, l’esistenza stessa dell’obbligo informativo viene percepita quale indice implicito della neutralizzazione del rischio conflittuale, generando una forma di affidamento sulla sufficienza delle garanzie predisposte dall’ordinamento.³⁸⁸

A ciò si aggiunge un ulteriore elemento di complessità. La crescente sofisticazione dei prodotti finanziari e l’espansione degli obblighi informativi hanno progressivamente ampliato la distanza tra informazione formalmente disponibile e informazione sostanzialmente utilizzabile. In tale contesto, il limite della *disclosure* non sembra risiedere esclusivamente nella quantità delle informazioni rese accessibili, quanto piuttosto nella capacità dell’individuo di individuare, tra una pluralità di elementi eterogenei, quelli effettivamente rilevanti ai fini della decisione economica.³⁸⁹

Ne consegue che l’efficacia delle tecniche regolatorie fondate sulla trasparenza appare inevitabilmente subordinata a una condizione preliminare: l’esistenza di un investitore in grado non soltanto di ricevere l’informazione, ma di comprenderla, valutarla criticamente e tradurla

³⁸⁶ D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, New York, 2011, p. 109 ss.

³⁸⁷ G. LOEWENSTEIN – D. CAIN – S. ISSACHAROFF, *The Limits of Transparency: Pitfalls and Potential of Disclosure*, in *American Economic Review*, 2011, p. 423 ss.

³⁸⁸ *Ibidem*, p. 425 ss.

³⁸⁹ O.M. BEN-SHAHAR – C.E. SCHNEIDER, *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, 2014, p. 82 ss.

in comportamento economico coerente. È precisamente l'incertezza relativa alla sussistenza di tale presupposto ad aver alimentato, negli ultimi decenni, un progressivo ripensamento del paradigma della *investor protection*, favorendo il passaggio da modelli prevalentemente incentrati sull'obbligo informativo verso approcci maggiormente orientati alla regolazione preventiva delle condotte e degli incentivi dell'intermediario.³⁹⁰

5.2.2. Disclosure come meccanismo deresponsabilizzante

Le criticità derivanti dai limiti cognitivi dell'investitore inducono a interrogarsi su un profilo ulteriore, relativo agli effetti che l'impiego sistematico della *disclosure* è suscettibile di produrre non già sul destinatario dell'informazione, bensì sul soggetto tenuto a fornirla. In tale prospettiva, il problema della trasparenza regolatoria trascende la questione relativa all'effettiva capacità dell'investitore di comprendere l'informazione ricevuta e investire, più radicalmente, la funzione stessa attribuita all'obbligo informativo nell'ambito della disciplina dei conflitti di interesse.

La *disclosure*, infatti, tende frequentemente a operare secondo una logica implicita di trasferimento del rischio decisionale: una volta assolto l'obbligo di comunicazione imposto dalla normativa, la responsabilità della scelta economica viene progressivamente ricondotta all'investitore, il quale si presume posto nella condizione di valutare autonomamente l'opportunità di proseguire il rapporto o di accettare la presenza di interessi potenzialmente divergenti.³⁹¹

In tale meccanismo si manifesta uno dei principali paradossi sottesi alle tecniche regolatorie fondate sulla trasparenza. L'incremento degli obblighi informativi, concepito originariamente quale strumento di rafforzamento della tutela dell'investitore, rischia infatti di produrre l'effetto opposto, contribuendo a legittimare la persistenza di pratiche conflittuali attraverso la loro preventiva comunicazione. Il conflitto non viene eliminato né necessariamente attenuato;

³⁹⁰ Sul progressivo spostamento da modelli *disclosure-based* verso approcci comportamentali nella tutela dell'investitore, v. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2023, p. 934 ss.

³⁹¹ Sul trasferimento implicito della responsabilità decisionale nei modelli *disclosure-based*, v. anche O.M. BEN-SHAHAR – C.E. SCHNEIDER, *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, 2014, p. 64 ss.

esso viene piuttosto reso conoscibile e, in quanto tale, implicitamente trasferito nella sfera di valutazione del destinatario dell'informazione.³⁹²

Una simile dinamica assume particolare rilievo nei contesti nei quali il conflitto di interesse non deriva da circostanze occasionali, ma risulta incorporato nella struttura remunerativa o organizzativa dell'intermediario. In tali ipotesi, la *disclosure* tende a operare non tanto quale strumento di neutralizzazione del rischio conflittuale, quanto come meccanismo suscettibile di preservare la legittimità del modello distributivo esistente, consentendone la prosecuzione purché accompagnata da un adeguato livello di trasparenza formale.³⁹³

Parte della dottrina ha osservato come tale impostazione possa determinare una progressiva deresponsabilizzazione dell'intermediario rispetto alle implicazioni sostanziali dei conflitti comunicati all'investitore. L'adempimento dell'obbligo informativo rischia infatti di essere percepito quale condizione sufficiente a soddisfare le esigenze di correttezza e protezione del cliente, attenuando l'attenzione verso la necessità di intervenire direttamente sugli incentivi economici sottesi alla raccomandazione finanziaria.³⁹⁴

La questione assume una rilevanza non marginale nel contesto di Reg. BI. Sebbene la disciplina elaborata dalla *Securities and Exchange Commission* mostri un'evidente volontà di superare l'insufficienza dei modelli esclusivamente fondati sulla *disclosure*, introducendo obblighi ulteriori concernenti gestione e mitigazione dei conflitti, essa continua nondimeno a riconoscere alla trasparenza una funzione significativa nell'ambito della protezione dell'investitore *retail*.³⁹⁵ Permane, pertanto, una tensione strutturale tra il tentativo di attribuire maggiore centralità agli obblighi comportamentali dell'intermediario e la persistente fiducia riposta nella capacità della *disclosure* di correggere effetti distorsivi derivanti da interessi economici concorrenti.

L'ambivalenza della trasparenza regolatoria emerge con particolare evidenza laddove si consideri che l'accresciuta informazione concernente l'esistenza di un conflitto non comporta necessariamente una riduzione dell'incentivo economico che ne costituisce l'origine. Al

³⁹² G. LOEWENSTEIN – D. CAIN – S. ISSACHAROFF, *The Limits of Transparency: Pitfalls and Potential of Disclosure*, in *American Economic Review*, 2011, p. 423 ss.

³⁹³ Sul rapporto tra *disclosure* dei conflitti e mantenimento delle strutture incentivanti esistenti, v. J. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers*, in *California Law Review*, 2002, p. 651 ss.

³⁹⁴ Cfr. D.A. MOORE – G. LOEWENSTEIN, *Self-Interest, Automaticity and the Psychology of Conflict of Interest*, in *Social Justice Research*, 2004, p. 192 ss.

³⁹⁵ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318 (2019), p. 33324 ss.

contrario, il rischio è che la *disclosure* finisca per svolgere una funzione prevalentemente legittimante, trasformando il conflitto da elemento problematico dell'attività di intermediazione a circostanza accettabile purché previamente comunicata all'investitore.³⁹⁶

In tale prospettiva, il limite della *disclosure* non sembra risiedere esclusivamente nella capacità dell'investitore di comprendere l'informazione ricevuta, ma altresì nella possibilità che l'obbligo informativo divenga sostitutivo, anziché complementare, rispetto a interventi maggiormente incisivi sugli incentivi economici sottesi alla prestazione del servizio finanziario. È entro tale tensione che si colloca uno degli interrogativi centrali della moderna regolazione dei conflitti di interesse: se la trasparenza costituisca uno strumento effettivamente idoneo a rafforzare la tutela sostanziale dell'investitore oppure se essa rischi, almeno in alcune circostanze, di trasformarsi in un meccanismo di allocazione della responsabilità maggiormente favorevole all'intermediario.

5.3. Mitigazione *versus* eliminazione dei conflitti di interesse: il compromesso di *Regulation Best Interest*

Le perplessità emerse con riferimento all'effettiva capacità della *disclosure* di neutralizzare gli effetti derivanti dalla presenza di interessi economici concorrenti hanno progressivamente favorito un parziale ripensamento delle tecniche regolatorie tradizionalmente impiegate nella disciplina dei conflitti di interesse. L'attenzione del regolatore si è infatti spostata, in misura crescente, dalla mera comunicazione del conflitto verso la predisposizione di strumenti destinati a incidere, almeno indirettamente, sulle condizioni organizzative e sugli incentivi suscettibili di influenzare il comportamento dell'intermediario.³⁹⁷

Tale evoluzione non ha tuttavia condotto, né nel contesto statunitense né in quello comparato, all'affermazione di un modello regolatorio fondato sull'eliminazione generalizzata dei conflitti. Al contrario, la persistente centralità economica delle strutture remunerative conflittuali all'interno dell'industria finanziaria ha progressivamente consolidato un approccio maggiormente orientato alla gestione del rischio conflittuale piuttosto che alla sua soppressione.

³⁹⁶ Sul rischio di legittimazione dei conflitti mediante obblighi informativi, v. T. PONTEGONZALES – A. LEVITIN, *Conflicted Advisors*, in *Yale Journal on Regulation*, 2019, p. 417 ss.

³⁹⁷ Sul progressivo superamento dei modelli esclusivamente *disclosure-based* nella regolazione finanziaria, v. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2023, p. 941 ss.

La distinzione tra tecniche di mitigazione e strategie di eliminazione assume, sotto questo profilo, rilevanza non meramente terminologica, ma sostanzialmente sistematica. Mentre l'eliminazione del conflitto presuppone l'intervento diretto sull'incentivo economico che ne costituisce l'origine, attraverso divieti, incompatibilità o restrizioni strutturali, la mitigazione si fonda sull'assunto che la persistenza del conflitto possa risultare compatibile con la tutela dell'investitore, purché accompagnata dall'adozione di presidi organizzativi idonei a ridurne gli effetti potenzialmente distorsivi.³⁹⁸

L'opzione regolatoria sottesa a *Regulation Best Interest* si colloca entro tale seconda impostazione. La disciplina elaborata dalla *Securities and Exchange Commission* non appare infatti orientata a neutralizzare integralmente gli incentivi economici incorporati nei modelli distributivi dei *broker-dealers*, bensì a circoscriverne l'incidenza attraverso obblighi di gestione, supervisione interna e limitazione selettiva di specifiche pratiche ritenute maggiormente suscettibili di compromettere il *best interest* dell'investitore *retail*.³⁹⁹

La scelta assume particolare rilievo poiché riflette una determinata concezione del rapporto tra tutela dell'investitore ed efficienza del mercato. L'eliminazione generalizzata dei conflitti potrebbe infatti implicare una significativa alterazione dei modelli remunerativi prevalenti nell'attività di intermediazione, con potenziali effetti distorsivi sulla sostenibilità economica dei servizi di consulenza, sull'accessibilità dell'offerta per la clientela al dettaglio e, più in generale, sulla struttura competitiva del mercato finanziario.⁴⁰⁰

Ne deriva che il problema regolatorio non sembra essere stato affrontato in termini di incompatibilità assoluta tra conflitto di interesse e protezione dell'investitore, quanto piuttosto mediante una valutazione concernente il livello di rischio conflittuale ritenuto tollerabile dall'ordinamento.

5.3.1. *L'approccio regolatorio della Securities and Exchange Commission*

Sul piano della disciplina positiva, tale impostazione trova espressione nella *Conflict of Interest Obligation*, la quale impone ai *broker-dealers* di individuare, comunicare e, in

³⁹⁸ Per una distinzione tra approcci fondati sulla *conflict avoidance* e modelli di *conflict management*, v. FINRA, *Report on Conflicts of Interest*, ottobre 2013, p. 3 ss.

³⁹⁹ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318 (2019), p. 33388 ss.

⁴⁰⁰ Sul rapporto tra restrizioni regolatorie, costi di *compliance* e accessibilità dei servizi finanziari, v. J.C. COFFEE JR., *The Costs of Financial Regulation*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2011, p. 298 ss.

determinate circostanze, mitigare o eliminare specifici conflitti associati alla formulazione di raccomandazioni rivolte alla clientela *retail*.⁴⁰¹ L'elemento maggiormente significativo non risiede tuttavia nell'introduzione di un generico obbligo di gestione dei conflitti - già presente, sotto forme differenti, nel panorama regolatorio precedente - quanto nella scelta della SEC di differenziare il trattamento regolatorio in funzione della natura dell'incentivo considerato.⁴⁰²

La disciplina elaborata dalla SEC sembra infatti muovere da una distinzione implicita tra conflitti ritenuti fisiologicamente compatibili con l'attività di intermediazione e conflitti considerati suscettibili di produrre un livello di pressione economica tale da compromettere in misura significativa l'imparzialità della raccomandazione. Solo rispetto a questi ultimi la SEC appare orientata verso interventi maggiormente incisivi.

In tale prospettiva si colloca, ad esempio, la scelta di vietare pratiche remunerative particolarmente aggressive, quali *sales contests*, quote di vendita, bonus o incentivi *non-cash* correlati alla distribuzione di specifici strumenti finanziari entro periodi temporali limitati.⁴⁰³ La ratio sottesa a tali restrizioni sembra fondarsi sull'assunto secondo cui alcune categorie di incentivi risultino idonee a generare una pressione commerciale incompatibile con il perseguimento del *best interest* dell'investitore, rendendo insufficiente il ricorso a mere tecniche di disclosure o supervisione interna.

Al di fuori di tali ipotesi, *Regulation Best Interest* tende a privilegiare strumenti carattere organizzativo. La *Conflict of Interest Obligation* impone infatti al *broker-dealer* di predisporre, mantenere e applicare (*establish, maintain and enforce*) politiche e procedure scritte ragionevolmente concepite (*reasonably designed*) per identificare e disciplinare i conflitti di interesse associati alle raccomandazioni rivolte ai *retail customers*.⁴⁰⁴

La formulazione adottata dalla Commissione appare particolarmente significativa. Il riferimento a procedure "*reasonably designed*" suggerisce, infatti, una tecnica regolatoria fondata non sul conseguimento di un risultato sostanziale predeterminato - quale l'assenza del conflitto - bensì sulla valutazione dell'adeguatezza del processo organizzativo predisposto

⁴⁰¹ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318 (2019), p. 33386 ss.

⁴⁰² 17 C.F.R. § 240.15l-1(a)(2)(iii); SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33389 ss. (2019). La *Conflict of Interest Obligation* grava sul *broker-dealer* quale entità e richiede che le politiche e procedure siano non soltanto predisposte, ma altresì mantenute ed effettivamente applicate (*established, maintained and enforced*).

⁴⁰³ *Ibidem*, p. 33392 ss.; cfr. inoltre Exchange Act Rule 15l-1(a)(2)(iii)(D).

⁴⁰⁴ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., p. 33387 ss.

dall'intermediario. L'attenzione del regolatore sembra, pertanto, spostarsi dal conflitto *ex se* alla *governance* del conflitto.

Al tempo stesso, il riferimento al carattere *reasonably designed* delle procedure non ambisce all'introduzione di una forma di insindacabilità delle scelte organizzative dell'intermediario assimilabile alla *business judgment rule*. La ragionevolezza costituisce, piuttosto, il parametro normativo alla luce del quale valutare l'adeguatezza dei presidi predisposti rispetto alla natura e all'intensità dei conflitti concretamente presenti nel modello operativo del *broker-dealer*. Né l'adempimento dell'obbligo può esaurirsi nella mera adozione formale delle procedure: la Rule ne richiede espressamente anche il mantenimento e l'effettiva applicazione.⁴⁰⁵ Ne deriva un modello che, pur riconoscendo all'intermediario un margine di discrezionalità nella configurazione dei propri presidi organizzativi, ne assoggetta l'esercizio a un parametro esterno di ragionevolezza suscettibile di verifica in sede di *enforcement*.⁴⁰⁶

Sotto tale profilo, la disciplina di Reg. BI si inserisce in una più ampia tendenza evolutiva della regolazione finanziaria contemporanea, caratterizzata dal progressivo ricorso a obblighi procedurali, sistemi interni di controllo e meccanismi di *compliance* destinati a presidiare il comportamento degli operatori economici senza intervenire direttamente sulla struttura dei modelli di *business*.⁴⁰⁷

Una simile impostazione presenta indubbi vantaggi sul piano della flessibilità regolatoria, consentendo di adattare gli obblighi organizzativi alla varietà dei modelli distributivi esistenti. Nondimeno, essa sembra presupporre che gli incentivi economici incorporati nell'attività dell'intermediario possano essere efficacemente governati mediante strumenti interni di supervisione e gestione senza rendere necessaria una modifica sostanziale delle strutture remunerative che ne costituiscono l'origine.

⁴⁰⁵ Il parametro non sembra, pertanto, riconducibile alla *business judgment rule*, propria del diritto societario e riferita alla sindacabilità delle decisioni gestorie degli amministratori. Nel caso di *Regulation Best Interest*, la ragionevolezza attiene invece alla conformità delle politiche e procedure adottate a uno specifico obbligo regolamentare imposto al *broker-dealer*. Sulla *business judgment rule*, v. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

⁴⁰⁶ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit., p. 33390 ss. La Commissione non prescrive un modello uniforme di mitigazione, riconoscendo ai *broker-dealers* un margine di flessibilità nella predisposizione di politiche e procedure calibrate sulle caratteristiche dell'impresa, della clientela e dei prodotti o strategie raccomandati. Tale flessibilità resta tuttavia circoscritta dal requisito del *reasonable design* e dall'obbligo di mantenere e applicare effettivamente i presidi adottati. Cfr. SEC, *Frequently Asked Questions on Regulation Best Interest*, sub *Conflict of Interest Obligation*.

⁴⁰⁷ Sul passaggio da modelli prescrittivi a tecniche di regolazione procedurale nei mercati finanziari, v. J. BLACK, *Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2008, p. 425 ss.

5.3.2. *Persistenza degli incentivi distorsivi*

L'adozione di obblighi organizzativi finalizzati alla gestione dei conflitti di interesse non sembra aver definitivamente risolto una questione di fondo, concernente la capacità delle tecniche di mitigazione di incidere sui meccanismi economici che alimentano il conflitto stesso. Se, infatti, *Regulation Best Interest* muove dall'assunto secondo cui incentivi potenzialmente divergenti possano essere ricondotti entro livelli di rischio accettabili attraverso adeguati presidi procedurali, permane aperto l'interrogativo relativo alla reale efficacia di tali strumenti nei confronti di conflitti originati da strutture remunerative che continuano a operare in modo sostanzialmente immutato.⁴⁰⁸

La problematica assume particolare rilievo ove si consideri che una parte significativa degli incentivi suscettibili di influenzare la raccomandazione finanziaria non si manifesta attraverso pratiche eccezionali o facilmente identificabili, ma si inserisce stabilmente nella fisiologia economica dell'attività di intermediazione. Commissioni differenziate, compensazioni indirette, incentivi collegati alla distribuzione di specifiche categorie di prodotti ovvero meccanismi di valutazione interna fondati sulla redditività commerciale continuano infatti a rappresentare elementi ordinari dei modelli distributivi adottati da numerosi operatori del mercato finanziario.⁴⁰⁹

In tale contesto, la distinzione tra conflitto mitigato e conflitto sostanzialmente persistente tende inevitabilmente ad attenuarsi. L'adozione di politiche interne di supervisione o di procedure finalizzate all'identificazione del rischio conflittuale non modifica infatti, *per se*, l'interesse economico sottostante che orienta il comportamento dell'intermediario. Ne consegue che il conflitto può permanere, pur risultando formalmente sottoposto a meccanismi di controllo organizzativo.

È sotto questo profilo che emergono alcune delle principali criticità rivolte all'impostazione adottata da *Regulation Best Interest*. Parte della dottrina ha osservato come le tecniche di *conflict management* rischino di concentrarsi prevalentemente sul governo procedurale del conflitto, senza incidere in misura significativa sugli incentivi economici che ne costituiscono

⁴⁰⁸ Sul rapporto tra tecniche di mitigazione e persistenza dei conflitti strutturali, v. T. PONTEGONZALES – A. LEVITIN, *Conflicted Advisors*, in *Yale Journal on Regulation*, 2019, p. 401 ss.

⁴⁰⁹ FINRA, *Report on Conflicts of Interest*, ottobre 2013, p. 20 ss.

l'origine.⁴¹⁰ In simili circostanze, il rischio è che la mitigazione si traduca in una forma di amministrazione della persistenza del conflitto piuttosto che nella sua effettiva riduzione.

La questione assume maggiore rilievo qualora si considerino i meccanismi attraverso cui gli incentivi economici influenzano il processo decisionale dell'intermediario. Come più volte osservato, l'effetto distorsivo non si manifesta necessariamente mediante la formulazione di raccomandazioni manifestamente incompatibili con l'interesse dell'investitore, potendo operare attraverso alterazioni più sottili dei criteri di selezione tra opzioni astrattamente appropriate. In tali ipotesi, la permanenza dell'incentivo economico conserva una capacità orientativa che difficilmente appare integralmente neutralizzabile mediante obblighi procedurali o sistemi interni di controllo.⁴¹¹

L'esperienza applicativa successiva all'introduzione di *Regulation Best Interest* sembra confermare, almeno in parte, tale criticità. Gli interventi di *enforcement* promossi dalla *Securities and Exchange Commission* hanno frequentemente riguardato non tanto l'esistenza del conflitto in sé, quanto l'insufficienza delle procedure adottate dagli intermediari per gestirlo o comunicarlo adeguatamente, confermando la centralità attribuita dal regolatore alla qualità dei presidi organizzativi predisposti.⁴¹² L'attenzione permane dunque concentrata sulla conformità dei processi interni più che sulla compatibilità sostanziale delle strutture incentivanti con il perseguimento del *best interest*.

Da ciò sembra emergere una tensione difficilmente eliminabile. Quanto più il conflitto di interesse risulta incorporato nei meccanismi economici che sostengono la redditività dell'attività di intermediazione, tanto più complesso appare l'obiettivo di neutralizzarne gli effetti senza incidere sui modelli distributivi che ne costituiscono il presupposto. In tale prospettiva, la regolazione si confronta con un limite strutturale: la difficoltà di perseguire una piena tutela sostanziale dell'investitore preservando, al contempo, incentivi economici che possono orientare la raccomandazione finanziaria.

Ne deriva che – come già sistematicamente ricostruito – una parte delle criticità attribuite a *Regulation Best Interest* non sembra derivare dall'insufficienza delle tecniche di mitigazione

⁴¹⁰ Cfr. J. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers*, in *California Law Review*, 2002, p. 651 ss.

⁴¹¹ D.A. MOORE – G. LOEWENSTEIN, *Self-Interest, Automaticity and the Psychology of Conflict of Interest*, in *Social Justice Research*, 2004, p. 191 ss.

⁴¹² SEC, *Risk Alert: Observations from Broker-Dealer Examinations Related to Regulation Best Interest*, Division of Examinations, gennaio 2022, p. 3 ss.

considerate isolatamente, quanto piuttosto dalla tensione intrinseca sottesa all'obiettivo perseguito dalla disciplina: contenere gli effetti dei conflitti di interesse senza alterare significativamente le condizioni economiche che ne rendono possibile la persistenza. È entro tale equilibrio, tra esigenza protettiva e sostenibilità del modello distributivo, che si collocano i limiti più profondi dell'approccio regolatorio fondato sulla mitigazione.

5.4. Limiti intrinseci delle tecniche di mitigazione

La scelta di affidare la gestione dei conflitti a presidi organizzativi calibrati secondo parametri di ragionevolezza, già esaminata con riferimento alla *Conflict of Interest Obligation*, pone un distinto problema sul piano dell'effettività della tutela. Se, infatti, la flessibilità dello standard consente di adattare le misure di mitigazione alla varietà dei modelli operativi e dei conflitti concretamente rilevanti, occorre verificare entro quali limiti la discrezionalità così riconosciuta rimanga funzionale alla protezione dell'investitore e quando, invece, possa divenire essa stessa fonte di criticità.

Sotto questo profilo, formule quali *reasonably designed policies and procedures* attribuiscono al *broker-dealer* un margine di apprezzamento nella determinazione dei presidi concretamente necessari. Tale flessibilità risponde all'impossibilità di predeterminare, in via uniforme, misure adeguate rispetto a intermediari caratterizzati da dimensioni, strutture organizzative, modelli remunerativi e tipologie di conflitto differenti. Il medesimo margine valutativo presenta, tuttavia, una possibile implicazione di segno opposto: proprio l'assenza di prescrizioni integralmente predeterminate può consentire all'intermediario di adottare, entro lo spazio lasciato aperto dallo standard, soluzioni organizzative meno incisive nella neutralizzazione degli incentivi conflittuali, pur suscettibili di essere rappresentate come ragionevoli alla luce delle circostanze del caso.⁴¹³

La medesima elasticità si riflette, su un diverso piano, sull'attività di vigilanza e di *enforcement*. La conformità delle misure adottate non può essere apprezzata mediante il

⁴¹³ Sui margini di discrezionalità che la regolazione per principi riconosce ai soggetti regolati e sul correlato rischio che la flessibilità dello standard possa prestarsi a forme di *creative compliance*, nelle quali la condotta risulta formalmente riconducibile entro i confini della regola senza necessariamente realizzarne pienamente le finalità, v. J. BLACK, *Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, vol. 3, 2008, p. 425 ss., spec. pp. 438 ss. Con specifico riferimento alla flessibilità riconosciuta ai *broker-dealers* nella configurazione delle politiche e procedure richieste dalla *Conflict of Interest Obligation*, cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33389 ss. (2019).

mero riscontro di requisiti rigidamente tipizzati, richiedendo una valutazione contestuale della loro ragionevolezza rispetto ai conflitti che il *broker-dealer* era chiamato a identificare e governare. Ne deriva una tensione tra adattabilità e prevedibilità dello standard: la prima consente di commisurare l'intervento regolatorio alle caratteristiche del caso concreto; la seconda può risultare attenuata dalla difficoltà di determinare *ex ante* il punto oltre il quale una misura organizzativa cessa di essere ragionevolmente adeguata.⁴¹⁴

Un ulteriore limite riguarda l'effettività dei presidi all'interno di organizzazioni complesse. All'aumentare della segmentazione delle funzioni aziendali e della pluralità degli incentivi economici operanti simultaneamente, la criticità non risiede necessariamente nell'assenza formale di politiche e procedure, quanto nella capacità di assicurarne l'effettiva incidenza sulla condotta dei soggetti coinvolti nel processo di raccomandazione.⁴¹⁵ La predisposizione di un sistema organizzativo conforme alla disciplina costituisce, in altri termini, una condizione necessaria, ma non consente di presumere che gli incentivi economici sottostanti abbiano cessato di esercitare influenza sul comportamento individuale.

Il limite delle tecniche di mitigazione emerge, pertanto, dalla distanza che può intercorrere tra adeguatezza del presidio organizzativo e neutralizzazione effettiva dell'incentivo conflittuale. Ciò non implica che la mitigazione sia intrinsecamente inefficace, ma pone il problema di stabilire fino a che punto strumenti necessariamente flessibili e preventivi siano in grado di incidere su conflitti radicati nella struttura economica dell'attività intermediativa.

⁴¹⁴ Sulla tensione, propria dei modelli di regolazione fondati su standard e principi, tra flessibilità applicativa e prevedibilità *ex ante* della condotta richiesta, nonché sul conseguente ampliamento dello spazio valutativo riconosciuto tanto ai soggetti regolati quanto alle autorità di vigilanza, v. J. BLACK, *Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, vol. 3, 2008, p. 425 ss., spec. pp. 435 ss. Con specifico riferimento a *Regulation Best Interest*, cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 *Fed. Reg.* 33318, 33389 ss. (2019), ove la Commissione configura il requisito del *reasonable design* in termini necessariamente commisurati alla natura e alle caratteristiche dei conflitti concretamente presenti nell'attività del *broker-dealer*.

⁴¹⁵ Sulla necessità che i presidi organizzativi per la gestione dei conflitti non si esauriscano nella predisposizione formale di politiche e procedure, ma siano integrati nei sistemi di supervisione e nella concreta operatività dell'intermediario, v. FINRA, *Report on Conflicts of Interest*, ottobre 2013, p. 28 ss.; cfr. altresì SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 *Fed. Reg.* 33318, 33389 ss. (2019), che richiede al *broker-dealer* di *establish, maintain, and enforce* politiche e procedure scritte *reasonably designed* per il trattamento dei conflitti rilevanti.

Capitolo VI - La crisi del paradigma informativo e i limiti strutturali della compliance regolatoria

6.1. Introduzione metodologica

L'analisi svolta nel capitolo precedente ha consentito di esaminare i limiti della *disclosure* entro uno specifico ambito applicativo, quello della regolazione dei conflitti di interesse nella relazione tra *broker-dealer* e investitore. Le criticità emerse in tale contesto assumono, tuttavia, una portata che trascende la disciplina dei conflitti. La difficoltà dell'informazione di tradursi, per il solo fatto di essere resa disponibile, in un'effettiva capacità del *retail customer* di proteggere i propri interessi pone infatti una questione più generale circa i presupposti sui quali si fonda il ricorso alla *disclosure* quale tecnica di regolazione dei mercati finanziari.

Muovendo dalle conclusioni raggiunte con riferimento ai conflitti di interesse, il presente capitolo estende l'indagine al paradigma informativo nel suo complesso. La prospettiva adottata è, in tal senso, di carattere induttivo: le insufficienze riscontrate nell'applicazione della *disclosure* a una specifica fattispecie regolatoria costituiscono il punto di partenza per verificare se analoghi limiti siano riconducibili alle più generali assunzioni circa il ruolo dell'informazione e la capacità dell'investitore di utilizzarla efficacemente nel processo decisionale.

6.1. La disclosure quale tecnica fondativa della regolazione finanziaria

La centralità storicamente attribuita alla *disclosure* costituisce uno degli elementi maggiormente caratterizzanti dell'architettura della moderna regolazione finanziaria statunitense. Sin dalle riforme introdotte nel periodo successivo alla crisi del 1929, il legislatore federale ha perseguito la tutela dell'investitore non già mediante un sindacato sostanziale circa l'opportunità economica delle operazioni finanziarie o la qualità dei prodotti collocati sul mercato, quanto piuttosto attraverso la predisposizione di un sistema fondato sulla diffusione obbligatoria di informazioni reputate necessarie a consentire decisioni di investimento consapevoli.⁴¹⁶

La logica sottesa ai *Securities Acts* degli anni Trenta si fondava, in termini essenziali, sull'assunto secondo cui la principale vulnerabilità dell'investitore derivasse dall'asimmetria

⁴¹⁶ Securities Act of 1933; Securities Exchange Act of 1934, cit.

informativa fisiologicamente esistente nei rapporti con emittenti e intermediari. Entro tale impostazione, il compito del regolatore non consisteva nell'eliminare il rischio economico connesso all'investimento né nel sostituirsi alla valutazione individuale dell'operatore, bensì nel creare le condizioni affinché la scelta economica potesse essere esercitata in presenza di un patrimonio informativo sufficientemente ampio e affidabile.⁴¹⁷

La *disclosure* veniva così a svolgere una funzione che trascendeva la mera trasparenza documentale, assumendo il ruolo di tecnica ordinante del mercato: strumento attraverso cui correggere imperfezioni informative, favorire una più efficiente allocazione delle risorse e, indirettamente, rafforzare la fiducia degli investitori nell'integrità del sistema finanziario.⁴¹⁸

La progressiva espansione degli obblighi informativi oltre il perimetro originario della disciplina delle offerte al pubblico testimonia la crescente pervasività attribuita a tale paradigma. La *disclosure* ha infatti progressivamente assunto carattere trasversale, venendo impiegata quale meccanismo di regolazione rispetto a fenomeni eterogenei: dalla determinazione dei costi alla rappresentazione del rischio, dalla struttura delle remunerazioni alla gestione dei conflitti di interesse. In tale evoluzione sembra rinvenirsi una persistente fiducia nella capacità dell'informazione di operare quale strumento correttivo delle distorsioni del mercato.

Proprio tale progressiva estensione dell'obbligo informativo ha tuttavia favorito l'emersione di una tensione destinata ad assumere rilievo crescente nella riflessione contemporanea. La stratificazione degli obblighi di *disclosure* sembra infatti aver alimentato una graduale sovrapposizione tra adempimento informativo ed effettività della tutela, sino a indurre, talvolta implicitamente, l'identificazione della conformità regolatoria con la mera produzione dell'informazione richiesta.⁴¹⁹

In tale prospettiva, il problema cessa di riguardare esclusivamente la quantità o completezza dell'informazione *resa* disponibile all'investitore e investe una questione più radicale, ovvero se la disclosure continui effettivamente a costituire, nel contesto dei mercati finanziari contemporanei, una tecnica regolatoria idonea a perseguire gli obiettivi di protezione sostanziale che storicamente ne hanno giustificato la centralità.

⁴¹⁷ L. LOSS – J. SELIGMAN – T. PAREDES, *Securities Regulation*, New York, 2019, p. 36 ss.

⁴¹⁸ F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *Virginia Law Review*, 1984, p. 669 ss.

⁴¹⁹ O.M. BEN-SHAHAR – C.E. SCHNEIDER, *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, 2014, p. 12 ss.

6.2. Compliance procedurale ed effettività della tutela dell'investitore

Nel dibattito contemporaneo sulla regolazione dei mercati finanziari, un ruolo centrale è attribuito ai sistemi di *compliance* aziendale quali strumenti privilegiati di prevenzione dei conflitti di interesse e di tutela dell'integrità delle pratiche di intermediazione. La crescente enfasi posta dal legislatore e dalle autorità di vigilanza sulla responsabilità organizzativa degli intermediari ha contribuito a consolidare l'idea che l'adozione di adeguate politiche di *compliance* possa costituire una risposta efficace alle distorsioni generate dagli incentivi economici.⁴²⁰

Tuttavia, una parte significativa della dottrina ha iniziato a interrogarsi sulla reale capacità di tali sistemi di incidere in modo sostanziale sui comportamenti dei professionisti finanziari.⁴²¹ Sebbene i modelli di *compliance* risultino frequentemente allineati alle prescrizioni regolatorie sul piano formale, la loro effettiva idoneità a prevenire e contenere i conflitti di interesse appare condizionata dalla struttura degli incentivi economici che caratterizza l'operatività delle società di intermediazione.⁴²²

In questo contesto, è stato osservato come la funzione di *compliance* difficilmente possa dirsi del tutto imparziale, essendo inserita all'interno di organizzazioni in cui obiettivi di redditività, ricavi commissionali e valorizzazione del capitale azionario esercitano un'influenza costante. Ne deriva il rischio, più che concreto, che la *compliance* si trasformi in un meccanismo prevalentemente formale, orientato più alla gestione del rischio legale e reputazionale dell'ente che alla tutela effettiva dell'investitore.⁴²³

Le criticità emerse in relazione all'efficacia sostanziale dei sistemi di *compliance* non si esauriscono, tuttavia, sul piano teorico o speculativo. Al contrario, trovano riscontro concreto

⁴²⁰ Il riferimento agli incentivi economici richiede, peraltro, una precisazione terminologica. Incentivo e conflitto di interesse designano fenomeni distinti, sebbene frequentemente connessi: il primo individua il meccanismo economico suscettibile di orientare la condotta dell'intermediario (commissioni differenziate, bonus, *sales targets*, *revenue sharing*, etc.), mentre il secondo attiene alla compresenza di interessi potenzialmente divergenti nell'ambito della relazione con il cliente. L'incentivo può pertanto costituire una fonte o un fattore di intensificazione del conflitto, senza tuttavia identificarsi con esso. Al contempo, non ogni incentivo genera necessariamente un conflitto e non ogni conflitto deriva necessariamente da un incentivo remunerativo.

⁴²¹ M. E. STUCKE, cit. alla nota 105, pp. 770-771, ove si discute la persistenza di fenomeni di *ineffective compliance* e di criminalità d'impresa nonostante gli incentivi alla conformità interna.

⁴²² S. GADINIS, A. MIAZAD, cit. alla nota 39, p. 2155.

⁴²³ J. ARMOUR, J. N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholder Value*, in *Journal of Legal Analysis*, 6, 2014, p. 35 ss., spec. p. 38; D. C. LANGEVOORT, *Cultures of Compliance*, in *American Criminal Law Review*, 54, 2017, p. 933 ss., spec. pp. 949-950.

in numerosi episodi di *malpractice* che hanno interessato istituzioni finanziarie di primaria rilevanza, evidenziando come l'adozione formale di procedure di compliance non sia, di per sé, sufficiente a prevenire comportamenti opportunistici o fraudolenti.

In tali contesti, la *compliance* tende a operare come un meccanismo difensivo *ex post*, volto a dimostrare l'adempimento di obblighi regolatori piuttosto che come uno strumento effettivo di controllo dei rischi e di contenimento dei conflitti di interesse. La distanza tra conformità formale ed effettività sostanziale diviene particolarmente evidente quando i sistemi di incentivazione interna risultano strutturati in modo tale da premiare condotte potenzialmente distorsive senza che ciò si traduca in un corrispondente livello di responsabilizzazione a livello dirigenziale.⁴²⁴

In tale prospettiva, il caso Wells Fargo assume rilevanza paradigmatica. L'episodio non rappresenta soltanto una grave violazione delle normative in materia di *securities*, ma costituisce altresì un esempio emblematico del fallimento di un modello di *compliance* fondato prevalentemente sull'autoregolazione e sulla presunzione di adeguatezza dei controlli interni. L'analisi di tale vicenda consente, pertanto, di mettere in luce i limiti strutturali di un approccio regolatorio che affida alla sola esistenza di procedure di conformità il compito di prevenire pratiche illecite sistemiche.

6.3. La crisi finanziaria come *stress test* del modello regolatorio

Nonostante Wells Fargo abbia superato la crisi economica senza significative ripercussioni reputazionali,⁴²⁵ nel 2016 ne è emersa la sistematica violazione delle normative in materia di *securities* a seguito dell'apertura di milioni di conti fittizi da parte dei dipendenti per soddisfare obiettivi di vendita particolarmente aggressivi e massimizzare i compensi commissionali.⁴²⁶ Tali condotte si inserivano in un sistema di incentivi strutturalmente

⁴²⁴ Per effettività della tutela deve intendersi, in questa sede, la capacità dell'assetto regolatorio di tradurre la protezione formalmente riconosciuta dall'ordinamento in una concreta incidenza sulla posizione dell'investitore. La nozione non coincide, pertanto, con la mera conformità alla prescrizione regolatoria, che attiene all'osservanza della regola da parte del soggetto obbligato, né con la sola astratta idoneità dello strumento a perseguire la finalità protettiva. Essa investe, piuttosto, il rapporto tra la disciplina predisposta e la concreta realizzazione dell'interesse che la stessa è destinata a proteggere.

⁴²⁵ *What Kind of Bank Will Wells Fargo Be?*, in *The Economist*, 26 ottobre 2019; S. GADINIS, A. MIAZAD, cit. alla nota 39, p. 2203, ove si richiama lo scandalo dei *fake accounts* quale indice di gravi criticità culturali e organizzative.

⁴²⁶ S. COWLEY, *Wells Fargo Review Finds 1.4 Million More Suspect Accounts*, in *New York Times*, 31 agosto 2017.

orientato alla massimizzazione delle vendite, con la tacita - e talvolta esplicita - acquiescenza del *management*. I *bonus* e i sistemi premianti risultavano funzionali al raggiungimento di *target* quantitativi, mentre le pratiche illecite generate da tali pressioni producevano benefici economici diretti per i vertici aziendali.⁴²⁷

Ciò che rende il caso particolarmente significativo sotto il profilo regolatorio è il fatto che Wells Fargo disponesse formalmente di un articolato sistema di *compliance*,⁴²⁸ comprensivo di programmi di formazione etica, team dedicati al controllo interno e dichiarazioni ufficiali attestanti la conformità alle normative vigenti.⁴²⁹ Tali strumenti si sono tuttavia rivelati del tutto inadeguati a prevenire condotte fraudolente, dimostrando come un sistema di *compliance* privo di effettivi meccanismi di responsabilizzazione verticale sia intrinsecamente destinato a fallire.

Il tentativo, da parte dei vertici aziendali, di attribuire la responsabilità dello scandalo ai dipendenti evidenzia una dinamica ricorrente nei grandi conglomerati finanziari: l'utilizzo della *compliance* come *façade* organizzativa, idonea a schermare la dirigenza da responsabilità dirette pur in presenza di evidenti benefici economici derivanti dal perseguimento di condotte illecite.⁴³⁰

6.4. Assenza di *accountability* individuale e limiti strutturali dell'approccio statunitense

La crescente incorporazione degli obblighi di condotta all'interno di assetti organizzativi e procedurali solleva un problema ulteriore rispetto a quello, sin qui esaminato, dell'adeguatezza dei presidi di *compliance*, ovverosia quello dell'imputazione della responsabilità per il loro concreto funzionamento. Nelle organizzazioni finanziarie complesse, la scomposizione dei processi decisionali e di controllo tra una pluralità di funzioni può rendere progressivamente meno immediata l'individuazione del soggetto cui ricondurre l'omessa prevenzione della violazione, determinando una potenziale divaricazione tra responsabilità

⁴²⁷ *Id.*; M. CORKERY, S. COWLEY, *Wells Fargo Warned Workers Against Sham Accounts, but "They Needed a Paycheck"*, in *New York Times*, 16 settembre 2016.

⁴²⁸ M. CORKERY, S. COWLEY, cit. alla nota precedente, ove si evidenzia come, nonostante gli interventi correttivi dichiarati dall'istituto finanziario, le pratiche illecite abbiano continuato a verificarsi.

⁴²⁹ *Id.*

⁴³⁰ E. LIGGETT, *Transforming Broker Discretion into Senior Executive Accountability*, in *George Washington Law Review*, 89, 2021, p. 1016 ss.

dell'intermediario e responsabilità individuale di coloro ai quali ne sono affidate la direzione e la supervisione.

La questione assume specifico rilievo nell'ordinamento statunitense, il quale non è estraneo a forme di responsabilità individuale per omessa supervisione. La *Section 15(b)(4)(E)* del *Securities Exchange Act* contempla espressamente la *failure reasonably to supervise*, configurabile qualora il soggetto investito di funzioni di supervisione ometta di esercitarle ragionevolmente al fine di prevenire violazioni della disciplina federale da parte di una persona sottoposta alla sua supervisione.⁴³¹ Ne risulta un modello nel quale l'*individual accountability* si innesta sulla previa individuazione di una relazione di supervisione e sull'accertamento della violazione dei doveri che da essa discendono.

La struttura assunta dalla responsabilità individuale nell'ordinamento statunitense offre, sotto tale profilo, il presupposto per un raffronto con l'esperienza britannica. Il ricorso alla comparazione non implica una corrispondenza funzionale tra *Regulation Best Interest* e la disciplina britannica, né è diretto ad estendere l'indagine all'assetto complessivo dei rispettivi sistemi di regolazione finanziaria. Il *tertium comparationis* è più circoscritto, in quanto attiene alle tecniche normative mediante le quali la responsabilità per il funzionamento dei presidi organizzativi viene imputata alle persone fisiche collocate ai vertici dell'impresa finanziaria. Sotto tale profilo, il *Senior Managers and Certification Regime* (SM&CR), noto anche come *Accountability Regime*, offre un termine di confronto particolarmente significativo, promuovendo un modello alternativo di articolazione del rapporto tra organizzazione, supervisione e responsabilità individuale che muove dalla preventiva identificazione delle funzioni apicali e dall'attribuzione nominativa delle relative sfere di responsabilità.⁴³²

⁴³¹ *Securities Exchange Act of 1934*, § 15(b)(4)(E), 15 U.S.C. § 78o(b)(4)(E); quanto all'applicazione della disciplina alla persona associata a un *broker-dealer*, v. *Securities Exchange Act of 1934*, § 15(b)(6)(A), 15 U.S.C. § 78o(b)(6)(A). Sul criterio di individuazione del soggetto investito di funzioni di supervisione, cfr. SEC, *Frequently Asked Questions about Liability of Compliance and Legal Personnel at Broker-Dealers under Sections 15(b)(4) and 15(b)(6) of the Exchange Act*, 30 settembre 2013, ove si precisa che la qualifica di *supervisor* deve essere accertata alla luce delle circostanze del caso concreto e, in particolare, del grado di «responsibility, ability or authority» del soggetto rispetto alla condotta dell'autore della violazione.

⁴³² Sul modello di allocazione delle responsabilità proprio del *Senior Managers and Certification Regime*, v. FCA, *The Senior Managers and Certification Regime: Guide for FCA Solo-Regulated Firms*, 2019, spec. sez. 7; cfr. FCA Handbook, SYSC 26.2.1G-26.2.2G, ove l'*Overall Responsibility Requirement* è ricondotto all'esigenza che l'attribuzione delle responsabilità avvenga in modo “systematically and explicitly” e sia espressamente formalizzata, anziché risultare implicitamente o in via residuale dall'assetto organizzativo.

6.5. L'allocazione individuale della responsabilità nel *Senior Managers and Certification Regime*

Nell'ordinamento britannico, il problema dell'imputazione individuale della responsabilità all'interno delle imprese finanziarie ha trovato una specifica risposta normativa nel *Senior Managers and Certification Regime* (SM&CR). Il regime normativo, la cui applicazione è affidata, nell'ambito delle rispettive competenze, alla *Financial Conduct Authority* (FCA) e alla *Prudential Regulation Authority* (PRA), muove dall'esigenza di rendere previamente identificabili le funzioni e le responsabilità riconducibili ai soggetti che occupano posizioni apicali nell'organizzazione societaria.⁴³³

La peculiarità del modello non risiede, pertanto, nella mera previsione di forme di responsabilità personale, presenti - come osservato - anche nell'ordinamento statunitense, quanto nella tecnica mediante la quale tale responsabilità viene strutturata. L'imputazione non è affidata esclusivamente alla ricostruzione *ex post* delle funzioni di supervisione concretamente esercitate, ma è preceduta dalla formalizzazione *ex ante* delle sfere di competenza attribuite ai soggetti investiti delle principali funzioni manageriali. È in tale preventiva corrispondenza tra funzione, competenza e responsabilità che si colloca il tratto qualificante dello SM&CR ai fini del presente raffronto.

L'obiettivo centrale dello SM&CR è quello di attribuire una responsabilità giuridica diretta ai *senior manager* per le violazioni commesse all'interno delle aree di competenza loro assegnate, incentivando una gestione del rischio effettivamente votata al controllo attivo.⁴³⁴ A tal fine, il regime prevede l'individuazione delle c.d. *Senior Management Functions* (SMFs), che identificano i ruoli dirigenziali dotati del maggiore potenziale di impatto sull'integrità dei mercati.⁴³⁵

Alle SMFs si affiancano le *prescribed responsibilities*, ossia responsabilità specifiche che devono essere formalmente attribuite e documentate, includendo, tra l'altro, la supervisione

⁴³³ Sul *Senior Managers and Certification Regime* e sulla sua progressiva estensione soggettiva, v. FCA, *Senior Managers and Certification Regime*, ove sono ricostruite l'introduzione del regime per banche, *building societies*, *credit unions* e *PRA-designated investment firms* nel 2016, la successiva estensione agli assicuratori e, dal 9 dicembre 2019, alle imprese soggette alla sola vigilanza della FCA. Per le *solo-regulated firms*, v. altresì FCA Handbook, SYSC 23.3.2G-23.3.3G.

⁴³⁴ YONGE, HOWSE, cit. alla nota 122.

⁴³⁵ In ordine alle *Senior Management Functions* e alla preventiva approvazione dei soggetti chiamati a esercitarle, v. FCA Handbook, SUP 10C, nonché FCA, *Senior Managers Regime*. La FCA individua nelle SMFs le funzioni ricoperte dai soggetti posti nelle posizioni decisionali di maggiore rilievo, assoggettandone l'esercizio a preventiva approvazione regolatoria. In particolare, si vedano le pp. 18-19 (SMF per imprese *Core*); pp. 21-22 (imprese *Limited Scope*); pp. 23-25 (imprese *Enhanced*).

della *compliance* normativa, la gestione dei rischi di criminalità finanziaria e i sistemi di formazione e *reporting*.⁴³⁶ Ogni *senior manager* è tenuto a sottoscrivere uno *Statement of Responsibilities*,⁴³⁷ mentre le imprese di categoria *enhanced* devono predisporre una *Responsibilities Map* per offrire una rappresentazione organica della struttura di responsabilità aziendale.⁴³⁸

Elemento distintivo del regime è l'introduzione del *Duty of Responsibility*,⁴³⁹ che comporta una responsabilità personale diretta del *senior manager* in caso di violazioni normative, salvo la prova di aver adottato tutte le misure ragionevoli per prevenirle o interromperle.⁴⁴⁰ Questo approccio si differenzia radicalmente dal modello statunitense delineato dalla *Section 15(b)(4)(e)* dell'*Exchange Act*, che consente ai dirigenti di invocare una *affirmative defense* fondata sulla mera esistenza di un sistema di *compliance* formalmente adeguato.⁴⁴¹

Nel contesto dello SM&CR, la presenza di un sistema di *compliance* “ragionevole” non è sufficiente a escludere la responsabilità del *management*.⁴⁴² Al contrario, la responsabilità è ancorata all'effettività delle misure adottate, segnando un passaggio da una logica di conformità formale a una responsabilizzazione sostanziale e individuale dei vertici aziendali.⁴⁴³

⁴³⁶ Sulle *prescribed responsibilities*, v. FCA Handbook, SYSC 24, spec. SYSC 24.3 e Annex 1, che individua le responsabilità da attribuire agli SMF managers in funzione della categoria e delle caratteristiche dell'impresa; cfr. FCA, *Senior Managers Regime*, secondo cui tali responsabilità si aggiungono a quelle inerenti alla specifica funzione e sono volte ad assicurare l'individuazione di un soggetto responsabile per i principali rischi prudenziali e di condotta.

⁴³⁷ Sugli *Statements of Responsibilities*, v. FCA Handbook, SUP 10C.11, spec. SUP 10C.11.28G; cfr. FCA, *FG19/2: SM&CR: Guidance on Statements of Responsibilities and Responsibilities Maps*, 8 marzo 2019. Lo *Statement of Responsibilities* è volto a identificare le responsabilità riconducibili al singolo SMF manager e deve essere aggiornato in presenza di modifiche significative delle stesse.

⁴³⁸ In relazione alle *Management Responsibilities Maps*, richieste alle *enhanced scope firms*, v. FCA Handbook, SYSC 25; cfr. FCA, *FG19/2: SM&CR: Guidance on Statements of Responsibilities and Responsibilities Maps*, 8 marzo 2019. La *Responsibilities Map* rappresenta unitariamente l'assetto di gestione e *governance* dell'impresa e l'allocazione delle relative responsabilità.

⁴³⁹ Sul *Duty of Responsibility*, v. *Financial Services and Markets Act 2000*, § 66A(5); FCA Handbook, DEPP 6.2.9-A G ss.; cfr. FCA, *PS18/16: The Duty of Responsibility for insurers and FCA solo-regulated firms*, 4 luglio 2018. L'esercizio del potere sanzionatorio presuppone, oltre alla violazione di un requisito rilevante da parte dell'impresa e alla responsabilità del *senior manager* per l'attività cui la violazione si riferisce, che questi non abbia adottato le misure che una persona nella medesima posizione avrebbe potuto ragionevolmente essere tenuta ad adottare per evitare che la violazione si verificasse o proseguisse.

⁴⁴⁰ *Id.*, ove si precisa che l'onere della prova grava sulla FCA e che le decisioni sanzionatorie sono adottate caso per caso.

⁴⁴¹ 15 U.S.C. § 78o(b)(4)(E).

⁴⁴² *Financial Conduct Authority*, cit. alla nota 121, p. 14.

⁴⁴³ *Id.*; REYNOLDS, SAHNI, cit. alla nota 135.

6.5.1. *Certification Functions e articolazione soggettiva dell'accountability*

Un ulteriore elemento di netta discontinuità tra *Regulation Best Interest* e l'SM&CR è rappresentato dal ruolo attivo e strutturale attribuito all'autorità di vigilanza nel modello britannico. Nell'ambito dello SM&CR, la *Financial Conduct Authority* non si limita a verificare *ex post* la conformità formale dei sistemi di *compliance*, ma interviene in modo diretto e continuativo nella definizione, nel monitoraggio e nella validazione delle responsabilità dirigenziali all'interno delle istituzioni finanziarie.

In questa prospettiva, la supervisione regolatoria non si esaurisce nell'adempimento di obblighi normativi astratti, ma assume una funzione strategica nella garanzia della trasparenza organizzativa e dell'affidabilità della *governance* aziendale. Lo SM&CR istituzionalizza, infatti, un dialogo costante tra autorità di vigilanza e vertici aziendali, fondato su meccanismi di autorizzazione preventiva, tracciabilità delle responsabilità e valutazione continua dell'idoneità dei soggetti che esercitano funzioni rilevanti.

Le nomine dei *senior manager* vengono subordinate a un processo di approvazione da parte della FCA, chiamata a verificare preventivamente la competenza, l'integrità e l'affidabilità del candidato.⁴⁴⁴ A tal fine, ciascun *senior manager* è tenuto – come già accennato – a presentare uno *Statement of Responsibilities* (SoR), documento che individua in modo puntuale le aree di responsabilità attribuite all'interno dell'organizzazione.⁴⁴⁵ Il SoR deve essere costantemente aggiornato e ripresentato in caso di modifiche significative, consentendo all'autorità di vigilanza di mantenere una visione sempre attuale dell'assetto decisionale interno.⁴⁴⁶

Accanto al regime di autorizzazione dei *senior manager*, il SM&CR introduce il requisito di *fitness and propriety*, imponendo alle imprese una valutazione periodica e rigorosa dell'idoneità non solo dei vertici, ma anche di coloro che svolgono le cosiddette *Certification Functions*.⁴⁴⁷ Queste ultime comprendono quei ruoli che, pur non essendo soggetti a nomina diretta da parte della FCA, possono esporre l'impresa o la clientela a rischi significativi.⁴⁴⁸ La valutazione di *fitness and propriety* implica un controllo annuale che include l'analisi di

⁴⁴⁴ *The UK's Expanded Senior Managers and Certification Regime*, cit. alla nota 124; *Financial Conduct Authority*, cit. alla nota 121, p. 13.

⁴⁴⁵ *Financial Conduct Authority*, cit. alla nota 121, p. 14.

⁴⁴⁶ *Id.*

⁴⁴⁷ *Id.*, p. 40.

⁴⁴⁸ *Id.*, p. 10.

precedenti disciplinari e penali, la raccolta di referenze e la verifica di requisiti quali integrità, reputazione e competenza professionale.⁴⁴⁹

L'insieme di tali strumenti consente all'autorità di vigilanza di conoscere con precisione chi esercita un'influenza sostanziale sulle decisioni aziendali e di intervenire in via preventiva.⁴⁵⁰ Come osservato in dottrina, uno dei limiti dei tradizionali sistemi di *compliance* può risiedere nella loro attivazione prevalentemente reattiva, quando l'emersione della violazione o delle relative conseguenze abbia già reso manifeste eventuali carenze dei presidi interni.⁴⁵¹ In questo senso, il SM&CR indirizza la responsabilità verso i soggetti apicali, ossia coloro che, per posizione e potere decisionale, incidono in misura determinante sulla *performance culture* dell'impresa.

La portata di tale funzione preventiva non deve, tuttavia, essere sovrastimata. La certificazione periodica non assicura di per sé l'effettività dei controlli, né garantisce la tempestiva individuazione di eventuali condotte irregolari; essa anticipa, piuttosto, il momento del controllo sull'idoneità individuale, imponendo all'impresa di verificarne periodicamente la permanenza con riferimento a soggetti che, pur non esercitando *Senior Management Functions*, svolgono attività suscettibili di determinare un rischio di *significant harm* per l'impresa o per la clientela.⁴⁵²

6.5.2. *L'accountability individuale quale criterio di lettura delle disfunzioni organizzative: il caso Wells Fargo*

La rilevanza di un approccio fondato sulla responsabilità individuale del *management* emerge con particolare evidenza alla luce del già accennato scandalo che ha coinvolto Wells Fargo. Tale vicenda ha mostrato come, nonostante le riforme introdotte dal *Dodd-Frank Act* e l'adozione formale di sistemi di *compliance*, il *management* possa rimanere sostanzialmente indifferente all'effettiva attuazione dei controlli interni qualora l'ordinamento non preveda meccanismi di responsabilizzazione diretta per l'inefficacia di tali sistemi.⁴⁵³

⁴⁴⁹ *Id.*, pp. 40-41; per l'elenco dei requisiti di idoneità, v. *id.*, p. 43. pp. 40-41.

⁴⁵⁰ *Id.*, p. 6.

⁴⁵¹ E. LIGGETT, *Transforming Broker Discretion into Senior Executive Accountability*, in *George Washington Law Review*, 89, 2021, p. 1016 ss.

⁴⁵² *Financial Services and Markets Act 2000*, § 63E, spec. § 63E(5), in relazione al criterio del rischio di *significant harm* derivante dall'esercizio della funzione interessata; cfr. FCA Handbook, SYSC 27.

⁴⁵³ W. D. COBAN, *Wells Fargo Scandal May Be Sign of a Poisonous Culture*, in *New York Times*, 16 settembre 2016.

Nel contesto statunitense, l'obbligo di predisporre un *reasonable compliance system* non si accompagna a una responsabilità personale del *senior management* per il suo fallimento. Ne deriva una cultura aziendale che tende a privilegiare il profitto di breve periodo rispetto alla conformità normativa, legittimando condotte illecite attraverso la mera esistenza di procedure formalmente adeguate.⁴⁵⁴ In assenza di un collegamento diretto tra potere decisionale e responsabilità giuridica, la *compliance* rischia di essere percepita come un costo necessario piuttosto che come un elemento centrale della governance.

D'altro canto, l'SM&CR affronta tale criticità in modo radicale, imponendo ai *senior manager* di assumere una responsabilità attiva e personale per la promozione della compliance. La sottoscrizione degli *Statements of Responsibilities* non rappresenta un mero adempimento documentale, ma costituisce il presupposto per l'attribuzione di una responsabilità giuridica diretta in caso di violazioni.⁴⁵⁵ Il regime supera così il modello di supervisione passiva, fondato sull'assenza di colpa dimostrata *ex post*, e introduce un paradigma di *accountability* sostanziale.⁴⁵⁶

Applicando tale logica al caso Wells Fargo, l'attenzione regolatoria si sarebbe verosimilmente concentrata sulla cultura aziendale promossa dal *management*. In particolare, sarebbe stato possibile valutare se i vertici avessero consapevolmente incentivato obiettivi di vendita irrealistici e pratiche remunerative distorsive pur in presenza di un sistema di compliance formalmente conforme. Il presupposto è chiaro: chi esercita un'influenza tale da modellare la cultura aziendale deve essere chiamato a rispondere della sua conformità ai valori normativi.

6.5.3. Indipendenza delle funzioni di controllo e Responsibilities Maps

Particolarmente rilevante, nel modello SM&CR, è il principio di indipendenza delle funzioni di controllo. L'obbligo di evitare sovrapposizioni tra ruoli decisionali e funzioni di *audit* o *compliance* garantisce che i controlli siano esercitati in modo imparziale e tracciabile.⁴⁵⁷ Le *Management Responsibilities Maps*, richieste, tra l'altro, alle *enhanced-scope SMCR firms*,

⁴⁵⁴ *Id.*

⁴⁵⁵ *Id.*; *The UK's Expanded Senior Managers and Certification Regime*, cit. alla nota 124.

⁴⁵⁶ *Financial Conduct Authority*, cit. alla nota 121, p. 14.

⁴⁵⁷ *Id.*, p. 25. *Financial Services and Markets Act 2000*, § 63E, spec. § 63E(5), che individua le funzioni soggette al *Certification Regime* in relazione al rischio di *significant harm* derivante dall'attività svolta; cfr. FCA Handbook, SYSC 27.

forniscono una rappresentazione complessiva degli assetti di gestione e *governance*, delle linee di riporto e della distribuzione delle responsabilità individuali, consentendo all'autorità di vigilanza di individuare i soggetti cui siano imputabili le diverse sfere di responsabilità e agevolando, conseguentemente, l'esercizio dei relativi poteri di supervisione.⁴⁵⁸

In prospettiva comparata, l'interesse delle *Management Responsibilities Maps* risiede soprattutto nella loro attitudine a ridurre gli spazi di indeterminatezza nell'allocazione delle competenze all'interno delle organizzazioni finanziarie complesse. La rappresentazione formalizzata delle linee di responsabilità non assicura, di per sé, l'effettività dei controlli, ma è funzionale a ridurre quelle zone di sovrapposizione o dispersione delle competenze - veri e propri *accountability gaps* - nelle quali l'assenza di un responsabile chiaramente identificabile può ostacolare tanto la supervisione interna quanto il successivo accertamento della responsabilità individuale.⁴⁵⁹ Sotto tale profilo - e non quale garanzia generale di maggiore efficacia regolatoria - strumenti analoghi assumono interesse ai fini del confronto con il modello statunitense.

⁴⁵⁸ FCA Handbook, SYSC 25.1.1R, quanto all'ambito di applicazione delle disposizioni sulle *Management Responsibilities Maps*, comprensivo delle *enhanced scope SMCR firms*; SYSC 25.2.1R-25.2.3R, che impone che la *Management Responsibilities Map* descriva gli assetti di gestione e *governance* dell'impresa e dia conto delle linee di riporto e di responsabilità, dei soggetti che ne fanno parte e delle rispettive competenze, nonché delle modalità secondo cui le responsabilità siano ripartite o condivise; cfr. SYSC 25.1.6G, secondo cui la *Map* è altresì funzionale a consentire alla FCA di individuare «who is accountable if something goes wrong» e di esercitare i poteri attribuiti nei confronti dei singoli soggetti. V. altresì FCA, *FG19/2: Senior Managers and Certification Regime: Guidance on Statements of Responsibilities and Responsibilities Maps for FCA Firms*, marzo 2019, pp. 24 ss., ove si precisa che la *Responsibilities Map* deve offrire una rappresentazione dell'organizzazione e della *governance* dell'impresa, comprensiva dei relativi organi, delle linee di riporto del *senior management* e delle responsabilità attribuite ai *Senior Managers*.

⁴⁵⁹ FCA Handbook, SYSC 25.4.4G, secondo cui la *Management Responsibilities Map* deve essere strutturata in modo da dimostrare l'assenza di *gaps* nell'allocazione delle responsabilità tra i componenti del *management*; cfr. altresì FCA Handbook, SYSC 26.2.2G, che individua espressamente tra le finalità del regime quella di evitare attribuzioni di responsabilità meramente implicite o residuali, richiedendone invece l'allocazione espressa e consapevole e la relativa formalizzazione negli *Statements of Responsibilities* e, ove richiesta, nella *Management Responsibilities Map*. cfr. altresì SYSC 25.2.2R, che impone di rappresentare chiaramente le modalità secondo cui le responsabilità siano condivise o ripartite tra più soggetti, e SUP 10C.11.27G, secondo cui gli *Statements of Responsibilities* devono essere interpretati, ove possibile, in modo da evitare lacune nell'attribuzione delle responsabilità tra gli SMF managers. V. inoltre FCA, *FG19/2: Senior Managers and Certification Regime: Guidance on Statements of Responsibilities and Responsibilities Maps for FCA Firms*, marzo 2019, p. 6 ss., ove la FCA riconduce le *Overall Responsibilities* all'esigenza che ciascuna attività, area operativa e funzione aziendale sia riferibile a un *Senior Manager* chiaramente individuato e richiede, in caso di responsabilità contigue o condivise, che ne siano definite con precisione le rispettive linee di demarcazione.

6.5.4. *Graduazione dei requisiti di supervisione*

A differenza dell'approccio adottato dalla SEC, che ha privilegiato una regolamentazione uniforme e flessibile, lo SM&CR introduce una graduazione dei requisiti di supervisione in funzione delle dimensioni e della complessità dell'impresa. Le società classificate come *enhanced* sono soggette a obblighi più stringenti in ragione della loro capacità di incidere sulla stabilità del sistema finanziario.

L'adozione di un modello analogo negli Stati Uniti, in particolare per le *Large and Complex Financial Institutions*, risponderebbe a una delle finalità originarie del *Dodd-Frank Act*, ovvero a garantire che gli operatori sistemicamente rilevanti siano sottoposti a un livello di supervisione proporzionato al rischio che essi generano, consentendo di trasformare la *compliance* da mero adempimento organizzativo a strumento effettivo di prevenzione dei conflitti di interesse e di tutela dell'investitore.

Capitolo VII - *Enforcement* ed effettività dello standard di *best interest*

7.1. L'*enforcement* amministrativo quale strumento primario di attuazione

L'introduzione di uno standard di condotta maggiormente articolato rispetto al tradizionale *suitability regime* rende inevitabile lo spostamento dell'attenzione dall'analisi del contenuto sostanziale degli obblighi imposti agli intermediari alla verifica della loro concreta capacità conformativa. La portata effettiva di una disciplina regolatoria non appare infatti misurabile esclusivamente in funzione del grado di sofisticazione delle prescrizioni introdotte o dell'ampiezza delle tutele astrattamente riconosciute all'investitore, risultando altresì condizionata dai meccanismi attraverso i quali l'osservanza di tali prescrizioni viene verificata e, in caso di violazione, coercitivamente assicurata.⁴⁶⁰

Sotto tale profilo, *Regulation Best Interest* presenta una caratteristica di particolare rilievo sistematico: l'effettività dello standard introdotto dalla *Securities and Exchange Commission* appare affidata in misura prevalente all'azione amministrativa delle autorità di vigilanza, in assenza di un autonomo diritto di azione privatistica direttamente fondato sulla violazione della disciplina.⁴⁶¹

La scelta non assume una portata meramente processuale, ma incide sulla configurazione stessa del modello di tutela perseguito dal regolatore. L'assenza di un espresso *private right of action* determina infatti una significativa concentrazione della funzione deterrente in capo alla *Securities and Exchange Commission* e alla *Financial Industry Regulatory Authority*, attribuendo all'*enforcement* pubblico una posizione centrale non soltanto nell'attuazione, ma altresì nella progressiva definizione applicativa dello standard di *best interest*.⁴⁶²

In tale contesto, l'attività di vigilanza tende inevitabilmente ad assumere una funzione che trascende il tradizionale esercizio del potere sanzionatorio. Esami di conformità, attività ispettive, *risk alerts*, procedimenti amministrativi e ordini correttivi contribuiscono infatti a

⁴⁶⁰ Sul rapporto tra contenuto normativo, probabilità di accertamento della violazione, intensità dell'attività di *enforcement* ed efficacia deterrente della sanzione, v. A.M. POLINSKY – S. SHAVELL, *The Economic Theory of Public Enforcement of Law*, in *Journal of Economic Literature*, 38, 2000, pp. 45-76, spec. pp. 47 ss., i quali, nell'elaborare la teoria economica del *public enforcement of law*, individuano nella probabilità di individuazione e sanzione della violazione, nell'entità e nella natura della sanzione e nelle risorse destinate all'attività di *enforcement* variabili determinanti rispetto alla capacità della disciplina di incidere sul comportamento dei soggetti regolati; cfr. altresì S. SHAVELL, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 2004, pp. 473 ss.

⁴⁶¹ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318 (2019), p. 33320 ss.

⁴⁶² Sul ruolo dell'*enforcement* pubblico nella *securities regulation*, v. J.C. COFFEE JR., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in *University of Pennsylvania Law Review*, p. 229 ss.

delineare, in via progressiva, il contenuto concreto di prescrizioni caratterizzate da significativa elasticità interpretativa.⁴⁶³ Concetti quali *reasonable care*, *reasonably designed policies* o *best interest* sembrano infatti rinviare a standard deliberatamente aperti la cui portata sostanziale appare destinata a consolidarsi attraverso la prassi applicativa delle autorità competenti più che mediante una definizione regolatoria integralmente autosufficiente.

L'*enforcement* assume così una funzione intrinsecamente conformativa: esso non si limita a reagire alla violazione dello standard, ma contribuisce alla sua progressiva costruzione. In simili contesti, la distinzione tra fase normativa e fase applicativa tende inevitabilmente ad attenuarsi, poiché la prevedibilità del comportamento richiesto agli operatori dipende in misura crescente dalla continuità e coerenza degli orientamenti sviluppati dall'autorità di vigilanza.⁴⁶⁴

Una simile impostazione presenta, nondimeno, profili di criticità. L'elevata dipendenza dello standard dall'azione amministrativa rischia infatti di determinare livelli variabili di effettività, inevitabilmente condizionati dalle priorità di vigilanza, dall'allocazione delle risorse ispettive e dall'intensità dell'attività di controllo concretamente esercitata in differenti momenti storici. Ne consegue che la protezione sostanziale perseguita dalla disciplina tende a risultare, almeno in parte, funzione dell'*enforcement* disponibile.

Regulation Best Interest sembra pertanto confermare una tendenza più ampia della moderna regolazione finanziaria, racchiusa nell'elaborazione di standard normativi progressivamente più sofisticati e principiologici, la cui concreta incidenza sul comportamento degli operatori appare tuttavia subordinata alla capacità delle autorità di trasformare prescrizioni elastiche in aspettative applicative sufficientemente stabili e prevedibili.

7.2. Arbitrato, *settlements* e opacità applicativa

La centralità assunta dall'*enforcement* amministrativo nell'attuazione di *Regulation Best Interest* impone di considerare un profilo ulteriore, inerente le modalità attraverso cui le controversie derivanti dall'attività degli intermediari vengono concretamente definite e il grado di trasparenza interpretativa che tali meccanismi sono in grado di produrre.

⁴⁶³ SEC Division of Examinations, *Risk Alert: Observations from Broker-Dealer Examinations Related to Regulation Best Interest*, gennaio 2022.

⁴⁶⁴ Cfr. J. BLACK, *Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2008, p. 438 ss.

L'effettività di uno standard regolatorio non dipende infatti esclusivamente dalla frequenza degli interventi sanzionatori o dalla severità delle misure adottate dalle autorità di vigilanza, ma altresì dalla capacità del sistema di generare orientamenti applicativi sufficientemente stabili da rendere prevedibile il contenuto sostanziale delle condotte richieste agli operatori. In assenza di tale funzione chiarificatrice, anche standard formalmente articolati rischiano di permanere entro un perimetro di incertezza interpretativa suscettibile di attenuarne l'effetto conformativo.

Sotto questo profilo, il sistema statunitense presenta caratteristiche peculiari. Una quota significativa delle controversie concernenti il rapporto tra *retail customers* e intermediari continua, infatti, a essere devoluta a procedure arbitrali amministrate da FINRA, storicamente privilegiate in ragione della relativa rapidità, dei minori costi procedurali e della specializzazione tecnica dei soggetti coinvolti.⁴⁶⁵

Sebbene tali strumenti perseguano evidenti esigenze di efficienza, la loro diffusione ha alimentato interrogativi sostanziali circa l'effettiva capacità di contribuire alla costruzione di uno standard interpretativo uniforme.

La limitata attitudine del procedimento arbitrale alla formazione di un corpus di precedenti pubblici e progressivamente consolidati è già emersa, in altra sede, quale elemento rilevante nella ricostruzione delle forme di tutela accessibili all'investitore. Il medesimo fenomeno assume, tuttavia, una diversa valenza nella prospettiva qui considerata, non venendo in rilievo tanto la capacità dell'arbitrato di offrire tutela nella singola controversia, quanto piuttosto la sua attitudine a concorrere alla progressiva concretizzazione dello standard regolatorio. Le decisioni arbitrali tendono infatti a produrre effetti prevalentemente circoscritti alla controversia definita, senza alimentare, nella medesima misura propria della giurisprudenza pubblicata, un processo cumulativo di elaborazione interpretativa idoneo a orientare in modo prevedibile il comportamento futuro degli operatori economici.⁴⁶⁶

⁴⁶⁵ FINRA, *Dispute Resolution Statistics*; sul ruolo dell'arbitrato nella risoluzione delle controversie finanziarie, v. J. WARE, *Employment Arbitration and Voluntary Consent*, in *Wake Forest Law Review*, 2002.

⁴⁶⁶ Cfr. FINRA Rule 12904(g), secondo cui gli arbitri non sono tenuti a fornire una motivazione del lodo, salvo che tutte le parti richiedano congiuntamente una *explained decision* nei termini previsti dalla disposizione; sul carattere non precedenziale dei lodi arbitrali e sulle conseguenze che ne derivano rispetto allo sviluppo del diritto applicabile alle controversie tra intermediari e investitori, v. J. I. GROSS, *The End of Mandatory Securities Arbitration?*, in *Pace Law Review*, 30, 2009, pp. 1174 ss.; ID., *McMahon Turns Twenty: The Regulation of Fairness in Securities Arbitration*, in *Securities Regulation Law Journal*, 76, 2007, pp. 493 ss.

Analoga problematica emerge con riferimento all'ampio ricorso ai *settlements* conclusi nell'ambito dell'attività di *enforcement* della *Securities and Exchange Commission*. La definizione consensuale del procedimento, frequentemente accompagnata dall'accettazione di misure correttive o sanzionatorie *without admitting or denying findings*, consente indubbiamente di incrementare l'efficienza amministrativa e di ottimizzare l'impiego delle risorse pubbliche.⁴⁶⁷ Nondimeno, essa può concorrere a limitare la formazione di precedenti interpretativi pienamente sviluppati circa il significato sostanziale dello standard di *best interest* e le condizioni concrete della sua violazione.

Ne deriva una tensione difficilmente eliminabile tra efficienza applicativa e trasparenza sistemica. Quanto maggiore risulta il ricorso a strumenti consensuali o arbitrali, tanto più ridotta può risultare la capacità dell'ordinamento di produrre un patrimonio interpretativo stabile, suscettibile di rafforzare la prevedibilità delle aspettative regolatorie.⁴⁶⁸

In tale prospettiva, l'opacità applicativa non appare riconducibile esclusivamente all'indeterminatezza del dato normativo, potendo derivare anche dalle modalità attraverso cui la disciplina viene resa effettiva. L'assenza di una giurisprudenza ampia e consolidata concernente *Regulation Best Interest* contribuisce infatti a mantenere relativamente fluido il confine tra comportamento conforme e violazione dello standard, attribuendo alle autorità amministrative un ruolo ancor più incisivo nella progressiva concretizzazione del contenuto regolatorio.

7.3. Fenomeni di *under-enforcement* e limiti della deterrenza

Il prevalente affidamento sull'azione amministrativa quale principale meccanismo di attuazione di Reg. BI presuppone, implicitamente, che la probabilità di individuazione e sanzione delle violazioni risulti sufficientemente elevata da incidere sulle aspettative comportamentali degli operatori. Tale presupposto appare, tuttavia, suscettibile di essere

⁴⁶⁷ SEC, *Enforcement Manual*, §6; sul ricorso ai *settlements* nell'azione amministrativa della SEC, v. U. VELIKONJA, *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, in *Stanford Law Review*, 2014.

⁴⁶⁸ Sul rapporto problematico tra definizione consensuale delle controversie e funzione pubblica dell'*adjudication*, v. O.M. FISS, *Against Settlement*, in *Yale Law Journal*, 93, 1984, pp. 1073-1090, spec. pp. 1085 ss., il quale individua nella funzione giudiziale non soltanto uno strumento di composizione della controversia, ma un mezzo attraverso cui vengono interpretati e resi operativi i valori incorporati nelle norme giuridiche.

ridimensionato ove si considerino i limiti strutturali che inevitabilmente caratterizzano ogni sistema di vigilanza.

L'attività di *enforcement* nei mercati finanziari si confronta infatti con una pluralità di vincoli: complessità crescente dei prodotti distribuiti, sofisticazione dei modelli organizzativi degli intermediari, elevato numero di soggetti vigilati e necessità di allocare selettivamente risorse ispettive necessariamente finite. In simili contesti, l'applicazione della disciplina tende a svilupparsi secondo logiche di priorità regolatoria, rendendo inevitabilmente disomogenea l'intensità del controllo esercitato.⁴⁶⁹

È entro tale dinamica che si colloca il fenomeno dell'*under-enforcement*, inteso quale scarto tra ampiezza teorica degli obblighi regolatori e concreta probabilità che la loro violazione venga rilevata e sanzionata. La criticità non consiste esclusivamente nell'insufficienza quantitativa dell'attività di vigilanza, ma nella possibile alterazione della funzione deterrente sottesa alla disciplina.

La teoria economica dell'*enforcement* ha da tempo evidenziato come la capacità di una norma di orientare il comportamento degli operatori dipenda non tanto dalla severità astratta delle sanzioni previste, quanto dalla percezione della probabilità che la violazione venga effettivamente individuata e perseguita.⁴⁷⁰ Ne deriva che standard regolatori particolarmente sofisticati possono risultare suscettibili di produrre effetti limitati qualora l'attività di controllo appaia intermittente, selettiva o scarsamente prevedibile.

La questione riveste un ruolo centrale nel contesto di *Regulation Best Interest*, caratterizzato dall'impiego di concetti deliberatamente elastici e da obblighi la cui concreta delimitazione dipende, in misura significativa, dall'evoluzione della prassi applicativa. In simili circostanze, la deterrenza tende inevitabilmente a essere influenzata non soltanto dalla frequenza delle sanzioni ma anche dalla chiarezza dei segnali interpretativi trasmessi dall'autorità di vigilanza.

Sotto tale profilo, il rischio di *under-enforcement* non sembra manifestarsi esclusivamente nella mancata repressione delle violazioni, potendo assumere forme più sottili: l'incertezza circa il contenuto effettivo delle condotte richieste agli intermediari. Quanto meno prevedibile

⁴⁶⁹ J.C. COFFEE JR., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156, 2007, pp. 229-311.

⁴⁷⁰ G. BECKER, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, in *Journal of Political Economy*, 1968, p. 176 ss.

risulta il perimetro applicativo dello standard, tanto più complesso diviene il processo di interiorizzazione delle aspettative regolatorie da parte degli operatori economici.

In definitiva, l'efficacia deterrente di Reg BI appare inevitabilmente subordinata alla capacità dell'*enforcement* di svolgere una duplice funzione: repressiva, attraverso la sanzione delle violazioni; conformativa, mediante la progressiva chiarificazione delle condotte ritenute incompatibili con il perseguimento del *best interest*.

7.4. Effettività dello standard e incompletezza della protezione regolatoria

L'analisi dei meccanismi di *enforcement* sottesi a *Regulation Best Interest* sembra evidenziare come l'introduzione di obblighi di condotta maggiormente penetranti non coincida necessariamente con un corrispondente rafforzamento della tutela sostanziale dell'investitore. La distanza tra standard normativo ed effettività applicativa costituisce, del resto, una criticità ricorrente nella regolazione finanziaria contemporanea, particolarmente evidente nei contesti caratterizzati da elevata dipendenza dall'azione amministrativa e significativa elasticità delle prescrizioni introdotte.

Dinamiche analoghe sono emerse nell'attuazione di discipline introdotte dal *Dodd-Frank Act*, rispetto alle quali la crescente articolazione delle prescrizioni e, in taluni casi, la pluralità delle autorità competenti hanno posto problemi di coordinamento, interpretazione e implementazione; paradigmatica, sotto tale profilo, è l'esperienza della *Volcker Rule*, la cui applicazione ha richiesto la progressiva delimitazione del confine tra attività di *proprietary trading* vietate e attività consentite.⁴⁷¹

Nel caso di *Regulation Best Interest*, tale distanza sembra manifestarsi attraverso una pluralità di elementi concorrenti: assenza di un autonomo rimedio privatistico direttamente fondato sulla violazione dello standard; centralità dell'*enforcement* pubblico; ricorso diffuso a strumenti consensuali di definizione delle controversie; persistente fluidità interpretativa circa il contenuto concreto degli obblighi imposti agli intermediari. Considerati nel loro insieme, tali

⁴⁷¹ Cfr. U.S. Government Accountability Office, *Dodd-Frank Act Regulations: Implementation Could Benefit from Additional Analyses and Coordination*, GAO-12-151, 2011, pp. 19 ss.; ID., *Dodd-Frank Regulations: Regulators' Analytical and Coordination Efforts*, GAO-15-81, 2014, pp. 23 ss.; con specifico riferimento alla *Volcker Rule*, v. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, § 619, codificato in 12 U.S.C. § 1851, e le relative disposizioni attuative.

fattori contribuiscono a delineare una forma di tutela che appare, almeno in parte, strutturalmente incompleta.⁴⁷²

L'incompletezza cui si fa riferimento non coincide necessariamente con insufficienza della disciplina in termini assoluti, ma riguarda la difficoltà di assicurare livelli uniformi e prevedibili di protezione attraverso meccanismi fortemente dipendenti dall'intensità della vigilanza esercitata e dalle priorità perseguite dalle autorità competenti in differenti fasi storiche.

La considerazione assume rilievo ulteriore ove si tenga conto dell'ambizione originariamente sottesa alla disciplina: rafforzare la tutela dell'investitore retail senza ricorrere all'introduzione di un generale obbligo fiduciario applicabile ai *broker-dealers*. Il perseguimento di tale equilibrio ha inevitabilmente attribuito all'*enforcement* una funzione centrale nel colmare spazi lasciati aperti dalla formulazione necessariamente flessibile dello standard.

È all'intersezione tra sofisticazione crescente delle prescrizioni normative e persistente dipendenza dall'effettività applicativa che sembra collocarsi uno dei principali profili critici di *Regulation Best Interest*. L'introduzione di obblighi più penetranti rispetto al precedente *suitability regime* amplia il contenuto della protezione riconosciuta all'investitore, ma non elimina la necessità che tale contenuto venga progressivamente concretizzato attraverso un'attività di *enforcement* sufficientemente continua, coerente e conoscibile dagli operatori.

L'esperienza di Reg. BI consente così di isolare una tensione che, pur assumendo nella disciplina in esame caratteristiche specifiche, non le è esclusiva, ovverosia quella tra crescente articolazione degli obblighi regolatori e capacità dei relativi meccanismi di attuazione di tradurli in aspettative comportamentali sufficientemente determinate e stabili. Più che nell'assenza di tutela sul piano normativo, il limite dello standard sembra pertanto risiedere nello scarto che può permanere tra l'ampiezza della protezione formalmente predisposta e il grado di certezza con cui essa viene resa operativa sul piano applicativo.⁴⁷³

⁴⁷² Sul rapporto tra complessità regolatoria ed effettività applicativa, v. J. BLACK, *Critical Reflections on Regulation*, in *Australian Journal of Legal Philosophy*, 2002, p. 20 ss.; SEC, *Regulation Best Interest*, cit.

⁴⁷³ Sul rilievo dell'intensità e delle modalità dell'*enforcement* rispetto all'effettività della regolazione dei mercati finanziari, v. J.C. COFFEE JR., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156, 2007, pp. 229-311, 2007; H.E. JACKSON – J.Y. ZHANG, *Private and Public Enforcement of Securities Regulation*, in J.N. GORDON – W.-G. RINGE (a cura di), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2018, pp. 928 ss.

VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLO STANDARD DI *BEST INTEREST*

Capitolo VIII - Il paradosso del migliore interesse: *Regulation Best Interest* tra tutela dell'investitore e sostenibilità del mercato

8.1. Il processo di implementazione e il *feedback* degli operatori

Come prevedibile, l'adozione di *Regulation Best Interest* ha suscitato un ampio e articolato dibattito tanto all'interno del settore finanziario quanto nella comunità giuridica. Secondo i dati ufficiali resi noti dalla SEC, già l'originaria pubblicazione della *Proposed Rule* aveva dato luogo ad un numero particolarmente elevato di osservazioni - oltre seimila lettere di commento - provenienti da una pluralità eterogenea di *stakeholders*, tra cui investitori individuali, associazioni di tutela dei consumatori, intermediari finanziari, professionisti del settore, autorità statali ed enti rappresentativi di categoria.⁴⁷⁴

Le posizioni emerse possono essere ricondotte, in termini di sintesi, a tre direttrici principali: in primo luogo, al sostegno a Reg. BI quale strumento idoneo a rafforzare la tutela dell'investitore retail; in secondo luogo, alle critiche relative alla complessità e alla persistente ambiguità del nuovo standard; infine, alle riserve concernenti l'onerosità degli obblighi connessi alla gestione dei conflitti di interesse.

Pur divergendo nelle valutazioni di merito, tali contributi convergevano nel riconoscere a Reg. BI una valenza di svolta nel panorama regolatorio statunitense, sollevando, al contempo, interrogativi di natura sistematica in ordine alla reale configurazione e all'effettiva portata del nuovo standard di condotta.

8.1.1. *Il processo di implementazione*

Sebbene la piena operatività di *Regulation Best Interest* fosse stata formalmente fissata al 30 giugno 2020, la *Securities and Exchange Commission* e la *Financial Industry Regulatory Authority* hanno attivato sin dalla pubblicazione della disciplina nel *Federal Register* del 12 luglio 2019 un articolato apparato di accompagnamento rivolto agli operatori.⁴⁷⁵ L'adeguamento alla nuova architettura regolatoria non si è infatti risolto in un mero intervento

⁴⁷⁴ SEC, *Regulation Best Interest, Public Comment Summary*, 2018.

⁴⁷⁵ SEC, *Final Rule: Regulation Best Interest*, cit.

di aggiornamento documentale, ma ha imposto, per una larga parte degli intermediari, una revisione strutturale dei modelli organizzativi, con particolare riguardo ai meccanismi di gestione dei conflitti di interesse e alla configurazione dei presidi di *compliance*.

La fase di prima applicazione si è così sviluppata secondo un paradigma attuativo di tipo cooperativo, nel quale i regolatori, pur senza attenuare la propria funzione di vigilanza, hanno instaurato un'interlocazione costante con le imprese rispetto alle funzioni di *compliance*. Tali scambi, frequentemente articolati in consultazioni informali e richieste di chiarimento di natura tecnica, hanno consentito una progressiva messa a punto dell'applicazione concreta della disciplina, calibrata sulle eterogenee realtà operative del mercato, senza pregiudicare la tenuta sostanziale degli obiettivi perseguiti da Reg. BI.⁴⁷⁶

In tale contesto, SEC e FINRA hanno elaborato un insieme significativo di strumenti interpretativi e operativi destinati a orientare le imprese nel percorso di adeguamento. Pur privi di efficacia vincolante, tali documenti hanno svolto una funzione di supplenza regolatoria di non trascurabile rilievo, offrendo indicazioni puntuali tanto sulle soluzioni organizzative e procedurali ritenute idonee quanto sui criteri di valutazione destinati a trovare applicazione nella fase iniziale di *examination*, contribuendo al contempo alla diffusione di prassi considerate virtuose, in particolare tra gli operatori di minori dimensioni.⁴⁷⁷

In questa prospettiva si colloca la *Small Entity Compliance Guide*,⁴⁷⁸ predisposta dalla SEC ai sensi della Section 212 dello *Small Business Regulatory Enforcement Fairness Act of 1996* e specificamente rivolta a facilitare la comprensione e l'attuazione della nuova disciplina da parte degli operatori di minori dimensioni.⁴⁷⁹ La guida si caratterizza per una struttura marcatamente operativa. Essa, da un lato, offre un formato semplificato di tipo Q&A, funzionale a una consultazione immediata; dall'altro, propone esemplificazioni concrete relative alla gestione di conflitti ricorrenti, quali quelli connessi a soglie di compenso, alla promozione di prodotti proprietari o a maggiore remuneratività, nonché alla distribuzione selettiva di strumenti finanziari ad alto rischio, unitamente a una sistematizzazione sintetica delle principali tecniche di mitigazione e delle ipotesi in cui si impone, invece, l'eliminazione

⁴⁷⁶ J. FANTO, *Compliance in Financial Firms under Reg BI*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2020.

⁴⁷⁷ SEC, *Office of Compliance Inspections and Examinations, Guidance on Regulation Best Interest Implementation*, 2020.

⁴⁷⁸ SEC, *Small Entity Compliance Guide*, giugno 2020.

⁴⁷⁹ SEC, *Regulation Best Interest: A Small Entity Compliance Guide*, 9 settembre 2019, predisposta dallo staff della Commissione quale *small entity compliance guide* ai sensi della Section 212 dello *Small Business Regulatory Enforcement Fairness Act of 1996*, come modificato.

del conflitto, come nel caso di programmi di incentivazione fondati su volumi di vendita concentrati in orizzonti temporali ristretti.

Con specifico riferimento alla *Compliance Obligation*, la guida chiarisce come i programmi aziendali debbano essere concepiti secondo una logica integrata, non esaurendosi nella predisposizione di *policy* formali e procedure scritte, ma articolandosi altresì in sistemi di controllo interno strutturati, meccanismi di intervento correttivo, programmi di formazione continua del personale e attività di verifica periodica, incluse forme di *stress testing* delle soluzioni adottate.⁴⁸⁰

L'intensità del dialogo instaurato tra autorità e operatori ha favorito un'attuazione improntata a criteri di pragmatismo regolatorio. Con riguardo alla *Conflict of Interest Obligation*, in particolare, i funzionari hanno esplicitamente riconosciuto la complessità di talune fattispecie applicative - quali la distribuzione di prodotti ad elevata remuneratività - precisando che l'obbligo di mitigazione si impone esclusivamente laddove l'incentivo economico risulti concretamente idoneo a orientare la condotta del *broker* in senso difforme dall'interesse del cliente, mentre la mera *disclosure* può ritenersi sufficiente nelle ipotesi residuali. In tale cornice, la commercializzazione di prodotti ad alto rischio nei confronti della clientela *retail* è stata ritenuta ammissibile solo in presenza di rigorosi presidi in termini di profilazione, informazione e supervisione.⁴⁸¹

Parallelamente, la Commissione ha progressivamente istituzionalizzato il confronto con il mercato attraverso la pubblicazione sistematica delle proprie *Frequently Asked Questions* relative a Reg. BI e Form CRS.⁴⁸² Tali chiarimenti, sebbene privi di forza normativa, assumono un rilievo interpretativo significativo nella misura in cui offrono risposte ufficiali a questioni sollevate dagli operatori o dalle relative associazioni di categoria.

In tale ambito, ad esempio, lo staff della SEC ha chiarito che i *forgivable loans* concessi ai *broker* al fine di incentivarne il trasferimento da un intermediario concorrente possono integrare un conflitto di interesse ai sensi di *Regulation Best Interest*, richiedendo all'impresa di identificare e, quanto meno, rendere oggetto di *disclosure* o eliminare i conflitti ad essi

⁴⁸⁰ *Ibidem*, p. 6 ss.

⁴⁸¹ SEC, *Roundtable on Regulation Best Interest and Form CRS*, 26 ottobre 2020.

⁴⁸² SEC, *Frequently Asked Questions on Regulation Best Interest and Form CRS*, aggiornate periodicamente.

associati nonché, ove tali prestiti costituiscano incentivi per gli *associated persons*, di predisporre *policies and procedures* ragionevolmente concepite per mitigarne gli effetti.⁴⁸³

Le FAQ relative al *Form CRS* forniscono, altresì, indicazioni puntuali in ordine alle modalità e alle tempistiche di consegna del documento, distinguendo tra relazioni preesistenti e nuovi rapporti, nonché tra obblighi originari e aggiornamenti successivi. In parallelo, FINRA ha dichiarato l'intenzione di convogliare verso la SEC le richieste di chiarimento provenienti dalle imprese associate, contribuendo così a mantenere elevato il livello di attenzione istituzionale sulle criticità emerse nella fase di implementazione.

8.1.2. Il contributo del settore privato

L'implementazione di *Regulation Best Interest* non si è esaurita in un processo di matrice esclusivamente *top-down* promosso dalle autorità di vigilanza, trovando piuttosto un complemento essenziale nell'attiva partecipazione degli operatori del settore privato. Accanto agli strumenti predisposti dalla SEC e dalla FINRA, organizzazioni rappresentative del mercato - tra cui la *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA) - hanno svolto un ruolo non secondario nel favorire forme di *compliance* cooperativa attraverso la produzione di materiali interpretativi, linee guida operative e analisi empiriche di settore.

In collaborazione con Deloitte, SIFMA ha pubblicato una guida all'implementazione di Reg. BI e del *Form CRS* che si è rapidamente affermata quale riferimento operativo per gli intermediari.⁴⁸⁴ Il documento, connotato da un'impostazione fortemente applicativa, si concentra in particolare sulla gestione dei conflitti di interesse, articolando un percorso decisionale volto a:

- i. identificare in modo sistematico le situazioni di conflitto all'interno dell'organizzazione;
- ii. distinguere tra fattispecie che richiedono mera *disclosure*, interventi di mitigazione ovvero eliminazione;

⁴⁸³ SEC, Division of Trading and Markets, *Frequently Asked Questions on Regulation Best Interest*, Q. "Are forgivable loans conflicts of interest under Regulation Best Interest?", pubblicata l'11 febbraio 2020, ove lo staff precisa che i *forgivable loans* condizionati al conseguimento di determinati obiettivi, quali accumulo di attività, soglie di ricavo, trasferimento o mantenimento della clientela, costituiscono conflitti di interesse ai sensi di Reg. BI e, ove operino quali incentivi per gli *associated persons*, ricadono altresì nell'obbligo di predisporre *policies and procedures reasonably designed to mitigate* i conflitti ad essi associati.

⁴⁸⁴ SIFMA & Deloitte, *A Firm's Guide to the Implementation of Regulation Best Interest and the Form CRS Relationship Summary*, 27 settembre 2019.

- iii. qualificare la natura degli incentivi potenzialmente distorsivi, quali quelli connessi a meccanismi retributivi variabili, a limitazioni nella gamma dei prodotti raccomandabili o a programmi di incentivazione commerciale espressamente vietati dalla normativa.

Tra gli strumenti suggeriti ai fini dell'adeguamento si segnalano, in particolare:

- i. l'istituzione di registri centralizzati dei conflitti;
- ii. la creazione di funzioni dedicate alla loro gestione (*Conflict Management Office*);
- iii. l'adozione di codici di condotta interni;
- iv. il rafforzamento dei processi di selezione del personale in chiave reputazionale;
- v. la revisione dei modelli retributivi e dell'offerta di prodotti.

8.2. Impatto economico sulla consulenza finanziaria

Accanto alla predisposizione di strumenti di supporto all'implementazione della nuova disciplina, Deloitte e SIFMA hanno condotto un'indagine empirica sulle modalità di adeguamento degli intermediari a *Regulation Best Interest* nei mesi immediatamente successivi alla sua entrata in vigore, rilevando le principali soluzioni organizzative e operative adottate ai fini dell'adempimento dei nuovi obblighi.⁴⁸⁵

Dall'indagine emerge, in particolare, come l'adeguamento alla nuova disciplina abbia interessato una pluralità di profili dell'organizzazione e dell'operatività degli intermediari, incidendo:

- i. sulla revisione dei processi interni e dei presidi predisposti per l'identificazione e la gestione dei conflitti di interesse;⁴⁸⁶

- ii. sull'adeguamento dell'infrastruttura tecnologica destinata a supportare le funzioni di *compliance*, anche attraverso l'introduzione o il potenziamento di strumenti di monitoraggio automatizzato;⁴⁸⁷

⁴⁸⁵ SIFMA & Deloitte, *2020 Reg BI and Form CRS Implementation Survey*, luglio 2020; v. altresì L. Q. ABER – S. P. WILKES, *Regulation Best Interest: Implementation Challenges and Market Response*, in *Journal of Investment Compliance*, 21, 2020, p. 12 ss.; DELOITTE, *How Wealth Management Firms Are Implementing the Rule Package*, 6 marzo 2020.

⁴⁸⁶ *Id.*, pp. 7-8.

⁴⁸⁷ *Id.*, p. 11.

iii. sulla configurazione delle strutture commissionali e dell'offerta di prodotti, oggetto di interventi di revisione nell'ambito del processo di implementazione dei nuovi obblighi di condotta.⁴⁸⁸

Come prevedibile, gli operatori di maggiori dimensioni si sono immediatamente collocati in una fase più avanzata del percorso di implementazione, beneficiando di una più ampia dotazione di risorse organizzative e consulenziali. Ciò nondimeno, l'indagine evidenzia come l'onere connesso alla gestione dei conflitti sia stato generalmente percepito come “moderato” rispetto ad altri profili della disciplina, suggerendo una relativa capacità del settore di assorbire gli aspetti più strutturali del nuovo impianto regolatorio.⁴⁸⁹

8.2.1. Il ruolo sussidiario delle linee guida legali e consulenziali. Le reazioni a catena.

L'implementazione di Reg. BI ha altresì innescato una serie di effetti sistemici che hanno contribuito a far emergere criticità non pienamente considerate nella fase di elaborazione della normativa.⁴⁹⁰ La complessità applicativa del regolamento, unita alla varietà dei modelli operativi dei *broker-dealers*, ha dato luogo a una casistica in continua evoluzione, alimentata in misura crescente dai contributi provenienti dal settore privato.

Accanto alle iniziative promosse da SIFMA, numerosi studi legali e professionisti della compliance hanno pubblicato *white papers*, *alerts* normativi e commentari, spesso animati da finalità divulgative - e talora anche commerciali - ma nondimeno rilevanti nella prassi applicativa, soprattutto per gli operatori privi di strutture interne altamente specializzate.

In tale contesto si colloca, ad esempio, la guida operativa elaborata da Davis Polk & Wardwell LLP, la quale propone un articolato schema di adempimenti in materia di conflitti di interesse, configurandosi come uno strumento immediatamente fruibile nella fase di implementazione.⁴⁹¹

Parallelamente, i fornitori di soluzioni tecnologiche per il settore finanziario hanno evidenziato come i requisiti introdotti da Reg. BI siano suscettibili di rendere inadeguati alcuni

⁴⁸⁸ *Id.*, pp. 15-16.

⁴⁸⁹ *Id.*, p. 18.

⁴⁹⁰ Cfr. B. R. TEMKIN et al., *SEC Regulation Best Interest: A Practical Guide for Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *ABA Business Law Today*, 12 maggio 2020.

⁴⁹¹ DAVIS POLK & WARDWELL LLP, *Step-by-Step Guide to Implementing Regulation Best Interest*, Practice Note Series, 2020; v. altresì DAVIS POLK, *Regulation Best Interest, Form CRS, Related Advisers Act Interpretations: Visual Memorandum*, 21 giugno 2019.

sistemi informatici tradizionalmente utilizzati nella gestione della relazione con la clientela. Le nuove esigenze di tracciabilità, documentazione delle raccomandazioni e controllo dei conflitti richiedono infatti infrastrutture più evolute, capaci di sostenere una *compliance* dinamica e integrata nei processi operativi dell'intermediario.⁴⁹²

8.3. Argomenti a sostegno di *Regulation Best Interest*

8.3.1. Rafforzamento della tutela dell'investitore e innalzamento del livello di diligenza

L'introduzione di *Regulation Best Interest* è stata accolta, da parte non trascurabile della dottrina e degli operatori di mercato, quale momento di significativa evoluzione del quadro regolatorio in materia di protezione dell'investitore nella misura in cui essa sembra orientare la disciplina della condotta dei *broker-dealers* verso standard di diligenza più elevati e verso un rafforzamento, almeno tendenziale, degli obblighi informativi. In tale prospettiva, Reg. BI è stata letta come un intervento idoneo a incidere, seppur in modo non risolutivo, sulle asimmetrie informative e sulle dinamiche conflittuali che tradizionalmente connotano l'attività di consulenza finanziaria, segnando un progressivo allontanamento dal paradigma, più permissivo, del *suitability standard*.

In questo quadro, la *U.S. Chamber of Commerce* ha individuato alcuni profili di particolare rilievo sistematico, riconducibili, in sintesi, all'emersione di un obbligo espresso di agire nel miglior interesse del cliente, a una maggiore coerenza del tessuto regolatorio e al rafforzamento degli strumenti di trasparenza informativa.⁴⁹³

8.3.2. L'emersione di un obbligo espresso di agire nel miglior interesse del cliente

Tra gli elementi di maggiore discontinuità rispetto al regime previgente si colloca la formalizzazione, sul piano normativo, di un dovere di agire nel *best interest* del cliente, il quale, pur non traducendosi in un vincolo fiduciario in senso proprio, implica un sensibile irrigidimento del parametro di condotta richiesto all'intermediario.

Nel sistema fondato sul *suitability standard*, il *broker-dealer* era tenuto a raccomandare prodotti coerenti con il profilo dell'investitore, senza che ciò comportasse l'obbligo di

⁴⁹² NICE ACTIMIZE, *Regulation Best Interest: Six Must-Have for Compliance*, 2019.

⁴⁹³ T. QUAADMAN, *Why Sticking to the SEC's New Regulation Best Interest Rule Is a Win for Investors*, U.S. Chamber of Commerce, 23 settembre 2019.

privilegiare, tra le opzioni disponibili, quelle più favorevoli per il cliente sotto il profilo economico. Ne derivava uno spazio fisiologico per scelte orientate anche - se non prevalentemente - da logiche di remunerazione, purché non in contrasto con i criteri di adeguatezza.⁴⁹⁴

L'introduzione del *best interest standard* interviene su tale assetto imponendo una riconsiderazione del processo decisionale sotteso alla raccomandazione, che non può più esaurirsi nella verifica di compatibilità con il profilo dell'investitore, ma deve essere strutturato in modo tale da ridurre l'incidenza di incentivi distorsivi e da orientare, in termini sostanziali, la scelta verso soluzioni ragionevolmente coerenti con l'interesse del cliente. In questa prospettiva, l'attività consulenziale si configura come esito di un procedimento valutativo più articolato, nel quale l'analisi delle caratteristiche dell'investitore - in termini di obiettivi, capacità finanziaria e propensione al rischio - si accompagna a una considerazione, non meramente accessoria, delle alternative disponibili e dei fattori economici rilevanti.

8.3.3. Coerenza regolatoria e attenuazione della frammentazione normativa

Un ulteriore profilo meritevole di valorizzazione attiene alla capacità di Reg. BI di contribuire, quantomeno sul piano tendenziale, a una maggiore razionalizzazione del quadro regolatorio. Il sistema precedente, caratterizzato dalla compresenza di discipline federali e statali non sempre coordinate, risultava esposto a fenomeni di frammentazione e a disallineamenti interpretativi, con evidenti ricadute in termini di incertezza applicativa per gli operatori.

L'introduzione di uno standard federale unitario consente di attenuare tali criticità, offrendo un punto di riferimento normativo relativamente omogeneo per i *broker-dealers* operanti su scala nazionale. Ne derivano effetti non solo sul piano della semplificazione dei processi di *compliance*, ma anche su quello dell'innalzamento del livello minimo di tutela dell'investitore, che viene sottratto, almeno in parte, alla variabilità delle discipline statali. In questa prospettiva, la maggiore coerenza del sistema regolatorio si riflette altresì in una riduzione dei costi operativi e in una più agevole accessibilità dei servizi di consulenza finanziaria.⁴⁹⁵

⁴⁹⁴ Per una più ampia ricostruzione del *suitability standard* e dei relativi limiti, v. supra, § 2.4.2, *Il Suitability Standard*, spec. con riferimento alla FINRA Rule 2111 e all'assenza di un obbligo di selezionare l'alternativa oggettivamente più vantaggiosa per il cliente.

⁴⁹⁵ *Id.*

8.3.4. Il rafforzamento degli strumenti di trasparenza: il ruolo del Form CRS

Sul versante della trasparenza, un ruolo centrale è attribuito al *Customer Relationship Summary (Form CRS)*, concepito quale strumento di sintesi volto a rendere maggiormente intellegibile, per l'investitore *retail*, la natura del rapporto con l'intermediario e le principali caratteristiche dei servizi offerti.

La funzione del documento non si esaurisce in una mera rappresentazione descrittiva, ma si estende alla chiarificazione di profili particolarmente sensibili, quali la struttura dei costi e dei compensi e l'esistenza di potenziali conflitti di interesse. In tal modo, esso si propone di incidere sulle condizioni informative che presiedono alla formazione delle decisioni di investimento, favorendo una maggiore consapevolezza da parte della clientela e consentendo, al contempo, un confronto più trasparente tra le diverse offerte disponibili sul mercato.

Come avallato anche dalla *U.S. Chamber of Commerce*, tale intervento segna un progresso apprezzabile in termini di qualità dell'informazione e di responsabilizzazione dell'investitore nella misura in cui contribuisce a orientare le scelte di investimento entro un quadro conoscitivo più strutturato e comparabile.⁴⁹⁶

8.4. I limiti strutturali del modello di *Regulation Best Interest*

Pur segnando una tappa significativa nel processo evolutivo dell'assetto normativo applicabile ai *broker-dealer*, Reg. BI si configura, allo stato, come un intervento non pienamente compiuto, tanto sotto il profilo dell'effettività applicativa quanto sotto quello della coerenza sistematica.

Le principali obiezioni si concentrano attorno a tre profili tra loro interconnessi: la complessità dell'impianto normativo, la persistente indeterminatezza del parametro di condotta e i rilevanti oneri applicativi che ne derivano.

⁴⁹⁶ QUAADMAN, cit.

8.4.1. Complessità e ambiguità normativa

Tra gli aspetti maggiormente problematici si colloca la mancata definizione, in termini giuridicamente determinati, del concetto di migliore interesse.

L'introduzione di un obbligo generalizzato di operare nel migliore interesse del cliente, ancorché articolato in quattro *component obligations*, non ha infatti condotto ad una sostanziale assimilazione del regime di condotta dei *broker-dealers* a quello fiduciario proprio degli *investment advisers*. Permangono, al contrario, rilevanti margini di indeterminatezza e complessità, in particolare con riguardo alla concreta definizione del contenuto precettivo delle singole obbligazioni e alla soglia di diligenza esigibile in sede di valutazione *ex ante*.⁴⁹⁷

La coesistenza di standard regolatori plurimi e differenziati - fiduciario per i *registered investment advisers*, *best interest* per i *broker-dealers*, *suitability* per ulteriori categorie di operatori - solleva interrogativi di natura sistemica circa l'unitarietà della tutela dell'investitore retail. In un contesto caratterizzato da crescente complessità e da una progressiva ibridazione dei modelli di servizio, tale eterogeneità rischia di tradursi in una frammentazione delle garanzie anziché nel loro auspicato rafforzamento.

In tale prospettiva, l'effettività del nuovo standard appare destinata a dipendere in misura decisiva dall'atteggiamento assunto dall'autorità di vigilanza nell'esercizio delle proprie funzioni di supervisione, indirizzo ed *enforcement*. Alla *Securities and Exchange Commission* spetta, come già ampiamente osservato, un ruolo centrale nella progressiva concretizzazione degli obblighi imposti, attraverso l'attività interpretativa, l'emanazione di *guidance* e la prassi applicativa, nonché mediante l'esercizio dei poteri di *examination* ed *enforcement*.⁴⁹⁸ Il ruolo della giurisprudenza si colloca, invece, su un piano parzialmente diverso. Se, da un lato, il sindacato giudiziale concorre a definire la legittimità e i confini dell'azione regolatoria della Commissione, come dimostra la conferma della validità di *Regulation Best Interest* in *XY Planning Network, LLC v. SEC*, dall'altro la capacità delle corti di contribuire direttamente alla progressiva elaborazione del contenuto dello standard risulta strutturalmente circoscritta dall'assenza di un autonomo *private right of action* fondato

⁴⁹⁷ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., p. 49 ss.

⁴⁹⁸ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, 12 luglio 2019; cfr. SEC, OCIE, *Risk Alert – Examinations that Focus on Compliance with Regulation Best Interest*, 7 aprile 2020; SEC, Division of Trading and Markets, *Frequently Asked Questions on Regulation Best Interest*, aggiornate periodicamente.

sulla violazione di Reg. BI.⁴⁹⁹ La concretizzazione dello standard tende pertanto a svilupparsi prevalentemente attraverso l'attività amministrativa della SEC e la relativa prassi di *enforcement*, ferma restando la funzione di controllo e interpretazione esercitata dalle corti nei procedimenti sottoposti alla loro cognizione.

8.4.2. Incertezza applicativa e oneri per gli intermediari

Tra le criticità maggiormente evidenziate dalla dottrina e dalla prassi applicativa si segnala, inoltre, il rischio che il *best interest standard*, in assenza di una formulazione univoca e consolidata, si traduca in un adempimento prevalentemente formale e documentale, privo di effettiva incidenza sostanziale. La predisposizione di presidi interni di *compliance*, per quanto articolati, non può ritenersi di per sé sufficiente a soddisfare l'obbligo di una valutazione comparativa effettiva, né a garantire una reale preferenza per l'interesse del cliente.⁵⁰⁰

La persistente indeterminatezza del parametro normativo appare idonea ad alimentare fenomeni di applicazione disomogenea e a favorire possibili derive opportunistiche, soprattutto in contesti contraddistinti da marcate asimmetrie informative nei quali l'assenza di criteri definitivi sufficientemente puntuali può tradursi in una tutela meramente apparente, facilmente eludibile mediante prassi conformi soltanto in senso formale, contribuendo a generare un contenzioso potenziale dai contorni difficilmente prevedibili.

Le problematiche derivanti dalla vaghezza dello standard di *best interest* si riflettono in modo immediato sull'operatività dei *broker-dealers*, chiamati a conformarsi ad un parametro di condotta privo di confini normativi ben definiti. In assenza di indicazioni interpretative sufficientemente determinate, la qualificazione delle condotte "conformi" tende inevitabilmente ad assumere i tratti di una valutazione discrezionale, con un conseguente ampliamento dell'incertezza regolatoria.

Tale indeterminatezza si traduce, sul piano organizzativo, in un significativo appesantimento degli oneri di *compliance*. Da un lato, questa accresce l'esposizione al rischio di *enforcement* da parte della *U.S. Securities and Exchange Commission* nella misura in cui la

⁴⁹⁹ *XY Planning Network, LLC v. SEC*, 963 F.3d 244, 253 ss. (2d Cir. 2020) (riconoscendo l'autorità della SEC ad adottare Reg. BI ai sensi della § 913(f) del *Dodd-Frank Act*); SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33326, 12 luglio 2019, ove la Commissione precisa che Reg. BI non crea "any new private right of action or right of rescission".

⁵⁰⁰ In senso critico, v. J. W. HARGROVE, *Best Interest or Best Effort? A Critical Reading of Regulation BI*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 26, 2020, p. 115 ss.

manca di parametri oggettivi rende più complesso, per gli operatori, dimostrare *ex post* la conformità delle proprie scelte allo standard richiesto; dall'altro, comporta un incremento dei costi legali e amministrativi connessi alla necessità di ricorrere a consulenze specialistiche, rafforzare i sistemi di controllo interno e implementare meccanismi di revisione continua delle procedure.

L'incertezza normativa incide, inoltre, sul nucleo stesso dell'attività dell'intermediario - l'esecuzione di ordini per conto del cliente e la formulazione di raccomandazioni di investimento - rendendo particolarmente sfuggente la linea di demarcazione tra condotte lecite e comportamenti potenzialmente sanzionabili. Ne deriva un contesto operativo nel quale il rischio regolatorio assume una valenza strutturale, inducendo gli intermediari ad adottare approcci cautelativi talvolta eccessivamente onerosi o, per converso, esponendoli a possibili contestazioni in sede di vigilanza. In altre parole, il rischio è quello di sostenere ingenti costi, a monte, senza avere la certezza di essere ritenuti esenti dalla responsabilità a valle.

In definitiva, la tenuta del nuovo impianto regolatorio sarà strettamente subordinata alla capacità di sottrarre il principio del *best interest* alla sua dimensione meramente declamatoria, per assumerlo quale parametro sostanziale di condotta idoneo a orientare in concreto le scelte degli intermediari e a fungere da effettivo fondamento della tutela dell'investitore, tanto sul piano regolamentare quanto su quello contrattuale e contenzioso.⁵⁰¹

8.5. *Regulation Best Interest* come *regulatory floor*

Le aspettative inizialmente riposte dall'opinione pubblica e da parte della dottrina nell'adozione di *Regulation Best Interest* hanno progressivamente subito un ridimensionamento alla luce del crescente scarto emerso tra l'ambiziosa retorica regolatoria che ne aveva accompagnato l'introduzione e la concreta portata applicativa dello standard elaborato dalla Commissione.⁵⁰² L'enfasi posta dalla SEC sul rafforzamento della tutela dell'investitore al dettaglio aveva indotto una parte degli interpreti a ritenere che le quattro *component obligations* previste da Reg. BI potessero costituire il fondamento di una

⁵⁰¹ A. PALMITER, *Retail Investor Protection under Reg BI: A Work in Progress*, in *Securities Regulation Review*, 2022, p. 37 ss.

⁵⁰² J. HOPKINS, *SEC Brings Increased Confusion for Investors with New "Best Interest" Rule*, in *Forbes*, 5 giugno 2019, ove si sostiene che la regola non chiarisce il confine *broker/advisor* e accresce la confusione del mercato; V. WOO, *SEC Passes Regulation Best Interest*, *Accenture*, 30 luglio 2019, ove si rileva che le nuove regole mirano ad estendere uno standard più elevato di diligenza, pur essendo criticate per la vaghezza della nozione di "*best interest*".

sostanziale evoluzione del modello tradizionalmente applicabile ai *broker-dealers*, sino ad avvicinarlo, quantomeno sul piano funzionale, a una forma attenuata di *fiduciary duty*.⁵⁰³

Tale ricostruzione interpretativa è stata tuttavia progressivamente ridimensionata tanto dall'impostazione concretamente adottata dalla *Securities and Exchange Commission* nel relativo *Release* quanto dalle successive posizioni emerse in sede congressuale, nelle quali è stato manifestato un significativo scetticismo circa l'effettiva capacità di *Regulation Best Interest* di determinare un innalzamento sostanziale del livello di protezione riconosciuto agli investitori *retail*.⁵⁰⁴ È emersa, in particolare, la percezione che il regolamento, pur introducendo obblighi di condotta più articolati rispetto al tradizionale *suitability standard*, non giungesse ad imporre ai *broker-dealers* un genuino obbligo fiduciario di *loyalty* comparabile a quello gravante sugli *investment advisers* ai sensi dell'*Investment Advisers Act* del 1940.⁵⁰⁵

In tale contesto, caratterizzato da persistenti ambiguità interpretative e da aspettative regolatorie non pienamente soddisfatte, la fase di implementazione di Reg. BI ha progressivamente evidenziato significative criticità applicative. Mentre gli operatori del mercato finanziario sollecitavano chiarimenti in merito all'estensione degli obblighi di compliance derivanti dalle nuove *component obligations*, permanevano rilevanti incertezze riguardo l'effettiva portata dello standard di *best interest* e il concreto livello di protezione che lo stesso fosse in grado di garantire agli investitori.⁵⁰⁶

Le tensioni generate da tale incertezza non sono peraltro rimaste circoscritte al piano strettamente applicativo, estendendosi progressivamente al rapporto tra regolazione federale e competenze normative statali. Proprio l'ambiguità strutturale di *Regulation Best Interest* - sospesa tra rafforzamento degli obblighi di condotta e preservazione del tradizionale modello distributivo dei *broker-dealers* - ha alimentato un crescente conflitto tra autorità federale e

⁵⁰³ D. B. JOHNSON, *A Transaction Cost Assessment of SEC Regulation Best Interest*, in *Columbia Business Law Review*, 2018, p. 695 ss., spec. p. 698; D. P. GUERNSEY JR., *Requiring Broker-Dealers to Disclose Conflicts of Interest: A Solution Protecting and Empowering Investors*, in *University of Miami Law Review*, 73, 2019, p. 1029 ss., spec. p. 1044.

⁵⁰⁴ K. JOHNSON, *U.S. SEC Adopts Rules to Prevent Broker Conflicts, Boost Disclosure*, Reuters, 5 giugno 2019, ove si riporta la posizione della Rappresentante Maxine Waters (House Financial Services Committee) critica verso Reg BI per la mancata adozione di uno standard fiduciario uniforme; P. TEMPLE- WEST, *Warren, Waters Blast SEC Financial Advice Rule as Wall Street Cheers*, in *Politico*, 5 giugno 2019, che dà conto sia delle critiche della Senatrice Elizabeth Warren sia dell'apprezzamento del Senatore Mike Crapo per l'equilibrio tra protezione e accesso ai servizi.

⁵⁰⁵ Id.

⁵⁰⁶ KELLUM et al., p. 5, ove si raccomanda ai *broker-dealers* di elaborare interpretazioni interne specifiche del regolamento in parallelo al rilascio progressivo di linee guida da parte della SEC e di *best practices* di settore.

statale in merito alla possibilità di introdurre standard fiduciari più incisivi rispetto a quelli elaborati dalla *Securities and Exchange Commission*.⁵⁰⁷

In effetti, la disciplina dei mercati finanziari si è storicamente sviluppata, negli Stati Uniti, secondo una logica di regolazione concorrente, caratterizzata dalla coesistenza di fonti federali, legislazione statale e norme elaborate dalle *self-regulatory organizations* (SRO), nell'ambito del sistema di autoregolamentazione sottoposto alla supervisione della SEC.⁵⁰⁸ Sebbene il progressivo processo di integrazione del mercato nazionale dei capitali abbia incentivato - in particolare a seguito dell'adozione del *National Securities Markets Improvement Act* del 1996 - una più marcata tendenza verso l'uniformazione della disciplina federale dei mercati finanziari, gli Stati federati hanno nondimeno continuato a preservare un ruolo non marginale nell'ambito della tutela degli investitori *retail*, soprattutto mediante l'esercizio dei tradizionali *police powers* in materia di repressione delle condotte fraudolente e protezione dei consumatori.

In tale contesto, l'adozione di *Regulation Best Interest* ha inevitabilmente contribuito a riaprire il dibattito relativo all'estensione dei poteri regolatori federali e alla persistente possibilità, per i singoli Stati, di introdurre standard di condotta di maggior rigore rispetto a quelli elaborati dalla *Securities and Exchange Commission*. La questione ha assunto particolare delicatezza sistematica, in quanto non si esaurisce nella mera definizione del contenuto sostanziale degli obblighi applicabili ai *broker-dealers*, ma investe il più ampio equilibrio costituzionale tra esigenze di uniformità del mercato nazionale dei capitali e salvaguardia dell'autonomia regolatoria tradizionalmente riconosciuta agli Stati nell'ambito della tutela degli investitori.

La ricostruzione dei rapporti tra *Regulation Best Interest* e la legislazione statale richiede, in via preliminare, di chiarire la reale funzione sistematica attribuibile al regolamento

⁵⁰⁷ Nel sistema costituzionale statunitense, l'espressione *police power* designa, in termini generali, la potestà regolatoria tradizionalmente riconosciuta agli Stati federati per la tutela della salute, della sicurezza, della moralità e, più ampiamente, del *public welfare*. Il fondamento sistematico di tali competenze si iscrive nel principio espresso dal *Tenth Amendment*, ai sensi del quale i poteri non delegati dalla Costituzione agli Stati Uniti, né da essa vietati agli Stati, rimangono riservati a questi ultimi o al popolo. Cfr. U.S. Const., amend. X; *Berman v. Parker*, 348 U.S. 26, 32 (1954); v. altresì *New Orleans Gas-Light Co. v. Louisiana Light & Heat Producing & Manufacturing Co.*, 115 U.S. 650, 661 (1885).

⁵⁰⁸ Per *self-regulatory organizations* (SRO) si intendono gli organismi di autoregolamentazione operanti nell'ambito della disciplina federale dei mercati mobiliari, tra i quali rientrano, in particolare, le *national securities exchanges* e le *registered securities associations*; cfr. *Securities Exchange Act of 1934*, §§ 3(a)(26), 6 e 15A, 15 U.S.C. §§ 78c(a)(26), 78f, 78o-3. Con specifico riferimento a FINRA quale *registered national securities association*, v. *supra*, §.

nell'ambito dell'ordinamento statunitense delle securities. Più precisamente, occorre stabilire se Reg. BI debba essere interpretata quale disciplina federale esaustiva e tendenzialmente preclusiva di ulteriori interventi normativi statali (*regulatory ceiling*), ovvero se la stessa si limiti a delineare uno standard minimo di tutela suscettibile di integrazione da parte delle legislazioni sub-federali e delle ulteriori fonti regolatorie già operanti nel settore (*regulatory floor*).

L'analisi del quadro normativo e giurisprudenziale sembrerebbe deporre, quantomeno allo stato attuale, a favore della seconda impostazione. Né il *Dodd-Frank Act* né il *National Securities Markets Improvement Act* del 1996 paiono, infatti, contenere un'espressa manifestazione della volontà congressuale di attribuire alla *Securities and Exchange Commission* una competenza esclusiva in materia di standard di condotta applicabili ai *broker-dealer*. Al contrario, la struttura del NSMIA, la persistente operatività delle competenze statali da esso non espressamente precluse e, soprattutto, l'assenza di una chiara volontà congressuale di escludere standard statali più rigorosi sembrano deporre per la permanenza di un sistema di regolamentazione concorrente, nel quale la disciplina federale opera quale livello minimo di protezione senza necessariamente esaurire le competenze statali in materia di tutela degli investitori.⁵⁰⁹

In tale prospettiva, l'obbligo di conformarsi a *Regulation Best Interest* non produce alcun effetto novativo rispetto agli ulteriori obblighi gravanti sugli intermediari finanziari, né determina l'assorbimento delle preesistenti fonti normative federali, statali e autoregolamentari. La disciplina introdotta dalla SEC si innesta piuttosto all'interno di un *corpus* normativo multilivello già fortemente stratificato e destinato a continuare ad operare in via concorrente.

Particolare rilievo assumono, sotto tale profilo, le disposizioni in materia di repressione di condotte fraudolente contenute nel *Securities Exchange Act* del 1934 e le *Rules* elaborate

⁵⁰⁹ In questo senso, v. Y. MELKONYAN, *Regulation Best Interest and the State-Agency Conflict*, in *Columbia Law Review*, vol. 120, 2020, pp. 1557 ss., spec. la Parte II, il quale, ricostruendo il problema della *preemption* alla luce dell'intento congressuale sotteso alla § 913 del *Dodd-Frank Act*, conclude nel senso che *Regulation Best Interest* debba essere intesa quale *regulatory floor*, suscettibile, in linea di principio, di coesistere con standard statali più rigorosi; cfr., successivamente, *Robinhood Financial LLC v. Secretary of the Commonwealth*, 492 Mass. 696, 718-723, 214 N.E.3d 1058 (2023), ove la Supreme Judicial Court of Massachusetts, esclusa la sussistenza di una *conflict preemption*, ha espressamente qualificato Reg. BI come "a regulatory floor that does not foreclose State regulation to more clearly protect investors". Cfr. altresì SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33435 n.1163 (12 luglio 2019), ove la Commissione aveva lasciato impregiudicata la questione degli effetti preclusivi della disciplina federale sulla normativa statale.

dalla *Financial Industry Regulatory Authority*. La FINRA Rule 2020 continua infatti a vietare il ricorso a qualsiasi “*manipulative, deceptive or fraudulent device or contrivance*”,⁵¹⁰ preservando una clausola generale di correttezza suscettibile di trovare applicazione indipendentemente dal rispetto formale degli obblighi introdotti da Reg. BI. Analogamente, le *Rules* 2241 e 2242 - ⁵¹¹ relative rispettivamente alla ricerca su strumenti azionari e su titoli di debito - continuano a imporre specifici obblighi organizzativi in materia di conflitti di interesse, indipendenza dell’attività di ricerca e integrità delle comunicazioni rivolte al pubblico, contribuendo alla costruzione di un sistema di *conduct regulation* significativamente più ampio rispetto al solo *best interest standard*.

Ne deriva che il rispetto di *Regulation Best Interest* non esaurisce il perimetro della *compliance* gravante sui *broker-dealer*. Gli intermediari continuano, infatti, a essere assoggettati a una pluralità di obblighi eterogenei, derivanti da fonti formalmente distinte ma funzionalmente convergenti, la cui interazione richiede un costante coordinamento interpretativo e applicativo.

Tale assetto assume particolare rilevanza nel contesto delle tensioni emerse tra regolazione federale e legislazione statale successivamente all’adozione di Reg. BI. L’assenza di una chiara clausola di *express preemption*, unitamente alla storica riluttanza della giurisprudenza federale a presumere la sostituzione dei *police powers* statali in assenza di una manifestazione inequivoca della volontà congressuale, ha infatti favorito la sopravvivenza di discipline statali più incisive in materia di regolamentazione degli standard di condotta degli intermediari.⁵¹²

Non sorprende, pertanto, che diversi Stati abbiano intrapreso iniziative dirette ad assoggettare i *broker-dealers* a standard di condotta più rigorosi rispetto a quello federale, sebbene secondo percorsi normativi e con esiti differenti. Il Massachusetts ha introdotto per via regolamentare un autonomo *fiduciary standard*, la cui coesistenza con Reg. BI è stata successivamente confermata dalla Supreme Judicial Court; il Nevada aveva già esteso legislativamente obblighi fiduciari ai *broker-dealers* e ad altre categorie di intermediari,

⁵¹⁰ FINRA Rule 2020 (*Use of Manipulative, Deceptive or Other Fraudulent Devices*).

⁵¹¹ FINRA Rules 2241 (*Research Analysts and Research Reports*) e 2242 (*Debt Research Analysts and Debt Research Reports*), che introducono requisiti stringenti in materia di gestione dei conflitti di interesse.

⁵¹² Cfr. *Rice v. Santa Fe Elevator Corp.*, 331 U.S. 218, 230 (1947), secondo cui, nelle materie tradizionalmente riconducibili alla competenza regolatoria statale, “*the historic police powers of the States were not to be superseded by the Federal Act unless that was the clear and manifest purpose of Congress*”; sul punto, v. altresì supra, § 8.5, quanto alla nozione di *police power* e alla persistente competenza statale in materia di tutela degli investitori.

mentre nel New Jersey un analogo standard fiduciario, proposto nel 2019, non è giunto alla definitiva adozione.⁵¹³ Tali esperienze sembrano riflettere, pur nella loro eterogeneità, la persistente rivendicazione di uno spazio regolatorio statale ulteriore rispetto al livello di protezione assicurato dalla disciplina federale.

In tal senso, il dibattito relativo alla natura di Reg. BI si intreccia inevitabilmente con la *preemption doctrine* elaborata dalla giurisprudenza federale. La *field preemption*⁵¹⁴ appare difficilmente configurabile nel settore delle *securities*, storicamente caratterizzato dalla coesistenza di competenze federali e statali. Più direttamente rilevante ai fini del rapporto tra Reg. BI e standard statali di condotta risulta, invece, la *conflict preemption*,⁵¹⁵ e in particolare la sua declinazione in termini di *obstacle preemption*,⁵¹⁶ nella misura in cui occorra stabilire se una disciplina statale più rigorosa ostacoli il perseguimento degli obiettivi attribuibili alla regolamentazione federale.

Nondimeno, proprio l'impostazione adottata dalla SEC nel *Release* relativo a *Regulation Best Interest* sembrerebbe confermare la natura non esaustiva del regolamento. La Commissione ha infatti espressamente evitato di assumere una posizione definitiva circa l'eventuale efficacia preclusiva di Reg. BI rispetto alla legislazione statale, affermando che qualsiasi valutazione in materia di *preemption* dovrebbe essere effettuata *case-by-case*, alla luce della concreta struttura e operatività della singola normativa statale considerata.

⁵¹³ Per il Massachusetts, v. 950 C.M.R. § 12.207; *Robinhood Financial LLC v. Secretary of the Commonwealth*, 492 Mass. 696, 716 ss., 214 N.E.3d 1058 (2023), spec. pp. 720 ss., ove la Supreme Judicial Court esclude la *conflict preemption* e qualifica Reg. BI quale *regulatory floor* non preclusivo di una più incisiva tutela statale. Per il Nevada, v. Nev. Rev. Stat. §§ 90.575 e 628A.020. Quanto al New Jersey, cfr. New Jersey Bureau of Securities, *Fiduciary Duty of Broker-Dealers, Agents, Investment Advisers, and Investment Adviser Representatives*, Proposed New Rule N.J.A.C. 13:47A-6.4, 51 N.J.R. 493(a), 15 aprile 2019; la proposta non è stata successivamente adottata.

⁵¹⁴ La *field preemption* ricorre quando il legislatore federale disciplina una determinata materia in modo tanto esteso e pervasivo da far presumere la volontà del Congresso di occupare integralmente il settore regolatorio considerato, escludendo conseguentemente qualsiasi intervento normativo concorrente da parte degli Stati federati. In assenza di un'esplicita clausola di preclusione, la relativa sussistenza viene generalmente desunta dalla struttura complessiva della normativa federale e dalla finalità perseguita dal Congresso. Sul tema, v. *Arizona v. United States*, 567 U.S. 387 (2012).

⁵¹⁵ La *conflict preemption* si configura qualora la disciplina statale risulti incompatibile con quella federale, rendendo impossibile il rispetto simultaneo di entrambe le fonti normative ovvero interferendo con il perseguimento degli obiettivi individuati dal legislatore federale. Sul punto, v. *Florida Lime & Avocado Growers, Inc. v. Paul*, 373 U.S. 132 (1963).

⁵¹⁶ La *obstacle preemption* costituisce una particolare declinazione della *conflict preemption* e ricorre nelle ipotesi in cui la normativa statale, pur non risultando formalmente incompatibile con quella federale, finisca per ostacolare o compromettere il conseguimento delle finalità perseguita dal Congresso. In tal senso, v. *Hines v. Davidowitz*, 312 U.S. 52 (1941). La categoria assume particolare rilievo nel dibattito relativo a *Regulation Best Interest* poiché l'adozione di standard fiduciari statali più rigorosi potrebbe essere ritenuta idonea ad alterare l'equilibrio regolatorio perseguito dalla SEC tra tutela dell'investitore e sostenibilità dei modelli distributivi dei *broker-dealers*.

Da ciò emerge con particolare evidenza come *Regulation Best Interest* non abbia introdotto un sistema regolatorio unitario e integralmente autosufficiente, bensì uno standard federale minimo destinato a operare all'interno di un ecosistema normativo policentrico, caratterizzato dalla sovrapposizione di fonti federali, statali e autoregolamentari. In questo contesto, la qualificazione di Reg. BI quale *regulatory floor* appare non soltanto coerente con la struttura complessiva del *Dodd-Frank Act* e del NSMIA, ma altresì funzionale alla preservazione del tradizionale equilibrio federale sotteso alla *securities regulation* statunitense.

8.5.1 Profili evolutivi e razionalizzazione del framework regolamentare di Reg. BI

L'analisi del quadro normativo applicato ai *broker-dealer* suggerisce che una maggiore protezione degli investitori e un rafforzamento dell'efficienza del mercato non derivino necessariamente da un ulteriore appesantimento regolatorio, bensì da un approccio normativo più equilibrato e razionale.

Contrariamente alle posizioni sostenute da alcune autorità di regolamentazione statale e da gruppi di tutela dei consumatori,⁵¹⁷ una regolamentazione eccessivamente rigida potrebbe generare effetti distorsivi sul mercato finanziario, tra cui:

- i. incremento dei costi di *compliance*, con conseguente contrazione dell'accesso degli investitori ai servizi di intermediazione e un decisivo impatto sulla qualità delle decisioni di investimento;
- ii. riduzione della concorrenza nel settore finanziario, limitando l'innovazione e la disponibilità di prodotti di investimento diversificati;
- iii. produzione di effetti regressivi sulle fasce di investitori con minore capacità economica, i quali potrebbero essere esclusi dal mercato della consulenza finanziaria a causa di costi proibitivi o di una minore disponibilità di intermediari operanti nel segmento retail.

Alla luce di queste considerazioni, una revisione di Reg. BI dovrebbe perlopiù mirare ad una deregolamentazione selettiva delle sue quattro componenti principali (*Regulation Best Interest*, *Form CRS*, *RIA Standard of Conduct* e *Solely Incidental Requirement*), attraverso due

⁵¹⁷ Tra i principali oppositori del Reg. BI figurano diversi procuratori generali statali, operatori del settore del brokeraggio e rappresentanti politici; *Complaint for Declaratory and Injunctive Relief, New York v. SEC*, cit. alla nota 114; *XY Planning Network Complaint*, cit. alla nota 111.

principali emendamenti finalizzati a bilanciare la protezione degli investitori con la sostenibilità operativa del settore finanziario:

- i. una più chiara definizione del concetto di “migliore interesse”, al fine di ridurre l’incertezza normativa e la confusione tra *broker-dealers* e *investment advisers*;
- ii. un ridimensionamento selettivo degli obblighi di mitigazione dei conflitti di interesse, limitandone l’applicazione ai soli conflitti che abbiano un impatto significativo sulle scelte di investimento dell’investitore.⁵¹⁸

8.5.2. L’esigenza di tipizzazione del *best interest standard*

Le criticità esaminate nei capitoli precedenti consentono, a questo punto, di distinguere due differenti dimensioni dell’indeterminatezza che caratterizza il *best interest standard*. La prima attiene alla formulazione normativa dello standard e, in particolare, alla scelta della SEC di non definirne autonomamente il contenuto, affidandone la delimitazione alle singole *component obligations* e a una valutazione necessariamente circostanziale; la seconda concerne, invece, il piano applicativo e deriva dalla progressiva concretizzazione di tale contenuto attraverso *guidance*, attività di *examination* ed *enforcement*. Se la prima incide sulla preventiva intelligibilità della regola, la seconda investe la prevedibilità delle modalità attraverso le quali essa viene resa operativa. Come già osservato, le due dimensioni risultano strettamente connesse, ma non coincidenti.⁵¹⁹

Dalla loro intersezione emerge l’esigenza di valutare una maggiore tipizzazione del *best interest standard*. Un simile intervento non dovrebbe necessariamente tradursi nella formulazione di una definizione rigida e onnicomprensiva, difficilmente conciliabile con l’eterogeneità delle raccomandazioni e dei modelli distributivi cui Reg. BI trova applicazione. Più plausibile appare l’individuazione normativa di criteri maggiormente determinati per la concretizzazione dello standard, capaci di circoscrivere il margine valutativo dell’intermediario senza privare la disciplina della flessibilità necessaria alla sua applicazione. La tipizzazione

⁵¹⁸ N. S. SCHADLE, *The Implications of "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct" in an Increasingly Regulated Industry*, in *Journal of Corporation Law*, 46, 1, 2020, p. 263 ss.

⁵¹⁹ Quanto all’indeterminatezza normativa del *best interest standard* e alla scelta della Commissione di non formularne una definizione autonoma, v. supra, §§; quanto alla successiva concretizzazione dello standard attraverso l’attività interpretativa, di *examination* ed *enforcement*, v. supra, §§ 7.1-7.4. Sul carattere necessariamente circostanziale della valutazione richiesta da Reg. BI, cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33321, 33327 ss. (12 luglio 2019).

assumerebbe così una funzione diversa dalla mera precisazione terminologica: rendere ex ante più riconoscibile il confine tra condotta conforme e violazione, riducendo la dipendenza dalla successiva elaborazione amministrativa dello standard.

Affinché il quadro regolamentare possa risultare efficace e servile rispetto al duplice obiettivo di protezione degli investitori e tutela dell'integrità del mercato finanziario, appare imprescindibile un chiarimento normativo che delinei con precisione i confini del dovere di diligenza imposto ai *broker-dealer*, distinguendolo in modo netto dallo standard fiduciario cui sono soggetti i consulenti di investimento. Un simile intervento contribuirebbe a ridurre l'ambiguità che ancora connota la distinzione tra le due categorie professionali, consentendo all'investitore di acquisire una consapevolezza effettiva circa la natura del servizio prestato e il livello di tutela ad esso correlato.

8.5.3. *Proporzionalità regolamentare e mitigazione dei conflitti di interesse*

Parallelamente, potrebbe risultare opportuna una più precisa graduazione dei presidi richiesti in materia di conflitti di interesse. *Regulation Best Interest* già distingue, invero, tra differenti tecniche regolatorie - *disclosure*, mitigazione ed eliminazione - in funzione della natura del conflitto e dell'incentivo considerato. Permane, tuttavia, un significativo margine valutativo nella determinazione delle misure di mitigazione concretamente necessarie rispetto alle diverse configurazioni del conflitto. Una maggiore specificazione e tipizzazione dei criteri rilevanti ai fini di tale valutazione potrebbe consentire di commisurare l'intensità del presidio alla probabilità e alla gravità del pregiudizio suscettibile di derivarne per l'investitore, evitando tanto forme di *under-regulation* quanto l'imposizione di costi di *compliance* non proporzionati al rischio presidiato.⁵²⁰

Una simile impostazione non implica necessariamente un arretramento della tutela dell'investitore. La valutazione dell'intensità ottimale del presidio deve infatti considerare anche i costi prodotti dall'intervento regolatorio e la possibilità che essi siano, almeno in parte, trasferiti dagli intermediari alla clientela attraverso commissioni, prezzi o modificazioni

⁵²⁰ Cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33391-33393 (12 luglio 2019), ove la Commissione, escludendo l'adozione di un approccio uniforme ("*one-size-fits-all*"), riconosce ai *broker-dealers* la possibilità di calibrare le misure di mitigazione in funzione della natura e della rilevanza degli incentivi, nonché delle caratteristiche del modello di business, della clientela e della complessità degli strumenti o delle strategie raccomandate. La valutazione circa l'adequatezza delle misure adottate resta, in ogni caso, soggetta al parametro delle *reasonably designed policies and procedures* di cui alla *Conflict of Interest Obligation*.

dell'offerta dei servizi. Tale profilo assume rilievo anche alla luce dell'esigenza, espressamente considerata dalla SEC nella definizione della *Conflict of Interest Obligation*, di contemperare la riduzione dei rischi derivanti dai conflitti con la preservazione, per quanto possibile, dell'accesso e della scelta degli investitori rispetto ai prodotti e ai servizi di brokerage. In tale prospettiva, la proporzionalità non opera quale limite esterno alla protezione dell'investitore, ma quale criterio per selezionare e graduare la risposta regolatoria in funzione della natura e della rilevanza del rischio concretamente presidiato.⁵²¹

8.5.4. Efficienza del mercato e logica concorrenziale

La valutazione di possibili interventi di razionalizzazione della disciplina non può prescindere, peraltro, dagli effetti che l'intensità della regolazione è suscettibile di produrre sulla struttura concorrenziale del mercato dei servizi di investimento. La protezione dell'investitore non costituisce, infatti, l'unica variabile di rilievo nella definizione dello standard regolatorio: l'imposizione di obblighi ulteriori può determinare costi di adeguamento suscettibili di incidere sulle modalità di prestazione dei servizi, sulla struttura dei prezzi e, in ultima analisi, come osservato, sull'accessibilità dell'offerta per la clientela retail.⁵²²

La rilevanza della dimensione concorrenziale non implica, tuttavia, che i meccanismi di mercato possano sostituire integralmente l'intervento regolatorio. Essa suggerisce, piuttosto, che la disciplina dei rapporti tra *broker-dealers* e investitori debba tenere conto anche della capacità della concorrenza di operare quale meccanismo complementare di selezione tra differenti modelli di servizio, strutture commissionali e livelli qualitativi dell'intermediazione.

⁵²¹ Cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33388-33393 (12 luglio 2019), ove la Commissione, nel definire l'estensione degli obblighi di mitigazione, considera espressamente l'esigenza di ridurre il potenziale pregiudizio derivante dai conflitti preservando, per quanto possibile, l'accesso degli investitori ai servizi di *brokerage*, nonché la scelta rispetto alle relative modalità di remunerazione, ai prodotti e ai servizi disponibili; N.S. SCHADLE, *The Implications of "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct" in an Increasingly Regulated Industry*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 46, n. 1, 2020, pp. 263 ss., spec. pp. 281 ss., il quale esamina, anche attraverso la *cost pass-through theory*, la possibilità che l'incremento dei costi operativi e di *compliance* derivante dalla disciplina venga trasferito, almeno in parte, alla clientela.

⁵²² Sulla necessità di considerare, nell'analisi economica della regolazione, non soltanto i *market failures* cui l'intervento pubblico intende porre rimedio, ma anche i costi e gli effetti prodotti dalla regolazione sulla struttura e sul funzionamento del mercato, v., tra i contributi classici, G.J. STIGLER, *The Theory of Economic Regulation*, in *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2, n. 1, 1971, pp. 3-21; S. PELTZMAN, *Toward a More General Theory of Regulation*, in *Journal of Law and Economics*, vol. 19, n. 2, 1976, pp. 211-240. Con specifico riferimento ai possibili effetti dei costi regolatori nel mercato dei servizi di intermediazione, v. altresì N.S. SCHADLE, *The Implications of "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct" in an Increasingly Regulated Industry*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 46, n. 1, 2020, pp. 263 ss.

La stessa SEC, nell'adozione di *Regulation Best Interest*, ha del resto espressamente considerato l'esigenza di rafforzare la protezione dell'investitore preservando, per quanto possibile, la possibilità di scelta tra differenti tipologie di intermediari, servizi e modelli remunerativi.⁵²³

La possibilità per l'investitore di confrontare differenti intermediari e, ove opportuno, trasferire il proprio rapporto presso un diverso *broker-dealer* attribuisce alla concorrenza una funzione potenzialmente complementare rispetto alla disciplina regolatoria. La maggiore comparabilità di elementi quali commissioni, gamma dei prodotti e dei servizi offerti e conflitti di interesse può infatti accrescere la pressione concorrenziale sugli intermediari, incentivandoli a competere anche rispetto a variabili direttamente rilevanti per la qualità e il costo del servizio prestato. La stessa SEC ha riconosciuto tale dinamica nell'analisi economica di *Regulation Best Interest*, osservando come la maggiore evidenza delle informazioni oggetto di *disclosure* possa agevolare la comparazione tra *broker-dealers* e, conseguentemente, intensificare la concorrenza rispetto alle variabili considerate dagli investitori nelle proprie scelte.⁵²⁴

La valorizzazione di tale meccanismo non implica, tuttavia, che la disciplina concorrenziale possa sostituire integralmente l'intervento regolatorio. La sua capacità di incidere sul comportamento degli intermediari presuppone, tra l'altro, che l'investitore disponga di informazioni sufficientemente comprensibili e comparabili e che i costi connessi alla sostituzione dell'intermediario non risultino tali da ostacolare significativamente la mobilità della clientela. Ne deriva, piuttosto, l'esigenza di un assetto nel quale regolazione e concorrenza operino in termini complementari. La prima dovrebbe correggere le condizioni che impediscono al meccanismo concorrenziale di operare efficacemente, evitando al contempo, ove non necessario alla protezione dell'investitore, prescrizioni suscettibili di innalzare i costi di accesso o ridurre la varietà dei servizi disponibili. È, del resto, in termini

⁵²³ Cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, spec. Economic Analysis, pp. 33517 ss., ove la Commissione considera espressamente gli effetti della disciplina sulla concorrenza e sulla struttura del mercato dei servizi di investimento. Cfr. altresì J. CLAYTON, *Regulation Best Interest and the Investment Adviser Fiduciary Duty: Two Strong Standards that Protect and Provide Choice for Main Street Investors*, SEC, 8 luglio 2019, il quale riconduce espressamente il disegno regolatorio all'obiettivo di rafforzare la protezione degli investitori preservandone al contempo l'accesso, in termini di scelta e di costo, a differenti servizi e prodotti finanziari.

⁵²⁴ Cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33528 ss. (12 luglio 2019), spec. *Economic Analysis*, ove la Commissione osserva che la Disclosure Obligation può accrescere la rilevanza, per gli investitori retail, di variabili quali commissioni, offerta di prodotti e servizi e conflitti di interesse, facilitando la comparazione tra intermediari e inducendo conseguentemente i *broker-dealers* a competere rispetto a tali elementi. La Commissione considera, al contempo, i possibili effetti dei costi di *compliances* sull'ingresso di nuovi operatori e, conseguentemente, sull'intensità della concorrenza nel mercato dei servizi di investimento.

analoghi che la SEC ha giustificato la scelta di preservare, nell'introduzione di Reg. BI, differenti modelli di intermediazione e remunerazione, contemperando l'innalzamento dello standard di condotta con le esigenze di *choice* e *access* della clientela retail.⁵²⁵

8.5.5. *La Cost Pass-Through Theory*

Uno degli effetti più significativi di Reg. BI riguarda l'incremento dei costi operativi per i broker-dealer a seguito dell'adozione di nuovi obblighi normativi che amplificano la complessità delle procedure di compliance. Tra i principali fattori che contribuiscono a questo fenomeno, si segnalano:

- i. l'obbligo per i *broker-dealer* di dimostrare il fondamento di ciascuna raccomandazione d'investimento e la sua rispondenza al miglior interesse del cliente, imponendo la presentazione e conservazione di un'impressionante mole di documentazione;
- ii. l'obbligo di eliminare o, in alternativa, mitigare tutti i conflitti di interesse, indipendentemente dalla loro effettiva rilevanza per la decisione d'investimento del cliente;
- iii. l'onerosità degli obblighi di *compliance* derivanti da una normativa ancora vaga in molte delle sue componenti, contribuendo a generare notevole incertezza interpretativa e, di conseguenza, costi legali e amministrativi elevati.

Nell'ambito dell'analisi economica della normativa, la *cost pass-through theory* descrive il meccanismo attraverso il quale gli operatori economici tendono a trasferire sul consumatore finale l'incremento dei costi derivanti da variazioni degli oneri operativi.⁵²⁶

Alla luce di tale impostazione, non è difficile cogliere come una quota non trascurabile degli oneri operativi e di *compliance* indotti da *Regulation Best Interest* sia suscettibile di

⁵²⁵ Cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33517 ss. (12 luglio 2019), spec. *Economic Analysis*; J. CLAYTON, *Regulation Best Interest and the Investment Adviser Fiduciary Duty: Two Strong Standards that Protect and Provide Choice for Main Street Investors*, SEC, 8 luglio 2019, ove viene espressamente ricondotta la struttura del nuovo regime all'esigenza di rafforzare la protezione dell'investitore senza eliminare la possibilità di scelta tra il modello transazionale proprio dei *broker-dealers* e quello continuativo degli *investment advisers*, evidenziando altresì il rischio che un approccio regolatorio uniforme possa ridurre la disponibilità e aumentare il costo dei servizi, in particolare per gli investitori titolari di patrimoni più contenuti.

⁵²⁶ I. WILLIAMS et al., *Cost Pass-Through: Theory, Measurement, and Potential Policy Implications*, 2014, p. 1.

essere traslata sulla clientela, manifestandosi in forma di maggiori commissioni, costi di gestione più elevati o, più indirettamente, in una riduzione dell'accessibilità ai servizi di consulenza personalizzata.

Una simile dinamica finirebbe per porsi in tensione con la *ratio* dichiarata di *Regulation Best Interest* - volta al rafforzamento della tutela dell'investitore - nella misura in cui l'incremento dei costi di intermediazione potrebbe comprimere l'accesso ai servizi finanziari per la clientela meno abbiente, orientando gli investitori verso modelli alternativi, quali i *robo-advisors* o soluzioni *do-it-yourself*, con il conseguente rischio di decisioni di investimento subottimali.

8.5.6. Rischio di conflitti di interesse e sostenibilità della compliance

Tra i profili maggiormente innovativi di *Regulation Best Interest* si colloca il rafforzamento degli obblighi in materia di conflitti di interesse, che impone ai *broker-dealers* di procedere alla loro eliminazione ove possibile, ovvero, in alternativa, alla loro mitigazione e adeguata divulgazione. Tale impostazione, pur inscrivendosi nella più ampia logica di tutela dell'investitore, si distingue per una formulazione più strutturata rispetto al regime tradizionalmente applicabile ai *registered investment advisers*, i quali, pur soggetti a un dovere fiduciario, sono chiamati principalmente a gestire i conflitti in modo da non arrecare pregiudizio alla clientela.⁵²⁷

Ciò nondimeno, la pretesa di assoggettare a disciplina una pluralità indifferenziata di situazioni conflittuali solleva non poche perplessità sotto il profilo della sostenibilità applicativa. L'assenza di una distinzione sufficientemente netta tra conflitti effettivamente rilevanti e situazioni di impatto trascurabile rischia, infatti, di condurre a un'estensione eccessiva degli obblighi di *compliance*, non sempre giustificata in termini di effettiva utilità per l'investitore.

Invero, la presenza di conflitti di interesse costituisce un elemento fisiologico del modello di *business* dei *broker-dealers*, la cui struttura remunerativa si fonda, in larga misura, su commissioni di intermediazione e incentivi legati alla distribuzione di determinati strumenti finanziari. In tale contesto, non ogni conflitto è idoneo a incidere in modo apprezzabile sulla

⁵²⁷ J. D'ANTONA, *Reactions Mixed to Reg BI Passage*, in *Markets Media*, 14 giugno 2019; *Securities Act of 1933*, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (1933), ora codificato in 15 U.S.C. § 77a ss.

qualità della consulenza prestata; la sua regolamentazione indiscriminata può, pertanto, tradursi in un aggravio di oneri sproporzionato rispetto ai benefici attesi.

In questa prospettiva, parte della dottrina ha evidenziato come l'assenza di criteri selettivi idonei a distinguere tra conflitti suscettibili di alterare il processo decisionale dell'investitore e situazioni prive di incidenza concreta rischi di dar luogo a un sistema eccessivamente burocratizzato, nel quale l'adempimento formale prevale sulla sostanza della tutela.⁵²⁸ Il risultato potrebbe essere un incremento dei costi operativi per gli intermediari non accompagnato da un corrispondente rafforzamento della protezione dell'investitore, con conseguente indebolimento dell'efficacia complessiva del regolamento.

8.5.7. Efficienza del mercato e limiti dell'espansione regolatoria

Le considerazioni sin qui svolte consentono di precisare la direzione entro la quale appare auspicabile un'eventuale evoluzione di *Regulation Best Interest*. Le criticità rilevate con riferimento alla determinatezza dello standard, alla disciplina dei conflitti e alle modalità della sua attuazione non sembrano richiedere né un arretramento della tutela introdotta nel 2019 né, in senso opposto, la progressiva assimilazione del regime dei *broker-dealers* al *fiduciary standard* proprio degli *investment advisers*. Esse depongono, piuttosto, per interventi di razionalizzazione e maggiore tipizzazione capaci di accrescere la prevedibilità della disciplina preservandone l'autonomia funzionale.

La preservazione dell'autonomia di Reg. BI rispetto al *fiduciary standard* trova, del resto, fondamento nella distinzione funzionale tra *broker-dealers* e *investment advisers* già esaminata nel corso dell'indagine.⁵²⁹ La scelta di non assimilare integralmente i due standard deve pertanto essere valutata alla luce dell'equilibrio perseguito dalla SEC tra rafforzamento della tutela, accessibilità dei servizi e possibilità di scelta dell'investitore.⁵³⁰ Il limite all'espansione regolatoria non risiede, infatti, nella necessità di preservare il modello

⁵²⁸ N. S. SCHADLE, *The Implications of "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct" in an Increasingly Regulated Industry*, in *Journal of Corporation Law*, 46, 1, 2020, p. 263 ss.

⁵²⁹ Sulla distinzione funzionale tra *broker-dealers* e *investment advisers* e sul diverso ambito operativo dei rispettivi standard di condotta, v. supra, § 1.2.2.4; cfr. altresì SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33330-33331 (12 luglio 2019).

⁵³⁰ Sul rapporto tra intensità della regolazione, costi di *compliance*, concorrenza e accessibilità dei servizi, v. supra, §§ 8.5.3-8.5.4; cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, cit., spec. *Economic Analysis*; J. CLAYTON, *Regulation Best Interest and the Investment Adviser Fiduciary Duty: Two Strong Standards that Protect and Provide Choice for Main Street Investors*, SEC, 8 luglio 2019.

tradizionale di *brokerage* in quanto tale, ma nell'esigenza che ogni ulteriore estensione degli obblighi trovi giustificazione in un corrispondente incremento della tutela effettivamente conseguibile. Laddove l'assimilazione al modello fiduciario producesse prevalentemente un aumento dei costi di *compliance*, una contrazione dell'offerta o una riduzione della possibilità di scelta senza un beneficio protettivo proporzionato, essa finirebbe per alterare l'equilibrio sul quale Reg. BI è stata costruita. Il perfezionamento dello standard dovrebbe pertanto procedere attraverso una maggiore determinatezza e un più efficace presidio delle aree nelle quali il rischio per l'investitore risulti concretamente significativo, piuttosto che mediante una generalizzata espansione dell'intensità regolatoria.

8.5.8. *Rischio regolatorio, tutela dell'investitore e correttivi di mercato*

Le istanze favorevoli ad un contenimento dell'espansione regolatoria - o, quantomeno, alla preservazione dell'autonomia dell'attuale assetto applicabile ai *broker-dealers* - non sono esenti da rilievi critici. Una delle principali obiezioni, ricorrente tanto in dottrina quanto nel dibattito tra *policy makers*, concerne il rischio che una minore intensità dei presidi possa favorire pratiche opportunistiche e condotte abusive, con particolare incidenza sulla clientela *retail*, strutturalmente esposta alle conseguenze delle asimmetrie informative.⁵³¹

Tale obiezione non può essere superata facendo esclusivo affidamento sulla capacità autocorrettiva del mercato. Come già osservato, la possibilità per l'investitore di confrontare differenti intermediari e di trasferire altrove il proprio rapporto può esercitare una pressione concorrenziale sul livello dei costi e sulla qualità dei servizi, ma l'effettività di tale meccanismo dipende dalla concreta comparabilità delle informazioni disponibili, dalla capacità dell'investitore di valutarle e dall'entità dei costi connessi alla sostituzione dell'intermediario.⁵³² La disciplina concorrenziale può pertanto integrare, ma non sostituire, i presidi regolatori destinati a correggere le asimmetrie che caratterizzano la relazione tra intermediario e investitore.

⁵³¹ Sulla particolare rilevanza delle asimmetrie informative e dei conflitti di interesse nella relazione tra *broker-dealer* e investitore *retail*, cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318, spec. *Economic Analysis*; N.S. SCHADLE, *The Implications of "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct" in an Increasingly Regulated Industry*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 46, n. 1, 2020, pp. 263 ss. Sul punto, v. altresì supra, § 5.2.1.

⁵³² Sul ruolo della concorrenza quale meccanismo complementare alla disciplina regolatoria e sui limiti derivanti dalle asimmetrie informative e dai costi di sostituzione dell'intermediario, v. supra, § 8.5.4.

Considerazioni analoghe valgono per gli strumenti di tutela *ex post*. L'arbitrato FINRA e l'attività di *enforcement* della SEC e delle *self-regulatory organizations* concorrono indubbiamente alla protezione dell'investitore e alla deterrenza delle condotte illecite; la loro esistenza non consente, tuttavia, di considerarli equivalenti a un presidio regolatorio *ex ante*. L'analisi svolta in precedenza ha, anzi, evidenziato come la limitata attitudine dell'arbitrato alla produzione di precedenti motivati e la natura necessariamente selettiva dell'attività di *enforcement* possano incidere sulla progressiva concretizzazione e prevedibilità dello standard.⁵³³ La medesima caratteristica che rende tali strumenti essenziali sul piano rimediale ne delimita, dunque, la capacità di sostituire la regolazione della condotta.

La questione non può essere risolta, pertanto, attraverso una scelta alternativa tra regolazione e mercato, né tra tutela preventiva e rimedi successivi alla violazione. Il punto di equilibrio deve essere ricercato nella complementarità tra tali strumenti: uno standard sufficientemente determinato da orientare *ex ante* la condotta degli intermediari; meccanismi concorrenziali capaci di disciplinarne ulteriormente il comportamento; e strumenti di *enforcement* e tutela individuale idonei a intervenire quando la prevenzione risulti insufficiente. Entro tale assetto, piuttosto che attraverso un generalizzato incremento dell'intensità regolatoria, appare possibile conciliare la tutela dell'investitore con l'esigenza di preservare flessibilità e pluralità dei modelli di intermediazione.

Le indicazioni sin qui formulate convergono, in definitiva, verso un'esigenza di razionalizzazione, piuttosto che di mera espansione o contrazione, dell'attuale assetto regolatorio. La maggiore determinatezza del *best interest standard*, la graduazione dei presidi rispetto alla rilevanza dei rischi concretamente considerati e la razionalizzazione degli obblighi informativi rispondono, sotto profili differenti, alla medesima esigenza di ridurre la distanza tra intensità formale della regolazione ed effettività della tutela. In particolare, come emerso nell'analisi dei limiti del paradigma fondato sulla *disclosure*, l'incremento della quantità di informazioni rese disponibili non determina necessariamente un corrispondente incremento della capacità dell'investitore di comprenderle e utilizzarle nel processo decisionale.⁵³⁴

⁵³³ Sui limiti dell'arbitrato FINRA e dell'attività di *enforcement* quali strumenti di progressiva concretizzazione dello standard, v. supra, §§ 7.2-7.4. Con specifico riferimento all'arbitrato, cfr. FINRA Rule 12904(g), ai sensi della quale l'*explained decision* - consistente nell'indicazione delle ragioni generali poste a fondamento della decisione - è richiesta, in via generale, su istanza congiunta delle parti; gli *awards* sono altrimenti redatti per iscritto e resi disponibili, senza che sussista un generale obbligo di motivazione. Cfr. altresì FINRA, *Investor's Guide to Securities Industry Disputes*, spec. p. 23.

⁵³⁴ Sul rischio che l'incremento quantitativo e la crescente complessità della *disclosure* producano fenomeni di *information overload*, riducendo la capacità dell'investitore di selezionare, elaborare e utilizzare efficacemente

Analogamente, sul versante degli intermediari, una maggiore articolazione delle prescrizioni non assicura di per sé una più elevata conformità sostanziale, potendo al contrario accrescere i costi di *compliance* senza produrre benefici protettivi proporzionati.⁵³⁵

In questa prospettiva, chiarezza normativa ed efficienza regolatoria non si pongono in rapporto antagonistico rispetto alla tutela dell'investitore, ma ne costituiscono condizioni complementari. L'obiettivo di un eventuale intervento correttivo dovrebbe pertanto consistere non nella riduzione del livello di protezione assicurato da Reg. BI, bensì nella costruzione di un quadro maggiormente intelligibile, selettivo e proporzionato, nel quale l'intensità degli obblighi trovi corrispondenza nella rilevanza degli interessi concretamente presidiati.

8.5.9. Chiarezza ed efficienza normativa

Pur essendo stata emanata con l'intento dichiarato di rafforzare la tutela dell'investitore e accrescere il livello di trasparenza nel settore dell'intermediazione finanziaria, *Regulation Best Interest* ha determinato un significativo incremento degli oneri di *compliance* gravanti sugli operatori di mercato.

Tali costi non appaiono riconducibili esclusivamente all'ampiezza dei requisiti prescrittivi, ma risultano altresì strettamente connessi alla formulazione di un impianto normativo caratterizzato da una terminologia complessa e, per certi aspetti, intrinsecamente ambigua, che compromette la prevedibilità delle condotte richieste e rende più oneroso il processo di conformazione per gli intermediari.⁵³⁶

Come già emerso nell'analisi della struttura normativa di Reg. BI, uno dei profili maggiormente problematici attiene alla vaghezza di taluni concetti cardine, primo fra tutti

l'informazione rilevante, v. T.A. PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 81, 2003, p. 417 ss., spec. pp. 440 ss.; O. BEN-SHAHAR, C.E. SCHNEIDER, *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, Princeton University Press, 2014, spec. pp. 93 ss.; sul punto, v. altresì *supra*, §§ 5.2.1–5.2.2.

⁵³⁵ Sulla necessità di considerare, nella valutazione dell'efficacia della regolazione finanziaria, anche i costi diretti e indiretti di *compliance* e la loro incidenza sui comportamenti degli intermediari e sulle condizioni di offerta dei servizi, v. Z. ISCENKO, P. ANDREWS, K. DAMBE, P. EDMONDS, *Economics for Effective Regulation*, FCA Occasional Paper No. 13, marzo 2016, spec. pp. 32 ss.; cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment Report accompanying the Proposal for a Directive [...] as regards the Union Retail Investor Protection Rules and the Proposal for a Regulation amending Regulation (EU) No 1286/2014*, SWD(2023) 278 final, 24 maggio 2023, spec. Annex 7, ove i benefici attesi dalle diverse opzioni regolatorie sono esaminati congiuntamente ai relativi costi amministrativi e di *compliance*.

⁵³⁶ Sull'indeterminatezza del *best interest standard* e sulla distinzione tra indeterminatezza della formulazione normativa e successiva concretizzazione dello standard in sede applicativa, v. *supra*, §§ 4.1–4.3 e 7.1–7.4; quanto alle possibili direttrici di maggiore tipizzazione, v. altresì *supra*, § 8.5.2.

quello di *best interest*, la cui configurazione resta priva di confini applicativi sufficientemente determinati. Ne deriva un ampliamento dei margini di discrezionalità interpretativa, tanto in capo agli operatori quanto alle autorità di vigilanza, con il conseguente rischio di applicazioni non uniformi e di un *enforcement* poco prevedibile. In tale contesto, l'incertezza normativa si traduce inevitabilmente in un incremento dei costi legali e organizzativi legati alla necessità di presidiare un perimetro regolatorio dai contorni sfuggenti.

A ciò si aggiunge la particolare intensità degli obblighi di *disclosure*, che, lungi dal tradursi automaticamente in un accrescimento della trasparenza sostanziale, rischiano di generare un sovraccarico informativo a carico della clientela. In presenza di flussi informativi eccessivamente densi e poco selettivi, l'investitore può ravvisare difficoltà nel distinguere tra elementi realmente rilevanti e informazioni meramente formali o ridondanti, con un effetto paradossale di attenuazione, anziché di rafforzamento, della comprensione effettiva.⁵³⁷

Un intervento di deregolamentazione mirata, circoscritto ai profili di maggiore criticità, potrebbe pertanto contribuire a ristabilire un equilibrio più efficiente tra esigenze di tutela e sostenibilità operativa. Una maggiore chiarezza terminologica e una razionalizzazione degli obblighi informativi, orientata alla selezione delle informazioni effettivamente rilevanti, consentirebbero non solo di ridurre gli oneri burocratici gravanti sugli intermediari, ma anche di contenere, in linea con le dinamiche descritte dalla *cost pass-through theory*, il trasferimento di tali costi sulla clientela finale, migliorando al contempo la qualità della tutela offerta attraverso un sistema di disclosure più mirato e funzionale.⁵³⁸

In una prospettiva evolutiva, appare dunque auspicabile che il legislatore eviti il ricorso a formule normative eccessivamente generiche o indeterminate, le quali, lungi dal garantire flessibilità, finiscono per accrescere l'incertezza applicativa e per imporre costi sproporzionati rispetto ai benefici attesi. Una regolamentazione caratterizzata da chiarezza definitoria e coerenza sistematica si rivela, infatti, condizione imprescindibile non solo per un'effettiva protezione dell'investitore, ma anche per il corretto funzionamento di un mercato efficiente e

⁵³⁷ Sulla crisi della *disclosure* quale tecnica di tutela dell'investitore, sulla distinzione tra trasparenza formale ed effettività della tutela e sui limiti derivanti dal sovraccarico informativo e dalla capacità cognitiva del destinatario, v. supra, §§ 6.1-6.2.

⁵³⁸ Sul rapporto tra costi di *compliance*, proporzionalità dell'intervento regolatorio e possibile traslazione degli oneri sulla clientela, v. supra, § 8.5.3; cfr. N.S. SCHADLE, *The Implications of "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct" in an Increasingly Regulated Industry*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 46, n. 1, 2020, pp. 263 ss., spec. pp. 281 ss.

competitivo, nel quale la compliance possa essere percepita non come mero onere, bensì come elemento fisiologico di stabilità e trasparenza del sistema finanziario.

8.6. Prospettive evolutive dello standard di *best interest*

L'introduzione di *Regulation Best Interest* ha segnato un momento di significativa discontinuità nell'evoluzione degli standard di condotta applicabili ai *broker-dealers*, pur senza approdare all'affermazione di un dovere fiduciario generalizzato. La disciplina sembra piuttosto aver dato luogo alla progressiva emersione di uno standard intermedio, caratterizzato da un grado di elasticità tale da collocarlo entro una zona di confine tra il tradizionale *suitability regime* e i più penetranti obblighi fiduciari propri degli *investment advisers*.⁵³⁹

Proprio tale collocazione intermedia costituisce, verosimilmente, l'elemento destinato a incidere maggiormente sulle prospettive evolutive dello standard. La portata sostanziale di *Regulation Best Interest* appare infatti difficilmente riconducibile a una configurazione definitivamente compiuta, risultando piuttosto suscettibile di progressiva ridefinizione attraverso attività interpretativa, *enforcement* amministrativo e sedimentazione della prassi applicativa.

In tale processo, l'assenza di un autonomo *private right of action* fondato sulla violazione di Reg. BI circoscrive la possibilità che il contenuto dello standard venga progressivamente definito attraverso il contenzioso privato, attribuendo all'elaborazione amministrativa un ruolo comparativamente più incisivo rispetto a quello assunto dalla giurisprudenza nella ricostruzione di altri standard di condotta.⁵⁴⁰ Ciò non determina, tuttavia, l'irrelevanza delle corti rispetto all'evoluzione della disciplina. Il sindacato giurisdizionale è destinato a incidere sulla delimitazione dei confini dell'azione regolatoria e, soprattutto, sul coordinamento di *Regulation Best Interest* con le ulteriori fonti che concorrono alla disciplina della relazione tra intermediario e investitore. Emblematica, sotto quest'ultimo profilo, la decisione della Supreme Judicial Court del Massachusetts in *Robinhood Financial LLC v. Secretary of the Commonwealth*, che, escludendo la *conflict preemption* della disciplina fiduciaria statale, ha qualificato Reg. BI quale *regulatory floor* compatibile con l'introduzione, a livello statale, di

⁵³⁹ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Release No. 34-86031 (2019), p. 33318 ss.

⁵⁴⁰ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 86031, 84 Fed. Reg. 33318 (12 luglio 2019), ove la Commissione precisa che Reg. BI non crea un nuovo *private right of action* né un autonomo *right of rescission*. Sul ruolo dell'*enforcement* nella progressiva concretizzazione dello standard e sui limiti derivanti dalla ridotta produzione di un corpus giurisprudenziale pubblico e consolidato, v. altresì *supra*, §§ 7.1-7.4.

standard di protezione più rigorosi.⁵⁴¹ Il formante giurisprudenziale opera pertanto non soltanto quale possibile strumento di concretizzazione del contenuto dello standard, ma anche - e, allo stato attuale, soprattutto - quale sede di delimitazione della sua collocazione all'interno dell'architettura multilivello della regolazione finanziaria statunitense.

In tale prospettiva, non sembra potersi escludere che l'evoluzione futura della disciplina si realizzi secondo dinamiche di progressivo ampliamento sostanziale dello standard, anche in assenza di modifiche regolatorie formali. La crescente enfasi posta dalla *Securities and Exchange Commission* sulla supervisione dei conflitti di interesse, sulla qualità delle procedure interne e sull'adeguatezza dei presidi organizzativi potrebbe infatti favorire, nel tempo, una lettura maggiormente rigorosa degli obblighi di diligenza gravanti sugli intermediari.⁵⁴² Un simile sviluppo contribuirebbe inevitabilmente ad attenuare, sul piano applicativo, la distanza tra *best interest obligation* e standard fiduciario, pur senza determinare una formale assimilazione tra le due categorie.

Nondimeno, una differente traiettoria evolutiva sembrerebbe trovare fondamento nella persistente riluttanza del regolatore federale a introdurre interventi suscettibili di alterare significativamente l'equilibrio economico sotteso all'attività di intermediazione. Sotto tale profilo, l'esperienza di Reg. BI sembra testimoniare il tentativo di perseguire un compromesso regolatorio volto a rafforzare la tutela dell'investitore senza incidere in misura sostanziale sui modelli distributivi tradizionalmente fondati su meccanismi *commission-based*.⁵⁴³

La questione assume rilievo sostanziale ove si consideri che una parte crescente delle criticità emerse in sede applicativa non sembra derivare dall'insufficienza quantitativa degli obblighi informativi o dei presidi di *compliance*, quanto piuttosto dalla persistente operatività di incentivi economici suscettibili di orientare il comportamento dell'intermediario indipendentemente dal grado di sofisticazione della disciplina. In tale prospettiva, le future evoluzioni dello standard potrebbero progressivamente spostare il baricentro della regolazione dalla trasparenza alla *governance* degli incentivi, privilegiando interventi maggiormente

⁵⁴¹ *Robinhood Financial LLC v. Secretary of the Commonwealth*, 492 Mass. 696, 716-723, 214 N.E.3d 1058 (2023), spec. 721-723, ove la Supreme Judicial Court del Massachusetts ha escluso che Reg. BI precluda l'applicazione del più rigoroso *fiduciary duty* previsto dalla disciplina statale, qualificando lo standard federale come *regulatory floor* che non impedisce agli Stati di introdurre forme ulteriori di protezione dell'investitore. Sul rapporto tra disciplina federale e standard statali, v. supra, § 8.5.

⁵⁴² SEC Division of Examinations, *Risk Alert: Observations from Broker-Dealer Examinations Related to Regulation Best Interest*, gennaio 2022.

⁵⁴³ Sul carattere intermedio di Reg. BI, v. A. LUND, *The New Fiduciary Standard*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2020, p. 314 ss.

orientati alla struttura organizzativa dell'attività distributiva e ai processi interni che precedono la formulazione della raccomandazione finanziaria.⁵⁴⁴

Ulteriori elementi di complessità sembrano inoltre destinati a emergere in relazione alla crescente integrazione di strumenti algoritmici e sistemi automatizzati nei servizi di investimento. L'impiego di modelli predittivi, *robo-advisory* e procedure decisionali fondate sull'elaborazione automatizzata dei dati pone interrogativi suscettibili di incidere direttamente sulla configurazione futura dello standard di migliore interesse. In simili contesti, il problema regolatorio tende progressivamente a spostarsi dalla valutazione della condotta individuale dell'intermediario alla verifica dei criteri incorporati nei processi decisionali automatizzati e delle logiche incentivanti sottese alla loro progettazione.⁵⁴⁵

Parallelamente, non può essere trascurata la crescente attenzione riservata, nella riflessione più recente, al rapporto tra intensità della regolazione, costi di *compliance* e accessibilità dei servizi finanziari. L'eventuale irrigidimento degli standard di condotta potrebbe infatti determinare effetti indiretti sulla disponibilità della consulenza per la clientela *retail*, favorendo fenomeni di concentrazione dell'offerta o riduzione dei servizi rivolti agli investitori caratterizzati da minore capacità patrimoniale.⁵⁴⁶

Alla luce di tali considerazioni, l'evoluzione di *Regulation Best Interest* sembra destinata a svilupparsi entro una tensione destinata verosimilmente a permanere irrisolta: quella tra aspirazione a una protezione sostanziale dell'investitore e necessità di preservare assetti di mercato economicamente sostenibili. È all'interno di tale equilibrio che appare destinata a definirsi, *de facto*, la futura configurazione dello standard.

Più radicalmente, l'esperienza di Reg. BI sembra suggerire una riflessione di carattere sistemico concernente i limiti delle moderne tecniche di regolazione finanziaria. Le difficoltà incontrate nel tentativo di elaborare uno standard capace di conciliare tutela dell'investitore, flessibilità applicativa ed efficienza economica sembrano infatti evidenziare come la protezione regolatoria tenda progressivamente a dipendere meno dalla proliferazione degli

⁵⁴⁴ FINRA, *Report on Conflicts of Interest*, ottobre 2013; T. PONTEGONZALES – A. LEVITIN, *Conflicted Advisors*, in *Yale Journal on Regulation*, 2019.

⁵⁴⁵ Sul rapporto tra *AI*, consulenza finanziaria e *governance* regolatoria, v. OECD, *Artificial Intelligence in Finance*, 2021.

⁵⁴⁶ Sul rapporto tra costi di *compliance* e accessibilità dei servizi finanziari, v. J.C. COFFEE JR., *The Costs of Financial Regulation*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2011.

obblighi formali e maggiormente dalla capacità dell'ordinamento di incidere sulle condizioni organizzative, incentivanti e strutturali entro cui il comportamento economico prende forma.

In tale prospettiva, la principale evoluzione del nuovo standard potrebbe non consistere nell'introduzione di obblighi ulteriori o nell'approdo a un modello fiduciario pieno, bensì nel progressivo consolidamento di una diversa concezione della tutela dell'investitore, meno ancorata all'informazione quale tecnica correttiva delle asimmetrie informative e maggiormente orientata alla regolazione diretta degli incentivi e dei processi che precedono la decisione finanziaria.

PARTE V

PROFILI COMPARATISTICI TRA MODELLO STATUNITENSE ED EUROPEO

Capitolo IX - La tutela dell'investitore tra razionalità regolatoria e logiche di mercato: profili sistemici del modello statunitense ed europeo

9.1. Premessa metodologica

9.1.1. La comparazione funzionale quale strumento di analisi dei modelli di investor protection

L'analisi comparatistica dei modelli di tutela dell'investitore elaborati nell'esperienza statunitense ed europea richiede, preliminarmente, una precisazione di ordine metodologico. La comparazione tra *Regulation Best Interest* e il quadro normativo europeo risultante dalla progressiva evoluzione della disciplina dei mercati degli strumenti finanziari - oggi principalmente riconducibile alla c.d. *Market in Financial Instruments Directive II* (MiFID II) e al c.d. *Markets in Financial Instruments Regulation* (MiFIR)⁵⁴⁷ - non può, infatti, essere ridotta a una mera ricognizione descrittiva di differenze regolatorie, né tantomeno a un confronto statico tra testi normativi formalmente eterogenei. Una simile impostazione risulterebbe inevitabilmente inadeguata a cogliere la reale funzione sistemica delle tecniche di regolazione adottate nei due ordinamenti, le quali si inseriscono all'interno di differenti concezioni del mercato finanziario, del ruolo dell'intermediario e della posizione stessa dell'investitore *retail*.

La comparazione assume, pertanto, una dimensione eminentemente funzionale, orientata non già alla verifica della coincidenza tra categorie giuridiche formalmente omologhe, bensì all'analisi delle differenti modalità attraverso cui i due sistemi perseguono obiettivi parzialmente convergenti di *investor protection*, integrità del mercato ed efficienza allocativa del capitale. In tale prospettiva, *Regulation Best Interest* e MiFID II costituiscono

⁵⁴⁷ La disciplina europea dei servizi di investimento si è sviluppata attraverso una progressiva stratificazione normativa. Alla Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (*Investment Services Directive* – ISD), è succeduta la Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004 (*MiFID I*), successivamente rivista e sostituita dalla Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014 (*MiFID II*), cui si affianca il Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014 (*MiFIR*). Sulla progressione normativa, cfr. altresì considerando 2-4, Direttiva 2014/65/UE.

espressione di modelli regolatori fondati su diverse premesse teoriche circa il rapporto tra autonomia privata, trasparenza informativa e intervento pubblico nel mercato finanziario.

Mentre il sistema statunitense ha storicamente privilegiato un approccio *disclosure-based*, fortemente ancorato alla valorizzazione dell'efficienza del mercato e alla preservazione della pluralità dei modelli distributivi, il diritto europeo dei mercati finanziari ha progressivamente sviluppato una struttura regolatoria maggiormente prescrittiva, caratterizzata da un ampliamento degli obblighi organizzativi, da una crescente centralità della gestione dei conflitti di interesse e da una progressiva anticipazione della tutela dell'investitore alla fase genetica del prodotto e del servizio finanziario.

Tale divergenza riflette, in realtà, una differente concezione del rischio regolatorio. Nel modello statunitense, il rischio principale è tradizionalmente individuato nell'eccessiva compressione delle dinamiche concorrenziali e nell'alterazione dell'efficienza del mercato attraverso un aggravio regolatorio sproporzionato; nel modello europeo, al contrario, l'attenzione si concentra prevalentemente sul rischio di asimmetria informativa e di sfruttamento della vulnerabilità dell'investitore *retail*, con conseguente tendenza all'espansione preventiva degli obblighi di condotta gravanti sugli intermediari.⁵⁴⁸

La comparazione tra i due modelli non può, pertanto, essere condotta secondo categorie rigidamente dicotomiche, né tantomeno mediante il ricorso a valutazioni assiologiche aprioristiche circa la superiorità di un sistema rispetto all'altro. Più correttamente, appare necessario interrogarsi sulla capacità delle differenti tecniche di regolazione di realizzare un equilibrio sostenibile tra tutela dell'investitore, accessibilità ai servizi finanziari e sostenibilità economica dell'attività di intermediazione.

In questa prospettiva, *Regulation Best Interest* assume particolare rilevanza quale tentativo di elaborare uno standard intermedio tra il tradizionale *suitability standard* e il paradigma fiduciario proprio degli *investment advisers* senza tuttavia giungere all'imposizione di un dovere generalizzato di *loyalty* assimilabile a quello previsto dall'*Investment Advisers Act* del 1940. Analogamente, l'evoluzione della disciplina MiFID testimonia il progressivo

⁵⁴⁸ Sulla funzione della regolazione finanziaria quale risposta ai fallimenti di mercato e, in particolare, alle asimmetrie informative, ai problemi di agenzia, all'azzardo morale e ai conflitti di interesse, v. ex multis J. ARMOUR – D. AWREY – P. DAVIES – L. ENRIQUES – J.N. GORDON – C. MAYER – J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, pp. 51 ss.; N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2023, pp. [da verificare nell'edizione utilizzata]. Sul versante statunitense, cfr. J.C. COFFEE JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in *Va. L. Rev.*, 70, 1984, pp. 717 ss.

rafforzamento di un modello regolatorio nel quale la tutela dell'investitore viene perseguita attraverso una crescente proceduralizzazione dell'attività di intermediazione e una significativa estensione degli obblighi non solo informativi ma anche organizzativi.

L'utilizzo della comparazione funzionale consente, dunque, di evidenziare non soltanto le differenze strutturali tra i due sistemi, ma anche le rispettive criticità applicative, con particolare riguardo alla tensione, comune a entrambe le esperienze, tra incremento della protezione dell'investitore e rischio di *overregulation* del mercato finanziario.⁵⁴⁹

9.1.2. Efficienza del mercato, autonomia dell'investitore e finalità della regolazione finanziaria

La progressiva evoluzione della disciplina dell'intermediazione finanziaria, tanto nell'esperienza statunitense quanto in quella europea, si colloca all'intersezione di due esigenze sistemiche solo apparentemente convergenti: da un lato, la necessità di garantire un adeguato livello di protezione dell'investitore; dall'altro, l'esigenza di preservare l'efficienza allocativa del mercato e la sostenibilità economica dell'attività di intermediazione.

La regolamentazione finanziaria contemporanea si fonda, infatti, sulla costante ricerca di un equilibrio tra autonomia privata e intervento pubblico correttivo, in un contesto caratterizzato da profonde asimmetrie informative, crescente complessità dei prodotti finanziari e progressiva sofisticazione delle tecniche distributive adottate dagli intermediari. La tutela dell'investitore rappresenta, in tale quadro, uno degli obiettivi centrali della regolazione dei mercati finanziari accanto alla salvaguardia della stabilità del sistema e dell'integrità del mercato.⁵⁵⁰

Nondimeno, la nozione stessa di *investor protection* assume configurazioni differenti nei due ordinamenti considerati. Nell'esperienza statunitense, la protezione dell'investitore si è storicamente sviluppata all'interno di un modello regolatorio fortemente influenzato dalla teoria dell'efficienza del mercato e dalla centralità della *disclosure* quale strumento privilegiato

⁵⁴⁹ Sul metodo della comparazione funzionale, v. K. ZWEIGERT - H. KÖTZ, *Introduzione al diritto comparato*, Milano, 1998, p. 41 ss.

⁵⁵⁰ Sul paradigma dei *market failures* quale fondamento economico dell'intervento regolatorio, cfr. J. ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation*, cit., pp. 51 ss.; per il ruolo delle asimmetrie informative, v. G.A. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Q.J. Econ.*, 84, 1970, pp. 488 ss.; M. SPENCE, *Job Market Signaling*, in *Q.J. Econ.*, 87, 1973, pp. 355 ss.; J.E. STIGLITZ - A. WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *Am. Econ. Rev.*, 71, 1981, pp. 393 ss.

di correzione delle asimmetrie informative. La filosofia sottostante al *securities regulation framework* elaborato dalla *Securities and Exchange Commission* si fonda, infatti, sull'idea che un investitore adeguatamente informato sia in grado di assumere decisioni economicamente razionali, consentendo al mercato di operare secondo logiche concorrenziali efficienti.⁵⁵¹

Tale impostazione emerge chiaramente già nella struttura originaria del *Securities Act* del 1933 e del *Securities Exchange Act* del 1934,⁵⁵² i quali attribuiscono alla trasparenza informativa una funzione centrale nella tutela dell'investitore e nel corretto funzionamento del mercato.⁵⁵³

Nel modello europeo, al contrario, la disciplina dei servizi di investimento ha progressivamente assunto una configurazione maggiormente paternalistica, fondata sulla convinzione che la mera *disclosure* non sia sufficiente a compensare la strutturale debolezza informativa e cognitiva dell'investitore *retail*. La progressiva evoluzione dalla *Investment Services Directive* alla MiFID II evidenzia, infatti, il passaggio da una regolazione prevalentemente orientata alla trasparenza a un sistema caratterizzato da un significativo rafforzamento degli obblighi organizzativi, dei presidi di *governance* e dei doveri di controllo gravanti sugli intermediari.⁵⁵⁴

La differente impostazione dei due modelli si riflette altresì nella diversa concezione dell'autonomia dell'investitore. Nel sistema statunitense, l'investitore continua a essere considerato, almeno in linea teorica, un soggetto economicamente razionale, cui deve essere garantita la possibilità di scegliere liberamente tra differenti modelli di servizio e differenti strutture commissionali. Nel sistema europeo, la figura dell'investitore assume invece una configurazione maggiormente articolata. Alla persistente rilevanza, nella disciplina generale dei mercati, di un paradigma riconducibile all'investitore ragionevole - ancora presupposto, ad esempio, dalla disciplina dell'informazione privilegiata - si affianca, nell'ambito dei servizi di investimento, una progressiva differenziazione delle tutele in funzione delle caratteristiche del destinatario. La classificazione operata dalla MiFID II tra clienti al dettaglio, clienti professionali ed *eligible counterparties* consente, in particolare, di modulare l'intensità della

⁵⁵¹ Sul rapporto tra *investor protection* ed efficienza del mercato nella regolazione finanziaria statunitense, v. J.C. COFFEE JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in Va. L. Rev., 1984, p. 717 ss.; sul paradigma *disclosure-based* nella *securities regulation* statunitense, v. L. LOSS - J. SELIGMAN - T. PAREDES, *Securities Regulation*, New York, 2019, p. 31 ss.

⁵⁵² Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. No. 73-291, 48 Stat. 881.

⁵⁵³ Securities Act of 1933, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74.

⁵⁵⁴ Sul tema dell'*overregulation* nei mercati finanziari, v. R.J. JACKSON JR. - J. BERRY, *Kickbacks or Compensation: The Case of Mutual Fund Distribution Fees*, in Stan. J. L. Bus. & Fin., 2009, p. 52 ss.

protezione in funzione della diversa esperienza, conoscenza e capacità di valutazione del rischio, attribuendo alla clientela *retail* il livello di tutela più elevato.⁵⁵⁵

Le più recenti acquisizioni della *behavioural finance* hanno ulteriormente contribuito a mettere in discussione l'adeguatezza del tradizionale paradigma *disclosure-based*, evidenziando come l'eccessiva complessità informativa, la limitata capacità di elaborazione cognitiva e la presenza di *bias* comportamentali possano compromettere significativamente la capacità dell'investitore – non solo ma soprattutto – *retail* di assumere decisioni pienamente consapevoli.⁵⁵⁶

Tuttavia, l'espansione progressiva degli obblighi regolatori non risulta priva di effetti distorsivi. Un incremento eccessivo dei costi di compliance può determinare significative barriere all'accesso ai servizi di investimento, incidere negativamente sulla sostenibilità economica dei modelli distributivi *commission-based* e ridurre l'offerta di servizi finanziari accessibile alla clientela *retail* con minore capacità patrimoniale.

Ne deriva che la disciplina dell'intermediazione finanziaria si colloca inevitabilmente all'interno di una tensione sistemica tra esigenze di protezione e preservazione dell'efficienza del mercato. È precisamente in tale spazio di equilibrio che si inserisce *Regulation Best Interest*,⁵⁵⁷ la quale rappresenta il tentativo della *Securities and Exchange Commission* di rafforzare gli obblighi di condotta gravanti sui *broker-dealers* senza tuttavia compromettere la sostenibilità economica del modello distributivo tradizionale né assimilare integralmente la posizione dei *broker-dealers* a quella fiduciaria degli *investment advisers*.⁵⁵⁸

⁵⁵⁵ Cfr., quanto alla classificazione della clientela, art. 4, par. 1, nn. 10 e 11, Allegato II e art. 30, Direttiva 2014/65/UE. La valorizzazione normativa della minore sofisticazione della clientela *retail* non determina, tuttavia, il definitivo superamento del paradigma dell'investitore razionale nell'ordinamento unionale. Si consideri, in particolare, l'art. 7, par. 4, Regolamento (UE) n. 596/2014 (*Market Abuse Regulation*), che individua la capacità di un "investitore ragionevole" di utilizzare l'informazione come parte del processo decisionale quale parametro rilevante ai fini della qualificazione della sua potenziale incidenza sui prezzi; v. altresì considerando 14 e art. 17 MAR.

⁵⁵⁶ Sul rapporto tra *behavioural finance* e tutela dell'investitore, v. D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, New York, 2011, p. 274 ss.

⁵⁵⁷ SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318 (12 luglio 2019).

⁵⁵⁸ Sul carattere ibrido di *Regulation Best Interest*, v. A. LUND, *The New Fiduciary Standard*, in Fordham J. Corp. & Fin. L., 2020, p. 301 ss.

9.2. L'evoluzione del paradigma europeo di tutela dell'investitore

9.2.1. Dalla Investment Services Directive alla MiFID II

L'evoluzione della disciplina europea dei servizi di investimento evidenzia il progressivo consolidamento di un modello regolatorio caratterizzato da una crescente intensità prescrittiva e da un significativo ampliamento degli obblighi di condotta gravanti sugli intermediari finanziari. Tale evoluzione si inserisce all'interno del più ampio processo di integrazione del mercato finanziario europeo e riflette il progressivo rafforzamento delle finalità di tutela dell'investitore perseguite dal legislatore unionale.

La prima sistematica armonizzazione europea della disciplina dei servizi di investimento trova espressione nella *Investment Services Directive* del 1993,⁵⁵⁹ la quale perseguiva prevalentemente finalità di integrazione del mercato e liberalizzazione dell'attività di intermediazione finanziaria. In tale fase, la tutela dell'investitore risultava ancora subordinata all'obiettivo prioritario di costruzione del mercato unico dei servizi finanziari, in un quadro caratterizzato da obblighi organizzativi e comportamentali sensibilmente meno articolati rispetto a quelli successivamente sviluppati dal legislatore europeo.

Il progressivo incremento della complessità dei mercati finanziari e la crescente diffusione dei servizi di investimento presso la clientela *retail* hanno tuttavia evidenziato l'inadeguatezza di un sistema regolatorio fondato esclusivamente sulla mutua armonizzazione minima e sulla centralità della trasparenza informativa.

In tale contesto si colloca l'adozione della Direttiva 2004/39/CE (MiFID I),⁵⁶⁰ la quale introduce una profonda revisione della disciplina europea dell'intermediazione finanziaria, rafforzando significativamente gli obblighi di condotta applicabili agli intermediari e attribuendo particolare rilievo alla tutela dell'investitore. MiFID I segna il superamento di una concezione meramente formale della trasparenza informativa, realizzato attraverso l'introduzione di obblighi di adeguatezza e appropriatezza finalizzati a garantire una maggiore coerenza tra prodotti finanziari e profilo dell'investitore.

La crisi finanziaria del 2008 ha successivamente determinato un ulteriore rafforzamento dell'approccio regolatorio europeo, evidenziando le criticità derivanti dalla

⁵⁵⁹ Direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

⁵⁶⁰ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

commercializzazione di prodotti finanziari complessi presso la clientela *retail* e l'insufficienza dei presidi di *governance* e controllo dei conflitti di interesse.

L'adozione della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II)⁵⁶¹ e del Regolamento (UE) n. 600/2014 (*Market in Financial Instruments Regulation* - MiFIR)⁵⁶² si inserisce in tale contesto evolutivo. Il nuovo *framework* regolatorio europeo si caratterizza per un significativo ampliamento degli obblighi organizzativi, informativi e di *governance* gravanti sugli intermediari, nonché per una progressiva anticipazione della tutela dell'investitore nella fase di progettazione, distribuzione e monitoraggio del prodotto finanziario.

La disciplina MiFID II introduce una regolamentazione particolarmente articolata dei conflitti di interesse, dei sistemi remunerativi, della *product governance* e degli *inducements*, riflettendo la convinzione del legislatore europeo secondo cui la tutela dell'investitore non possa essere affidata esclusivamente alla *disclosure*, ma richieda una penetrante regolazione preventiva dell'attività dell'intermediario.⁵⁶³

Tale evoluzione testimonia il progressivo passaggio da un modello prevalentemente *market-oriented* a una struttura regolatoria maggiormente interventista e *conduct-based*, nella quale l'intermediario viene progressivamente investito di obblighi di protezione sempre più ampi nei confronti in particolare della clientela *retail*.

9.2.2. La centralità della trasparenza e il rafforzamento degli obblighi organizzativi

Uno degli elementi maggiormente caratterizzanti dell'evoluzione del diritto europeo dei mercati finanziari è rappresentato dal progressivo ampliamento degli obblighi organizzativi gravanti sugli intermediari, i quali assumono una funzione centrale nell'architettura della tutela dell'investitore delineata dalla disciplina MiFID II.

A differenza del modello statunitense, nel quale la *disclosure* continua a rappresentare il principale strumento di correzione delle asimmetrie informative, il legislatore europeo ha

⁵⁶¹ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

⁵⁶² Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari.

⁵⁶³ Sul rafforzamento degli obblighi organizzativi nella MiFID II, v. G. FERRARINI - D. BUSCH, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, p. 215 ss.

progressivamente sviluppato un sistema regolatorio fondato sulla preventiva conformazione organizzativa dell'attività di intermediazione.

La disciplina europea non si limita, infatti, a imporre obblighi informativi nei confronti della clientela, ma interviene direttamente sulla struttura organizzativa dell'intermediario, imponendo procedure di controllo interno, sistemi di gestione del rischio, presidi di *compliance* e meccanismi di monitoraggio dei conflitti di interesse.

Tale approccio riflette la convinzione secondo cui le asimmetrie informative e i conflitti di interesse non possano essere efficacemente neutralizzati esclusivamente mediante la *disclosure*, soprattutto in presenza di investitori *retail* caratterizzati da limitata sofisticazione finanziaria e ridotta capacità di elaborazione cognitiva.

La centralità degli obblighi organizzativi emerge con particolare evidenza nella disciplina della *product governance* introdotta dalla MiFID II, la quale attribuisce agli intermediari specifici doveri di identificazione del *target market*, monitoraggio della distribuzione e verifica della coerenza tra prodotto finanziario e categoria di investitori destinatari.⁵⁶⁴

Attraverso tale disciplina, la tutela dell'investitore viene significativamente anticipata rispetto al momento dell'investimento, incidendo direttamente sulla fase di progettazione e distribuzione del prodotto finanziario. La regolazione europea assume, pertanto, una funzione non soltanto correttiva, ma anche conformativa del mercato, nella misura in cui incide *ex ante* sulla stessa configurazione dei processi di *product design* e *product distribution* anziché limitarsi a sindacare la correttezza della condotta tenuta dall'intermediario nella singola relazione con l'investitore.⁵⁶⁵

L'espansione degli obblighi organizzativi ha tuttavia sollevato significative criticità sotto il profilo della sostenibilità economica dell'attività di intermediazione. L'incremento dei costi di *compliance* derivante dalla crescente complessità del *framework* regolatorio europeo ha infatti inciso in misura significativa sui modelli distributivi tradizionali, inducendo parte della letteratura e delle analisi istituzionali ad interrogarsi sui possibili fenomeni di *market concentration* derivanti dall'imposizione di tali oneri e sulla progressiva riduzione

⁵⁶⁴ Cfr. artt. 16, par. 3, e 24, par. 2, Direttiva 2014/65/UE; artt. 9 e 10, Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione, del 7 aprile 2016; ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3448, 2023.

⁵⁶⁵ Sul modello europeo di *product governance*, v. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2023, p. 812 ss.

dell'accessibilità dei servizi di consulenza per la clientela retail con minore capacità patrimoniale.⁵⁶⁶

Tali criticità assumono particolare rilievo in prospettiva comparatistica, e in particolare rispetto a *Regulation Best Interest*, la quale si colloca invece all'interno di un modello regolatorio maggiormente orientato alla preservazione della flessibilità operativa degli intermediari e alla sostenibilità economica dei modelli *commission-based*.

9.3. La nozione di *best interest* tra standard fiduciario e razionalità concorrenziale

9.3.1. Interesse del cliente, adeguatezza e suitability nella disciplina MiFID II

Diversamente dall'esperienza statunitense, il diritto europeo dei mercati finanziari non si fonda sulla tradizionale distinzione categoriale tra *broker-dealers* e *investment advisers*, bensì su un sistema di obblighi di condotta applicabili in maniera trasversale agli intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento.

La disciplina MiFID II attribuisce centralità al principio dell'agire nel migliore interesse del cliente, imponendo alle imprese di investimento il dovere di comportarsi in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi della clientela.⁵⁶⁷ Tale principio assume una funzione sistemica trasversale, irradiandosi sull'intera disciplina degli obblighi informativi, della valutazione di adeguatezza, della product governance e della gestione dei conflitti di interesse.

Nell'esperienza europea, la nozione di *best interest* non viene tuttavia elaborata come standard autonomo suscettibile di operare quale criterio generale di responsabilità dell'intermediario, bensì come principio regolatorio concretizzato attraverso una pluralità di obblighi specifici e proceduralizzati.

⁵⁶⁶ Sui possibili effetti prodotti dall'intensificazione degli obblighi regolatori sui modelli distributivi e sull'accessibilità della consulenza, cfr. ESMA, *Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II*, ESMA35-43-2126, 31 marzo 2020, spec. parr. 35-36, ove si evidenzia come un ulteriore irrigidimento della disciplina degli *inducements* possa incidere sull'accesso della clientela *retail* ai servizi di consulenza e determinare modificazioni dei modelli distributivi, anche mediante un maggiore ricorso a servizi *execution-only*; EUROPEAN COMMISSION, *Study on the Distribution Systems of Retail Investment Products*, 2018, spec. Executive Summary, ove vengono rilevate persistenti difficoltà per gli investitori al dettaglio nell'accesso alla consulenza indipendente e significative differenze nei costi e nelle modalità distributive dei prodotti di investimento all'interno dell'Unione.

⁵⁶⁷ Art. 24, Direttiva 2014/65/UE.

Particolare rilevanza assume, in tale contesto, la disciplina della *suitability assessment* prevista per il servizio di consulenza in materia di investimenti e per la gestione di portafogli. La valutazione di adeguatezza richiede infatti all'intermediario di acquisire informazioni dettagliate circa conoscenza ed esperienza del cliente, situazione finanziaria, capacità di sostenere perdite e obiettivi di investimento, al fine di raccomandare strumenti finanziari coerenti con il profilo dell'investitore.⁵⁶⁸

Rispetto al modello statunitense, il *framework* europeo evidenzia una maggiore tendenza alla proceduralizzazione della tutela dell'investitore e all'anticipazione preventiva del controllo regolatorio. La protezione dell'investitore non viene affidata esclusivamente al contenuto sostanziale della raccomandazione formulata dall'intermediario, ma si realizza attraverso la costruzione di un articolato sistema di obblighi organizzativi, informativi e documentali.

In tale prospettiva, la disciplina europea appare maggiormente orientata a ridurre *ex ante* il rischio di *misselling* e di collocamento inappropriato di prodotti finanziari complessi, mentre *Regulation Best Interest* continua a privilegiare una logica prevalentemente *conduct-based* e *transaction-oriented*.⁵⁶⁹

La differenza tra i due sistemi riflette, ancora una volta, una diversa concezione della funzione della regolazione finanziaria. Alla maggiore valorizzazione, nell'esperienza statunitense, dell'autodeterminazione dell'investitore e della concorrenza tra differenti modelli distributivi, il sistema europeo affianca una più intensa conformazione *ex ante* dell'organizzazione e dei processi decisionali dell'intermediario.

9.3.2. Disclosure, loyalty e doveri di cura: divergenze strutturali tra modello statunitense ed europeo

Una delle principali divergenze sistemiche tra *Regulation Best Interest* e il *framework* europeo delineato dalla MiFID II concerne il differente rapporto tra *disclosure*, doveri di *loyalty* e tecniche di conformazione della condotta dell'intermediario.

Nel sistema statunitense, la *disclosure* conserva una funzione strutturale anche all'interno del più penetrante apparato introdotto da *Regulation Best Interest*. La *Disclosure Obligation* e

⁵⁶⁸ ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA35-43-3172, 2023.

⁵⁶⁹ Sul carattere *conduct-based* di *Regulation Best Interest*, v. A.C. PRITCHARD, *The SEC at 90: Market Regulation and Investor Protection*, in *Yale J. Reg.*, 2024, p. 91 ss.

il *Form CRS*, già esaminati, confermano infatti la persistente rilevanza attribuita alla trasparenza delle condizioni della relazione, dei costi, dei conflitti di interesse e della natura dei servizi prestati quale presupposto dell'autodeterminazione del *retail customer*.⁵⁷⁰ I limiti di tale paradigma, specie ove la complessità dell'informazione ecceda la capacità effettiva del destinatario di selezionarla e valutarla, sono stati diffusamente ricostruiti e possono qui essere assunti come acquisiti.⁵⁷¹

Più che nella funzione assegnata all'informazione in sé considerata, la distanza rispetto al modello europeo si coglie, pertanto, nel diverso grado di anticipazione della tutela rispetto alla singola decisione di investimento. Nel sistema delineato da MiFID II, gli obblighi informativi si inscrivono in un assetto nel quale la protezione dell'investitore è affidata anche a presidi organizzativi che incidono *ex ante* sulla selezione, configurazione e distribuzione dei prodotti, nonché sulla stessa delimitazione della clientela cui essi sono destinati.⁵⁷² La *product governance* rileva, sotto tale profilo, non tanto quale autonomo segmento della disciplina - già esaminato - quanto quale espressione di una più ampia traslazione del baricentro regolatorio dalla sola correttezza della relazione individuale alla conformazione preventiva dell'attività dell'intermediario.

La differenza tra i due sistemi investe, in ultima analisi, la distribuzione del rischio decisionale all'interno della relazione di investimento. Il modello statunitense, pur rafforzando sensibilmente gli obblighi gravanti sul *broker-dealer*, continua a riservare uno spazio più ampio alla capacità dell'investitore di determinarsi sulla base delle informazioni ricevute; il modello europeo tende, invece, ad assorbire una quota maggiore di tale rischio nell'architettura organizzativa e procedurale dell'intermediario, assoggettandone l'attività a vincoli che operano anteriormente e indipendentemente dalla singola raccomandazione.

La divergenza non può quindi essere ricondotta ad una contrapposizione tra trasparenza e protezione sostanziale, né tantomeno ad una diversa finalità di riduzione delle asimmetrie informative, comune ad entrambi gli ordinamenti. La diversa intensità dell'intervento regolatorio si riflette, più profondamente, sulla distribuzione della responsabilità decisionale all'interno della relazione di investimento. Nell'esperienza statunitense, pur nel quadro del

⁵⁷⁰ Sulla *Disclosure Obligation* e sul *Form CRS*, v. *supra*, §§ 3.6.1 e 3.7.1.

⁵⁷¹ Sui limiti della *disclosure* quale tecnica di tutela dell'investitore, con particolare riguardo al rapporto tra trasparenza formale, sovraccarico informativo e limiti cognitivi, v. *supra*, §§ 6.1-6.2.

⁵⁷² Sulla disciplina della *product governance* e sull'anticipazione della tutela alla fase di progettazione e distribuzione del prodotto, v. *supra*, § 9.2.2.

rafforzamento degli obblighi di condotta imposto da *Regulation Best Interest*, permane una più accentuata valorizzazione dell'autonomia dell'investitore quale destinatario ultimo della decisione economica; nel modello europeo, per contro, l'estensione dei presidi organizzativi e comportamentali tende ad anticipare l'intervento dell'intermediario rispetto al momento della scelta individuale, facendo ricadere nella sua sfera di responsabilità una porzione più ampia delle condizioni entro le quali la decisione di investimento viene formata.

9.4. Conflitti di interesse e modelli remunerativi nell'intermediazione finanziaria

9.4.1. La gestione dei conflitti di interesse nel quadro di Regulation Best Interest

La disciplina statunitense dei conflitti di interesse, già analiticamente ricostruita, può essere richiamata in questa sede nei soli elementi funzionali alla comparazione.⁵⁷³ Reg. BI non muove da un principio di incompatibilità tra interesse economico dell'intermediario e relazione con il cliente, ma articola la risposta regolatoria secondo la natura del conflitto, combinando obblighi di *disclosure*, mitigazione ed eliminazione e preservando, entro tali limiti, la compatibilità dello standard con modelli remunerativi *commission-based*. Tale scelta assume specifico rilievo nel confronto con la disciplina europea degli *inducements*, nella quale il legislatore interviene più direttamente sulle condizioni di ammissibilità delle remunerazioni provenienti da soggetti terzi.

9.4.2. Inducements, retrocessioni e consulenza indipendente nella disciplina europea

L'esperienza europea evidenzia un approccio significativamente più rigoroso nella disciplina dei conflitti di interesse e dei modelli remunerativi adottati dagli intermediari finanziari. La MiFID II attribuisce infatti particolare rilevanza agli *inducements* e alle retrocessioni percepite dagli intermediari, muovendo dalla convinzione che tali incentivi economici possano compromettere strutturalmente la capacità dell'intermediario di agire nel migliore interesse del cliente.⁵⁷⁴

⁵⁷³ Sulla *Conflict of Interest Obligation*, sulle differenti tecniche di *disclosure*, mitigazione ed eliminazione e sui relativi obblighi organizzativi, v. *supra*, §§ 3.6.3 e 5.1–5.4; cfr. 17 C.F.R. § 240.151-1(a)(2)(iii); SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33389 ss. (12 luglio 2019).

⁵⁷⁴ Art. 24, Direttiva 2014/65/UE.

La disciplina europea distingue, sotto tale profilo, tra consulenza indipendente e consulenza non indipendente, subordinando la possibilità di qualificare il servizio come indipendente all'assenza di incentivi economici provenienti da soggetti terzi e alla valutazione di una gamma sufficientemente ampia di strumenti finanziari presenti sul mercato.⁵⁷⁵

L'introduzione di tale distinzione riflette la progressiva tendenza del legislatore europeo a ricondurre il servizio di consulenza finanziaria all'interno di una logica sempre più prossima al paradigma fiduciario, nella quale la neutralità dell'intermediario assume rilevanza centrale ai fini della tutela dell'investitore.

La regolazione degli *inducements* costituisce, in tale prospettiva, uno degli aspetti maggiormente emblematici della differente filosofia regolatoria europea. Mentre *Regulation Best Interest* continua ad ammettere la presenza di conflitti di interesse strutturali purché adeguatamente mitigati, il modello europeo tende progressivamente a limitare la stessa legittimità di determinate strutture remunerative.

Ai sensi dell'art. 24 della MiFID II, gli incentivi economici corrisposti o percepiti da soggetti terzi risultano infatti ammissibili soltanto ove finalizzati ad accrescere la qualità del servizio prestato al cliente e purché non compromettano il rispetto dell'obbligo dell'intermediario di agire nel migliore interesse dell'investitore.⁵⁷⁶

La nozione di *quality enhancement requirement* assume, pertanto, una funzione centrale nella disciplina europea degli *inducements*, imponendo agli intermediari di dimostrare che la percezione di commissioni o benefici economici da parte di terzi produca un effettivo miglioramento del servizio reso alla clientela.

Tale approccio evidenzia una concezione significativamente più restrittiva dei conflitti di interesse rispetto a quella adottata nell'esperienza statunitense. La regolazione europea appare infatti orientata non soltanto alla gestione o mitigazione dei conflitti, ma altresì alla progressiva riduzione delle condizioni economiche suscettibili di generarli.

La maggiore intensità prescrittiva che connota il modello europeo non è, tuttavia, rimasta estranea a considerazioni attinenti alla sostenibilità economica dei modelli distributivi sui quali essa è destinata a incidere. La disciplina delle retrocessioni si colloca, sotto tale profilo, in un punto di particolare tensione. Alla loro attitudine a disallineare l'interesse

⁵⁷⁵ ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics*, 2024.

⁵⁷⁶ Art. 24, par. 9, Direttiva 2014/65/UE.

dell'intermediario da quello del cliente si contrappone la funzione che esse possono assolvere nel finanziamento della distribuzione e, segnatamente, nell'accesso della clientela *retail* a servizi che difficilmente potrebbero essere remunerati mediante forme di consulenza integralmente *fee-based*.⁵⁷⁷ La questione non si esaurisce, pertanto, nella maggiore o minore severità del trattamento riservato al conflitto, ma investe il limite oltre il quale la sua neutralizzazione rischia di riflettersi sulla stessa configurazione economica del servizio e sulla platea dei soggetti cui esso può essere offerto.

Di tale tensione reca significativa testimonianza la *Retail Investment Strategy*. Nella proposta presentata dalla Commissione nel 2023, la revisione della disciplina degli *inducements* non assumeva la forma di un generale divieto delle remunerazioni provenienti da terzi, ma si iscriveva in una strategia dichiaratamente graduale. All'estensione del divieto ai servizi di mera esecuzione e ricezione o trasmissione di ordini si accompagnavano il rafforzamento delle condizioni poste alla percezione degli incentivi negli altri servizi e una più penetrante declinazione dell'obbligo di agire nel migliore interesse del cliente.⁵⁷⁸ La successiva evoluzione del procedimento legislativo è, sotto questo profilo, altrettanto indicativa. Il testo risultante dal negoziato interistituzionale ha abbandonato l'estensione del divieto prospettata dalla Commissione, conservando gli *inducements* entro un regime di ammissibilità più intensamente conformato, imperniato, tra l'altro, sulla verificabilità del beneficio arrecato al cliente e sul rafforzamento della trasparenza dei relativi costi.⁵⁷⁹

La vicenda normativa restituisce così un'immagine più articolata della traiettoria europea rispetto a quella che deriverebbe dalla sua rappresentazione in termini di progressiva eliminazione delle strutture remunerative conflittuali. L'accentuazione della tutela sostanziale dell'investitore non conduce necessariamente alla soppressione del conflitto quale dato

⁵⁷⁷ Sul tema dei *compliance costs* derivanti dalla MiFID II, v. G. FERRARINI - D. BUSCH, *Regulation of the EU Financial Markets*, cit., p. 441 ss.

⁵⁷⁸ EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules*, COM(2023) 279 final, 24 maggio 2023; sul successivo esito del negoziato interistituzionale, COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Retail Investment Strategy: Retail Investment Directive – Retail Investment Regulation (PRIIPs) – Confirmation of the final compromise text with a view to agreement*, ST 8703/2026 INIT, 28 maggio 2026.

⁵⁷⁹ La proposta originaria della Commissione prevedeva, nell'ambito di un approccio graduale alla disciplina delle retrocessioni, un divieto riferito ai servizi di ricezione, trasmissione ed esecuzione di ordini prestati in assenza di consulenza, unitamente al rafforzamento del *best interest test* e degli obblighi di trasparenza: COM(2023) 279 final, cit. Sul diverso assetto risultante dall'accordo interistituzionale, che subordina gli *inducements* alla produzione di un beneficio tangibile per il cliente e ne rafforza la separata evidenziazione sul piano dei costi, v. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Retail Investment Strategy: Council and Parliament agree on package to empower consumers while boosting markets*, 18 dicembre 2025; ST 8703/2026 INIT, cit.

economico della relazione distributiva; tende, piuttosto, a restringerne lo spazio di liceità e a sottoporlo a condizioni progressivamente più stringenti, senza recidere del tutto il nesso tra disciplina degli incentivi e sostenibilità dell'accesso ai servizi. Ne emerge una razionalità regolatoria nella quale la protezione dell'investitore non opera quale valore isolato, ma entra essa stessa in rapporto di bilanciamento con le condizioni economiche di funzionamento del mercato: un dato che, lungi dall'attenuare la distanza rispetto al modello statunitense, consente di collocarla su un piano più propriamente funzionale.

9.4.3. Mitigazione, eliminazione e disclosure dei conflitti di interesse

La comparazione tra *Regulation Best Interest* e la disciplina europea della MiFID II evidenzia, con particolare chiarezza, la presenza di differenti concezioni circa la funzione della regolazione dei conflitti di interesse nell'ambito dell'intermediazione finanziaria.

Nel modello statunitense il conflitto di interesse viene considerato un elemento fisiologico dell'attività economica svolta dagli intermediari finanziari. La regolazione non mira pertanto alla sua eliminazione generalizzata, bensì alla costruzione di un *framework* in grado di impedirne gli effetti maggiormente distorsivi attraverso obblighi di disclosure, mitigazione e controllo organizzativo.⁵⁸⁰

La logica sottesa a *Regulation Best Interest* continua infatti a fondarsi sull'idea che la presenza di incentivi economici non sia, di per sé, incompatibile con la tutela dell'investitore, purché l'intermediario operi all'interno di un sistema di presidi organizzativi e obblighi di trasparenza idonei a ridurre il rischio che tali incentivi influenzino indebitamente la raccomandazione formulata al cliente.

Nel modello europeo, invece, il conflitto di interesse assume una connotazione maggiormente patologica. La disciplina MiFID II tende progressivamente a considerare determinate strutture incentivanti come potenzialmente incompatibili con il corretto perseguimento dell'interesse del cliente, giustificando pertanto interventi regolatori maggiormente invasivi e restrittivi.

La divergenza tra i due sistemi attiene, pertanto, non alla finalità di contenimento delle asimmetrie informative, comune ad entrambi, quanto alla diversa combinazione delle tecniche

⁵⁸⁰ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., p. 33385 ss.

attraverso le quali tale finalità viene perseguita. Alla persistente centralità della trasparenza e della gestione del conflitto nel modello statunitense corrisponde, nell'esperienza europea, un più intenso ricorso a limiti preventivi incidenti sulla stessa ammissibilità di determinate strutture remunerative.

Sotto tale profilo, il framework europeo appare maggiormente orientato verso una progressiva “fiduciarizzazione” dell’attività di intermediazione finanziaria, nella quale l’intermediario assume obblighi di protezione sostanzialmente assimilabili a quelli tradizionalmente gravanti sui *fiduciaries*.⁵⁸¹

Tale evoluzione solleva tuttavia significativi interrogativi circa il rischio di *overregulation* del mercato finanziario. Come già illustrato, un’eccessiva rigidità nella disciplina dei conflitti di interesse potrebbe infatti compromettere la sostenibilità economica dei modelli distributivi *commission-based*, ridurre la concorrenza nel settore finanziario e limitare l’accessibilità dei servizi di investimento per la clientela *retail*.

9.5. Trasparenza informativa e limiti cognitivi del *retail investor*

9.5.1. Gli obblighi informativi nella disciplina MiFID II e nei PRIIPs

La centralità riconosciuta all’informazione nel diritto europeo dei mercati finanziari si accompagna a una più accentuata differenziazione della tutela in ragione delle caratteristiche del suo destinatario. La MiFID II distingue, come accennato, tra clienti al dettaglio, clienti professionali e *eligible counterparties*, graduando conseguentemente l’intensità dei presidi applicabili; la categoria del cliente *retail*, cui principalmente si riferiscono le considerazioni che seguono, individua pertanto il destinatario del livello più elevato di protezione, sul presupposto di una minore esperienza, conoscenza e capacità di autonoma valutazione dei rischi.⁵⁸²

Entro tale assetto, gli obblighi informativi previsti dalla MiFID II investono tanto la fase antecedente alla prestazione del servizio quanto il successivo svolgimento del rapporto, estendendosi alla natura e ai rischi degli strumenti finanziari, ai costi e agli oneri connessi, agli

⁵⁸¹ Sul processo di “fiduciarizzazione” dell’intermediazione finanziaria europea, v. D. BUSCH, *MiFID II: Stricter Conduct of Business Rules for Investment Firms*, in *CMLJ*, 2017, p. 92 ss.

⁵⁸² V. art. 4, par. 1, nn. 10 e 11, e Allegato II, Direttiva 2014/65/UE; quanto alle *eligible counterparties*, art. 30 della medesima Direttiva.

eventuali incentivi e, più in generale, alle condizioni alle quali il servizio di investimento viene prestato.⁵⁸³ La peculiarità del modello europeo non risiede, tuttavia, nella sola analiticità di tali prescrizioni. L'informazione dovuta nell'ambito della relazione tra intermediario e cliente si inserisce in un più ampio apparato di trasparenza nel quale concorrono, secondo oggetto e funzione differenti, ulteriori discipline dell'Unione.

A tale più ampio apparato appartiene, anzitutto, il Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs), che assoggetta i prodotti ricompresi nel proprio ambito applicativo alla predisposizione del *Key Information Document* (KID).⁵⁸⁴ Il richiamo assume rilievo non già quale mera giustapposizione di un ulteriore obbligo documentale a quelli previsti dalla MiFID II, bensì perché il KID opera sul diverso piano dell'informazione standardizzata relativa al prodotto, perseguendone la comprensibilità e la comparabilità da parte dell'investitore al dettaglio.

A tale dimensione si affianca quella propria del Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, nel cui sistema l'informazione destinata all'investitore è organizzata secondo una diversa funzione e, nei casi previsti, sintetizzata nella nota di sintesi del prospetto mediante le relative informazioni chiave.⁵⁸⁵ Su un piano ancora distinto opera, infine, il Regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato (MAR), la cui disciplina degli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate risponde all'esigenza di assicurare l'integrità informativa del mercato e la corretta formazione dei prezzi.⁵⁸⁶ MiFID II, PRIIPs, disciplina del prospetto e MAR concorrono così, pur secondo presupposti, destinatari e funzioni non sovrapponibili, alla costruzione dell'ambiente informativo nel quale la decisione dell'investitore viene assunta.

⁵⁸³ V., in particolare, art. 24, parr. 3-5, Direttiva 2014/65/UE; cfr. altresì art. 50, Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016.

⁵⁸⁴ Regolamento (UE) n. 1286/2014, cit., artt. 5-8. Sul contenuto del KID, v., in particolare, art. 8.

⁵⁸⁵ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, art. 7, spec. parr. 1-3.

⁵⁸⁶ Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato (*Market Abuse Regulation* - MAR), art. 17; sulla funzione dell'informazione privilegiata nella disciplina del mercato, v. altresì art. 7.

È la stratificazione di tali diversi livelli di trasparenza a rendere più complesso il rapporto tra quantità dell'informazione ed effettività della tutela. Il rischio di *information overload* che si manifesta nella prestazione dei servizi di investimento non può, infatti, essere apprezzato considerando isolatamente la documentazione richiesta dalla MiFID II: l'investitore è chiamato a confrontarsi con informazioni generate da fonti normative diverse, caratterizzate da differenti finalità, forme di rappresentazione e gradi di standardizzazione. La proliferazione degli obblighi informativi può allora produrre un esito almeno in parte paradossale, ove l'incremento dell'informazione formalmente disponibile accresca i costi cognitivi della sua selezione e gerarchizzazione, anziché migliorare la capacità del destinatario di distinguere gli elementi effettivamente rilevanti ai fini della decisione.⁵⁸⁷

La tensione non investe, dunque, la trasparenza quale obiettivo regolatorio, bensì il rapporto tra completezza dell'informazione e sua effettiva fruibilità. La stessa emerge con particolare evidenza nella disciplina MiFID II dei costi e degli *inducements*, ove all'esigenza di rappresentare analiticamente l'incidenza economica del servizio e gli effetti cumulativi dei costi sul rendimento dell'investimento si contrappone la necessità che tali informazioni conservino intelligibilità per il destinatario cui sono rivolte. La stessa graduazione delle tutele operata dalla MiFID II assume, sotto tale profilo, rilievo sostanziale; l'efficacia della *disclosure* non può essere valutata prescindendo dalle differenti capacità di comprensione e valutazione che la classificazione della clientela assume quale presupposto della disciplina.

9.6. *Enforcement*, vigilanza e strumenti di tutela dell'investitore

9.6.1. SEC e FINRA nell'architettura del sistema statunitense di vigilanza

L'assetto istituzionale entro il quale si colloca l'applicazione di *Regulation Best Interest*, già esaminato nelle sue componenti essenziali, può essere qui richiamato limitatamente ai profili rilevanti ai fini della comparazione.⁵⁸⁸ Alla funzione pubblica di

⁵⁸⁷ Sul rischio che la moltiplicazione e la crescente complessità degli obblighi di *disclosure* producano effetti controintuitivi sulla capacità dell'investitore di selezionare e processare l'informazione rilevante, v. T. A. PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, 2003, vol. 81, p. 417 ss., spec. pp. 440 ss.; con specifico riguardo al contesto europeo e ai limiti della *disclosure* quale strumento di protezione dell'investitore *retail*, v. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit.

⁵⁸⁸ Sull'architettura istituzionale del sistema statunitense di vigilanza, sul ruolo della SEC e sulla funzione di *self-regulation* esercitata da FINRA, nonché sull'incidenza della prassi di *enforcement* nella concretizzazione degli standard di condotta, v. *supra*, §§ 7.1–7.4. Cfr. *Securities Exchange Act of 1934*, §§ 4, 15A, 15 U.S.C. §§ 78d, 78o-3.

regolazione, vigilanza ed *enforcement* esercitata dalla *Securities and Exchange Commission* si affianca, secondo la tradizionale struttura di *self-regulation* del mercato statunitense, l'attività della *Financial Industry Regulatory Authority*, quale *self-regulatory organization* sottoposta alla supervisione della Commissione e investita di poteri regolamentari, di vigilanza e disciplinari nei confronti dei propri membri. Ne risulta un sistema nel quale l'attuazione degli standard di condotta si iscrive in una peculiare articolazione tra autorità pubblica e autodisciplina regolamentata, che costituisce il necessario termine di raffronto rispetto alla diversa distribuzione delle competenze di vigilanza propria dell'ordinamento europeo.

9.6.2. ESMA e autorità nazionali competenti nel modello europeo di supervisione finanziaria

L'architettura europea della vigilanza finanziaria presenta caratteristiche significativamente differenti rispetto al modello statunitense. Il sistema europeo si fonda infatti su una struttura multilivello nella quale le funzioni di supervisione risultano distribuite tra autorità nazionali competenti ed *European Supervisory Authorities*.

La *European Securities and Markets Authority* (ESMA) svolge una funzione centrale di coordinamento regolatorio, elaborazione di *guidelines* e promozione della convergenza supervisionale tra gli Stati membri.⁵⁸⁹ Nondimeno, l'attività di vigilanza diretta sugli intermediari continua a essere prevalentemente esercitata dalle autorità nazionali competenti.

Il *framework* europeo di vigilanza riflette, sotto tale profilo, la più marcata anticipazione dei presidi di tutela che connota la disciplina MiFID II. L'intervento regolatorio non si esaurisce nel sindacato *ex post* sulla correttezza della condotta tenuta nei confronti del singolo investitore, ma investe l'assetto organizzativo dell'impresa e i processi attraverso i quali il prodotto viene concepito, selezionato e immesso nel circuito distributivo.

In tale prospettiva, la *product governance* assume rilievo paradigmatico. Gli artt. 16, par. 3, e 24, par. 2, MiFID II, ulteriormente specificati dagli artt. 9 e 10 della direttiva delegata (UE) 2017/593, articolano infatti il governo del prodotto lungo l'intero processo di produzione e distribuzione, secondo obblighi distinti ma funzionalmente coordinati in capo

⁵⁸⁹ Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010.

al *manufacturer* e al *distributor*.⁵⁹⁰ Al primo compete, già nell'ambito del *product approval process*, l'individuazione con sufficiente granularità del mercato di riferimento rispetto alle esigenze, alle caratteristiche e agli obiettivi della clientela cui il prodotto è destinato, unitamente alla definizione di una strategia distributiva coerente; sul distributore grava, a sua volta, l'obbligo di determinare il *target market* effettivo alla luce della propria clientela e di verificare la compatibilità dei prodotti e dei servizi offerti o raccomandati con quest'ultimo. La disciplina non si arresta, peraltro, alla fase genetica della distribuzione: il flusso informativo tra *manufacturer* e *distributor*, il riesame periodico del prodotto e della relativa strategia distributiva e l'eventuale individuazione di un *negative target market* imprimono al controllo carattere dinamico, consentendo che gli esiti della distribuzione retroagiscano sulle valutazioni originariamente compiute.⁵⁹¹

Le *Guidelines on MiFID II product governance requirements* adottate dall'ESMA, nella versione riveduta del 2023, hanno ulteriormente precisato tale architettura, intervenendo, tra l'altro, sul grado di granularità richiesto nell'individuazione del *target market*, sul rapporto tra mercato di riferimento e strategia distributiva, sulla distribuzione al di fuori del *positive target market* e sul riesame periodico dei prodotti.⁵⁹² La *product governance* viene così a configurarsi non già quale mero obbligo accessorio alla corretta prestazione del servizio, ma quale tecnica di anticipazione della tutela: l'interesse della clientela è incorporato nei processi decisionali dell'impresa anteriormente alla singola raccomandazione e permane quale parametro di verifica durante il ciclo di vita distributivo del prodotto.

Il modello europeo evidenzia pertanto una concezione della vigilanza significativamente più *interventionist* rispetto a quella tradizionalmente adottata nell'esperienza statunitense. La regolamentazione tende infatti a incidere direttamente sulla conformazione dell'attività economica svolta dagli intermediari, riducendo progressivamente gli spazi di autonomia organizzativa e commerciale.

⁵⁹⁰ V. artt. 16, par. 3, e 24, par. 2, Direttiva 2014/65/UE; artt. 9 e 10, Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016, che distingue gli obblighi di *product governance* rispettivamente gravanti sulle imprese che producono strumenti finanziari e su quelle che li distribuiscono.

⁵⁹¹ V., in particolare, artt. 9, parr. 9-15, e 10, parr. 2-10, Direttiva delegata (UE) 2017/593, cit. Quanto al *negative target market* e alla necessità di individuare anche i gruppi di clienti rispetto ai quali il prodotto risulti incompatibile, v. ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3448, 3 agosto 2023.

⁵⁹² ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3448, 3 agosto 2023; v. altresì ESMA, *Final Report on Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3448, 27 marzo 2023.

9.6.3. Arbitrato FINRA, private enforcement e strumenti di risoluzione delle controversie

Uno dei tratti caratterizzanti dell'esperienza statunitense risiede nel rilievo assunto dai meccanismi di *private enforcement*, nell'ambito delle controversie tra investitori e *broker-dealers*, dal sistema arbitrale amministrato dalla FINRA. La diffusione dell'arbitrato quale sede ordinaria di composizione delle controversie con la clientela *retail* conferisce al momento rimediale una funzione che trascende la tutela della singola posizione soggettiva, inserendosi nel più ampio apparato attraverso il quale gli standard di condotta vengono resi effettivi nei rapporti di mercato.⁵⁹³

Tale funzione presenta, nondimeno, un limite strutturale già emerso nell'analisi del sistema statunitense.⁵⁹⁴ La capacità dell'arbitrato di assicurare tutela sul piano individuale non si traduce in un corrispondente contributo alla progressiva specificazione giurisprudenziale dello standard applicato. I *FINRA awards*, pur soggetti a forme di pubblicità, non operano secondo una logica di *stare decisis* e, salvo le ipotesi nelle quali sia resa una *explained decision*, non recano necessariamente l'esplicitazione delle ragioni poste a fondamento della decisione.⁵⁹⁵ Ne deriva una peculiare dissociazione tra efficacia rimediale e capacità nomofilattica: alla diffusione dello strumento arbitrale non corrisponde la formazione di un corpus di precedenti vincolanti idoneo a ridurre, attraverso successive specificazioni applicative, l'indeterminatezza degli standard di condotta.

Il rilievo del *private enforcement* statunitense non si esaurisce, peraltro, nell'arbitrato. Su un diverso piano, la tradizionale diffusione delle *class actions* nel contenzioso finanziario - e, segnatamente, delle *securities class actions* - consente l'aggregazione processuale di pretese che, considerate individualmente, potrebbero non giustificare i costi dell'iniziativa giudiziale,

⁵⁹³ V. FINRA, *Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes*, Rule 12200, ai sensi della quale il *member* è tenuto a sottoporre la controversia ad arbitrato su richiesta del cliente quando questa sorga in relazione all'attività del *member* o dell'*associated person* e ricorrano le ulteriori condizioni previste dalla disposizione; sulla funzione storicamente assolta dall'arbitrato quale strumento di tutela della clientela nel rapporto con gli intermediari, v. FINRA, *Regulatory Notice 26-06*, 2 marzo 2026, pp. 42 ss.; J. GROSS, *The Historical Basis of Securities Arbitration as an Investor Protection Mechanism*, in *Journal of Dispute Resolution*, 2016, p. 171 ss.

⁵⁹⁴ Sul ruolo dell'arbitrato FINRA e sui limiti derivanti dalla ridotta trasparenza del procedimento e dall'assenza di un sistema di precedenti vincolanti, v. *supra*, § 7.2.

⁵⁹⁵ V. FINRA, *Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes*, Rule 12904, spec. lett. (f)-(g). Ai sensi della Rule 12904(g), l'*explained decision* presuppone, salve le eccezioni previste dalla disposizione, una richiesta congiunta delle parti; la decisione così resa contiene una sintetica esposizione delle ragioni poste a fondamento dell'esito, senza che ciò attribuisca all'*award* efficacia vincolante rispetto a controversie successive.

rafforzando al contempo la dimensione deterrente della responsabilità privata.⁵⁹⁶ Arbitrato e tutela collettiva assolvono, pertanto, funzioni non coincidenti: il primo è strutturalmente rivolto alla composizione della controversia individuale tra investitore e intermediario; la seconda consente che una pluralità di posizioni omogenee venga fatta valere congiuntamente, conferendo al rimedio privato una diversa capacità di incidere sugli incentivi degli operatori di mercato.

Nell'ordinamento dell'Unione, il quadro si presenta meno unitario. La disciplina europea dei servizi di investimento si innesta su sistemi nazionali di responsabilità civile, tutela giurisdizionale e risoluzione alternativa delle controversie, sicché all'armonizzazione sostanziale degli obblighi gravanti sugli intermediari non corrisponde un equivalente grado di uniformazione dei rimedi privatistici esperibili dall'investitore. Anche la tutela collettiva, pur avendo ricevuto un impulso significativo sul piano unionale, non presenta nei mercati finanziari un radicamento comparabile a quello assunto dalle *securities class actions* nell'esperienza statunitense; la distanza risulta ancora più marcata in ordinamenti, quale quello italiano, nei quali il ricorso agli strumenti di aggregazione processuale delle pretese conserva un'incidenza relativamente circoscritta.⁵⁹⁷

Il raffronto non sembra, pertanto, potersi risolvere nella contrapposizione tra un modello statunitense affidato alla deterrenza *ex post* e un modello europeo imperniato sulla prevenzione regolatoria. In entrambi gli ordinamenti coesistono strumenti pubblici e privati, preventivi e rimediali; ciò che muta è, piuttosto, il peso relativo attribuito alle rispettive componenti e, soprattutto, il grado di integrazione tra disciplina sostanziale e strumenti destinati a renderla effettiva. Nel sistema statunitense, la maggiore sedimentazione di meccanismi privati di attivazione della tutela attribuisce al contenzioso una funzione strutturale nell'architettura dell'*enforcement*, pur con i limiti derivanti, nel caso dell'arbitrato, dalla ridotta

⁵⁹⁶ V. Fed. R. Civ. P. 23; *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737, spec. § 101, codificato, per le azioni promosse ai sensi del *Securities Exchange Act of 1934*, in 15 U.S.C. § 78u-4. Sulla funzione delle *securities class actions* nell'architettura del *private enforcement* statunitense, v. altresì J.C. COFFEE JR., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, vol. 156, p. 229 ss.; cfr. altresì SEC, *Bragdon v. Telxon Corp.*, *Brief of the Securities and Exchange Commission, Amicus Curiae*, ove, richiamando i lavori preparatori del PSLRA, si sottolinea la duplice funzione della *private securities litigation* quale strumento di ristoro degli investitori e di deterrenza delle condotte illecite.

⁵⁹⁷ V. Direttiva (UE) 2020/1828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2020 relativa alle azioni rappresentative a tutela degli interessi collettivi dei consumatori e che abroga la Direttiva 2009/22/CE, spec. artt. 4, 7-9 e Allegato I. L'ambito della Direttiva comprende, tra gli atti dell'Unione suscettibili di fondare l'azione rappresentativa, anche gli artt. 23-29 della Direttiva 2014/65/UE e il Regolamento (UE) n. 1286/2014 sui PRIIPs. Sul carattere tuttora eterogeneo dei meccanismi di tutela collettiva disponibili agli investitori nei diversi ordinamenti europei, v. T. ARONS, *Collective Redress in Crowdfunding*, in D. BUSCH - G. FERRARINI (eds.), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press, 2022, pp. 343-360.

capacità di produrre precedenti; nell'esperienza europea, la maggiore uniformità degli obblighi sostanziali continua invece a confrontarsi con una dimensione rimediale più intensamente dipendente dalle specificità degli ordinamenti nazionali.

9.7. Efficienza del mercato, proporzionalità regolatoria e prospettive evolutive

9.7.1. Investor protection e rischio di overregulation nei mercati finanziari

L'evoluzione contemporanea della disciplina dell'intermediazione finanziaria evidenzia una progressiva espansione degli obblighi di condotta, dei presidi organizzativi e delle tecniche di controllo gravanti sugli intermediari. Tale fenomeno, comune tanto all'esperienza statunitense quanto a quella europea, riflette il crescente rilievo attribuito alla tutela dell'investitore *retail* nell'ambito della regolazione dei mercati finanziari.

Nondimeno, il rafforzamento della investor *protection* non risulta privo di criticità sistemiche. Un'espansione eccessiva degli obblighi regolatori può infatti determinare significativi effetti distorsivi sul funzionamento del mercato finanziario, incidendo negativamente sulla concorrenza, sull'innovazione e sull'accessibilità dei servizi di investimento.

Il rischio di *overregulation* assume particolare rilevanza nell'ambito della disciplina dei servizi finanziari, settore caratterizzato da elevata complessità tecnica, significativa interdipendenza economica e forte sensibilità ai costi di compliance.

Sotto tale profilo, la differenza tra *Regulation Best Interest* e MiFID II appare paradigmatica. La SEC ha infatti deliberatamente evitato di introdurre un *general fiduciary duty* applicabile ai *broker-dealers* proprio al fine di preservare la sostenibilità economica del modello *commission-based* e limitare il rischio di effetti distorsivi sul mercato della consulenza finanziaria.⁵⁹⁸

Il legislatore europeo, al contrario, ha progressivamente adottato un approccio maggiormente prescrittivo, caratterizzato da una crescente estensione degli obblighi organizzativi, documentali e di gestione dei conflitti di interesse.

⁵⁹⁸ SEC, *Regulation Best Interest*, cit., p. 33319 ss.

Sebbene tale evoluzione abbia indubbiamente rafforzato la protezione dell'investitore retail, essa ha altresì determinato un significativo incremento della complessità regolatoria e dei costi operativi gravanti sugli intermediari.

9.7.2. *Costi di compliance, access to advice e cost pass-through theory*

L'intensificazione degli obblighi gravanti sugli intermediari ripropone, sotto un diverso profilo, il problema del costo della regolazione e della sua incidenza sulla struttura dell'offerta dei servizi di investimento. La rilevanza economica degli oneri di adeguamento non costituisce, in questa prospettiva, una mera assunzione teorica. La stessa valutazione d'impatto condotta dalla Commissione nell'ambito della *Retail Investment Strategy* considera espressamente i costi amministrativi e di *compliance* associati alle diverse opzioni regolatorie, mentre le verifiche condotte dalle autorità di vigilanza sull'attuazione della MiFID II documentano l'incidenza organizzativa e tecnologica richiesta dall'adempimento dei nuovi obblighi.⁵⁹⁹

Da tale constatazione non discende, tuttavia, che il costo della regolazione gravi necessariamente, né in misura integralmente corrispondente, sull'intermediario che ne è formalmente destinatario. Il problema attiene piuttosto alla sua incidenza economica. Secondo la logica del *cost pass-through*, la possibilità di traslare gli oneri di adeguamento dipende dalla struttura concorrenziale del mercato, dall'elasticità della domanda e dell'offerta e dalla capacità degli operatori di modificare prezzi, caratteristiche del servizio o segmenti di clientela serviti.⁶⁰⁰ L'incremento del costo marginale o fisso della prestazione può dunque riflettersi sulla clientela attraverso commissioni più elevate, ma può altresì essere assorbito dall'intermediario, favorire modificazioni del modello distributivo o incidere sulla convenienza economica di servire determinate categorie di investitori.

⁵⁹⁹ EUROPEAN COMMISSION, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment Report accompanying the Proposal for a Directive amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules and the Proposal for a Regulation amending Regulation (EU) No 1286/2014*, SWD(2023) 278 final, 24 maggio 2023, spec. Annex 7.C, ove sono stimati i costi amministrativi e di *compliance* associati alle diverse opzioni di intervento sulla disciplina degli *inducements*; cfr. altresì FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *MiFID II costs and charges disclosures review findings*, 28 febbraio 2019.

⁶⁰⁰ Sul fenomeno del *cost pass-through* e sui fattori che ne determinano l'intensità, v. RBB ECONOMICS, *Cost Pass-Through: Theory, Measurement, and Potential Policy Implications*, rapporto predisposto per l'Office of Fair Trading, febbraio 2014. Il grado di traslazione di una variazione dei costi sui prezzi finali non è necessariamente unitario, ma dipende, *inter alia*, dalla natura del costo, dalla struttura concorrenziale del mercato e dalle condizioni di domanda e offerta.

È in quest'ultima prospettiva che assume rilievo il problema dell'*access to advice*. L'esistenza di una correlazione tra patrimonio e accesso alla consulenza trova riscontro empirico: le più recenti analisi della Financial Conduct Authority mostrano come la consulenza regolamentata sia fruita prevalentemente da soggetti più anziani e dotati di maggiore ricchezza, nel contesto di un mercato nel quale una parte significativa dei consumatori incontra difficoltà nell'accedere a servizi di consulenza economicamente sostenibili.⁶⁰¹ Più controversa è, tuttavia, l'imputazione causale di tale fenomeno all'intensificazione della regolazione o, più specificamente, alle restrizioni imposte alle forme di remunerazione dell'intermediario.

La distinzione assume particolare importanza nell'esperienza europea. Nell'*Impact Assessment* che accompagna la *Retail Investment Strategy*, la Commissione ha espressamente esaminato il rischio che un divieto degli *inducements*, imponendo una più ampia transizione verso modelli remunerativi *fee-based*, possa determinare una contrazione della domanda di consulenza; ha tuttavia rilevato come le evidenze disponibili, e segnatamente l'esperienza maturata nei Paesi Bassi, non consentano di inferire l'emersione di un *advice gap* quale conseguenza necessaria del divieto.⁶⁰² L'accessibilità della consulenza si configura, pertanto, come possibile effetto distributivo della regolazione, non come sua conseguenza empiricamente necessitata.

Il problema acquista così una portata più propriamente comparatistica. La diversa intensità degli obblighi regolatori può incidere sull'equilibrio economico dei modelli distributivi e, attraverso di esso, sulle condizioni di accesso ai servizi; la direzione e l'entità di tale incidenza restano tuttavia condizionate dalla struttura del mercato, dalle modalità di remunerazione dell'intermediario e dalla capacità di sviluppare canali distributivi alternativi. Su questo piano, piuttosto che sull'assunto di una necessaria corrispondenza tra maggiore regolazione e minore accessibilità, può essere apprezzata la diversa composizione, nei sistemi

⁶⁰¹ S. CAPUANO – S. HAINSWORTH – D. KARAPETYAN – M. MITCHELL – A. STROUD, *Bridging the Advice Gap: Estimating the Relationship between Financial Advice and Wealth*, FCA Research Note, 30 giugno 2025, aggiornata 3 giugno 2026, ove si rileva, sulla base dei dati della *Wealth and Assets Survey* dell'Office for National Statistics relativi al periodo 2010-2020, che l'accesso alla consulenza finanziaria regolamentata risulta significativamente più frequente tra individui più anziani e dotati di maggiore ricchezza.

⁶⁰² EUROPEAN COMMISSION, *Impact Assessment Report*, SWD(2023) 278 final, cit., spec. Annex 7, ove viene esaminato il possibile *advice gap* conseguente a un divieto degli *inducements*. La Commissione rileva come alcuni *stakeholders* abbiano prospettato il rischio che la contrazione dei ricavi commissionali e il passaggio verso forme di remunerazione *fee-based* riducano il ricorso alla consulenza, ma osserva altresì che l'esperienza dei Paesi Bassi non evidenzia, successivamente all'introduzione del divieto, una corrispondente contrazione dell'accesso ai servizi di investimento; la quota di partecipazione *retail* agli investimenti risulta, anzi, passata dal 20% nel 2013 al 23% nel 2021. Cfr. altresì EIOPA, *Technical Advice on Retail Investor Protection*, EIOPA-BoS-22/244, 29 aprile 2022, p. 74 e Annex VI.

europeo e statunitense, tra intensità della tutela e preservazione della pluralità dei modelli di intermediazione.

9.7.3. La progressiva “fiduciarizzazione” dell’intermediazione finanziaria tra tutela dell’investitore ed efficienza allocativa

L’evoluzione contemporanea della disciplina dei servizi di investimento evidenzia una progressiva tendenza verso la “fiduciarizzazione” dell’attività di intermediazione finanziaria. Tanto nell’esperienza europea quanto in quella statunitense, gli intermediari risultano infatti gravati da obblighi di protezione sempre più ampi nei confronti della clientela *retail*.

Nondimeno, tale evoluzione assume configurazioni significativamente differenti nei due ordinamenti.

Nel sistema europeo, la progressiva espansione degli obblighi organizzativi e dei doveri di gestione dei conflitti di interesse tende ad avvicinare la posizione dell’intermediario a quella tradizionalmente propria dei *fiduciaries*. La normativa europea attribuisce crescente rilevanza alla neutralizzazione preventiva dei conflitti, alla conformazione organizzativa dell’attività economica e alla verifica sostanziale della coerenza tra prodotto finanziario e interesse del cliente.

L’esperienza statunitense appare, al contrario, caratterizzata da un approccio prudenziale e attento alla regolare preservazione delle dinamiche di mercato. Reg. BI rafforza indubbiamente gli obblighi di condotta gravanti sui *broker-dealers*, ma evita deliberatamente di assimilare integralmente la loro posizione a quella fiduciaria degli *investment advisers*.

La differenza riflette una divergenza sistemica relativa al rapporto tra tutela dell’investitore ed efficienza allocativa del mercato. Mentre il modello europeo tende progressivamente a privilegiare la riduzione preventiva del rischio di *misselling* anche a costo di un significativo incremento della complessità regolatoria, il sistema statunitense continua a valorizzare la necessità di preservare flessibilità operativa, concorrenza e accessibilità economica dei servizi finanziari.

9.7.4. Regulation Best Interest e MiFID II tra convergenze funzionali e persistenti divergenze sistemiche

La comparazione tra l'impianto normativo europeo delineato dalla MiFID II e lo standard statunitense introdotto da *Regulation Best Interest* restituisce un quadro nel quale alla progressiva convergenza delle finalità di tutela non corrisponde un'analoga uniformazione delle tecniche attraverso le quali esse vengono perseguite.

Entrambi gli ordinamenti muovono dall'esigenza di contenere le asimmetrie informative e i conflitti di interesse che caratterizzano la relazione tra intermediario e investitore *retail*, rafforzando al contempo l'integrità del mercato. La prossimità degli obiettivi regolatori non elide, tuttavia, le differenze che permangono quanto all'intensità, al momento e alle modalità dell'intervento normativo.

Nel modello europeo, la tutela dell'investitore si iscrive in un apparato nel quale gli obblighi di condotta si saldano a una più estesa conformazione *ex ante* dell'organizzazione e dei processi dell'impresa di investimento, come testimoniano, in particolare, la disciplina della *product governance*, i presidi sui conflitti di interesse e il regime degli *inducements*. L'esperienza statunitense conserva una più accentuata valorizzazione della *disclosure*, dell'autonomia dell'investitore e dell'*enforcement* quale momento di concretizzazione degli standard di condotta, senza che ciò consenta, tuttavia, di ricondurre Reg. BI a un paradigma meramente informativo o rimediabile. La *Conflict of Interest Obligation* e, soprattutto, la *Compliance Obligation* impongono infatti al *broker-dealer* la predisposizione di *policies and procedures* ragionevolmente disegnate, rispettivamente, per identificare e fronteggiare determinate categorie di conflitti e per assicurare l'osservanza dello standard nel suo complesso.⁶⁰³ La divergenza assume, pertanto, carattere prevalentemente graduale e funzionale: non presenza, nell'uno, e assenza, nell'altro, di presidi organizzativi, bensì diversa estensione e diversa collocazione degli stessi nell'architettura complessiva della tutela.

A tale differente articolazione corrisponde una diversa distribuzione della responsabilità decisionale nella relazione di investimento. Nell'esperienza europea,

⁶⁰³ V. 17 C.F.R. § 240.151-1(a)(2)(iii)-(iv). La *Conflict of Interest Obligation* richiede al *broker-dealer* di predisporre, mantenere e applicare "*written policies and procedures reasonably designed*" per identificare e, secondo la natura del conflitto, rendere noti, mitigare o eliminare i conflitti di interesse rilevanti; la *Compliance Obligation* impone, più ampiamente, l'adozione di "*written policies and procedures reasonably designed to achieve compliance with Regulation Best Interest as a whole*". Cfr. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33389 ss., 33418 ss. (12 luglio 2019).

l'anticipazione dei presidi organizzativi e distributivi tende a ricondurre nella sfera di responsabilità dell'intermediario una porzione più ampia delle condizioni entro le quali la decisione dell'investitore viene formata. Nel sistema statunitense, pur nel quadro del sensibile rafforzamento degli obblighi gravanti sul *broker-dealer*, permane invece una più accentuata valorizzazione dell'autonomia dell'investitore quale destinatario ultimo della decisione economica.

Le più recenti traiettorie evolutive rendono, nondimeno, meno netti i confini tra i due modelli. Sul versante europeo, il dibattito relativo ai costi di *compliance*, all'accessibilità della consulenza e, più recentemente, alla disciplina degli *inducements* nell'ambito della *Retail Investment Strategy* testimonia la crescente considerazione delle ricadute che l'intensità della protezione può produrre sulla sostenibilità dei modelli distributivi e sull'accesso ai servizi. Sul versante statunitense, Reg. BI segna, per converso, un ampliamento della responsabilità regolatoria del *broker-dealer* che non si esaurisce nell'incremento della trasparenza, ma investe la gestione dei conflitti, la formulazione della raccomandazione e la stessa organizzazione della *compliance*.

In tal senso, la tensione sistemica tra *investor protection* ed efficienza del mercato appare destinata a permanere quale elemento strutturale della regolazione finanziaria contemporanea. Né il paradigma *disclosure-based* tradizionalmente adottato nell'esperienza statunitense né il modello fortemente interventista sviluppato nell'ordinamento europeo sembrano infatti in grado di offrire soluzioni pienamente soddisfacenti rispetto alla complessità crescente dei mercati finanziari contemporanei.

Più realisticamente, l'evoluzione futura della disciplina dell'intermediazione finanziaria appare destinata a svilupparsi lungo direttrici caratterizzate da progressive contaminazioni reciproche tra modelli regolatori, nella costante ricerca di un equilibrio sostenibile tra tutela dell'investitore, sostenibilità economica dell'attività di intermediazione ed efficienza allocativa del mercato.

Conclusioni

C.1. Sintesi dei risultati dell'indagine

L'indagine ha consentito di ricostruire il percorso evolutivo che ha progressivamente condotto all'adozione di *Regulation Best Interest*, evidenziando come la disciplina non possa essere compresa in termini esclusivamente descrittivi o quale semplice innalzamento degli standard di condotta applicabili ai *broker-dealers*. Al contrario, la riforma si colloca all'interno di un più ampio processo di trasformazione della regolazione dell'intermediazione finanziaria statunitense, originato dall'erosione delle tradizionali categorie distintive tra attività distributiva e attività consulenziale e alimentato dalle crescenti aspettative di tutela maturate dagli investitori nei confronti dei professionisti del settore.

L'analisi storica ha mostrato come il dualismo regolatorio tra *broker-dealers* e *investment advisers* abbia costituito, per lungo tempo, uno degli elementi strutturali dell'ordinamento federale in materia di servizi di investimento. Tale distinzione risultava giustificata dalla diversa natura delle attività svolte e dalla conseguente differenziazione degli obblighi gravanti sui rispettivi operatori. L'evoluzione dei modelli di *business* dell'intermediazione finanziaria ha tuttavia progressivamente attenuato la tenuta sistematica di tale impostazione, favorendo l'emersione di aree di sovrapposizione funzionale non sempre coerenti con la persistenza di standard di comportamento profondamente differenti.

L'adozione di *Regulation Best Interest* si inserisce in tale contesto quale tentativo di risposta alle criticità emerse, perseguendo l'obiettivo di rafforzare la tutela dell'investitore senza imporre una generalizzata estensione degli obblighi fiduciari tradizionalmente riconosciuti agli *investment advisers*.

C.2. Valutazione critica complessiva

C.2.1. Reg. BI quale compromesso regolatorio

La principale conclusione cui perviene il presente elaborato è che *Regulation Best Interest* non sembri rappresentare né il definitivo superamento del paradigma dello *suitability standard*, né la piena affermazione di una logica fiduciaria estesa ai *broker-dealers*. La disciplina appare piuttosto configurarsi quale espressione di un compromesso regolatorio elaborato nel tentativo di conciliare esigenze strutturalmente confliggenti: rafforzare la

protezione dell'investitore senza alterare in misura significativa gli equilibri economici sottesi ai tradizionali modelli distributivi dell'intermediazione finanziaria.

In tale prospettiva, il *best interest standard* introdotto dalla SEC sembra assumere i caratteri di una categoria intermedia, caratterizzata da margini applicativi ampi e da un contenuto sostanziale non integralmente definito sul piano normativo, la cui progressiva specificazione è affidata all'interazione tra *enforcement* amministrativo, prassi di vigilanza ed elaborazione interpretativa. In tale processo non può, peraltro, essere trascurato il formante giurisprudenziale. Sebbene *Regulation Best Interest* non introduca un autonomo *private right of action*, l'intervento delle corti è suscettibile di concorrere alla definizione della portata dello standard tanto nel sindacato sull'esercizio dei poteri della SEC e nelle controversie originate dall'*enforcement* della disciplina, quanto nella delimitazione dei rapporti tra lo standard federale e gli ulteriori obblighi di condotta riconducibili al diritto statale.⁶⁰⁴ La giurisprudenza non costituisce, pertanto, il principale veicolo di concretizzazione di Reg. BI, seppur rappresentando un formante potenzialmente rilevante nella progressiva definizione dei suoi confini applicativi e del suo inserimento nel più ampio sistema dei doveri gravanti sui *broker-dealers*.

L'ambiguità che permea la nozione di *best interest*, lungi dal costituire un limite meramente terminologico, appare riflettere una scelta regolatoria più profonda: preservare un margine di flessibilità applicativa, evitando l'introduzione di obblighi suscettibili di produrre effetti dirompenti sull'accessibilità economica della consulenza finanziaria e sulla sostenibilità del modello *commission-based*.

C.2.2. Effettività della tutela e limiti strutturali della protezione regolatoria

L'analisi dei meccanismi di *disclosure*, della disciplina dei conflitti di interesse e dei presidi di *compliance* ha mostrato come l'intensificazione degli obblighi procedurali gravanti

⁶⁰⁴ Sull'intervento del formante giurisprudenziale nella delimitazione sistematica di *Regulation Best Interest*, v. *XY Planning Network, LLC v. SEC*, 963 F.3d 244, 253 ss. (2d Cir. 2020), che, investita della legittimità della disciplina ai sensi dell'*Administrative Procedure Act*, ha riconosciuto nella § 913(f) del *Dodd-Frank Act* una valida base normativa per l'adozione di Reg. BI e ha respinto la censura di arbitrarietà e irragionevolezza della scelta regolatoria compiuta dalla SEC; *Robinhood Financial LLC v. Secretary of the Commonwealth*, 492 Mass. 696, 706 ss. (2023), ove la *Supreme Judicial Court of Massachusetts* ha escluso che Reg. BI precluda l'adozione, a livello statale, di uno standard fiduciario più rigoroso nei confronti dei *broker-dealers*, qualificando la disciplina federale, sotto tale profilo, quale *regulatory floor*. Sull'assenza di un nuovo *private right of action* derivante direttamente da Reg. BI, v. SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33320, 33323, 33327 ss. (12 luglio 2019).

sull'intermediario non possa essere assunta, di per sé, quale indice dell'effettività della tutela riconosciuta all'investitore. Tra densità della prescrizione normativa ed efficacia protettiva non sussiste, infatti, una relazione necessaria: l'incidenza dello standard dipende dalla capacità dei relativi obblighi di modificare gli incentivi e i processi decisionali dai quali origina il rischio di disallineamento tra interesse dell'intermediario e interesse del cliente.

Sotto tale profilo, *Regulation Best Interest* occupa una posizione meno univoca di quanto la tradizionale contrapposizione tra modello statunitense ed europeo potrebbe suggerire. La disciplina conserva tratti propri di un ordinamento nel quale assumono particolare rilievo l'autonomia decisionale dell'investitore, la *disclosure* e la successiva concretizzazione degli standard attraverso l'*enforcement*; al tempo stesso, tuttavia, la *Conflict of Interest Obligation* e la *Compliance Obligation* incorporano nella struttura dello standard una dimensione organizzativa e procedurale non marginale, imponendo al *broker-dealer* la predisposizione di specifiche *policies and procedures* dirette alla gestione dei conflitti e all'osservanza complessiva della disciplina.⁶⁰⁵ La distanza rispetto al modello europeo non può essere pertanto ricostruita nei termini di una contrapposizione tra libertà e proceduralizzazione, attenendo alla diversa intensità con cui il diritto penetra nell'organizzazione dell'intermediario, conformandone preventivamente i processi di produzione e distribuzione del servizio.

Ne deriva una questione di portata più generale: quanto più la protezione dell'investitore viene affidata a procedure interne, obblighi informativi, sistemi di controllo e documentazione della *compliance*, tanto più diviene necessario distinguere la conformità formale del processo dalla sua capacità di incidere sul conflitto sostanziale sottostante. La procedimentalizzazione può costituire una tecnica indispensabile di tutela, soprattutto quando consenta di anticipare il controllo rispetto alla produzione del danno; essa può tuttavia perdere efficacia quando il rispetto della procedura divenga il parametro sostitutivo, anziché strumentale, della correttezza della condotta.

Persistono, in tale prospettiva, vulnerabilità che l'accresciuta densità regolatoria non è di per sé sufficiente a neutralizzare: l'influenza degli incentivi economici sui comportamenti degli operatori, i limiti cognitivi dell'investitore, l'asimmetria informativa e la difficoltà di governare conflitti incorporati nella struttura remunerativa e distributiva dell'intermediario. L'interrogativo conclusivo non concerne, dunque, l'alternativa tra regolazione procedurale e

⁶⁰⁵ V. 17 C.F.R. § 240.151-1(a)(2)(iii)-(iv); SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318, 33389 ss., 33418 ss. (12 luglio 2019).

tutela sostanziale, quanto le condizioni alle quali la prima possa essere effettivamente funzionale alla seconda.

C.3. Considerazioni conclusive: tecnologia, incentivi e prospettive evolutive della tutela dell'investitore

Le criticità emerse nel corso dell'indagine suggeriscono che il dibattito sul *best interest standard* ecceda ormai il perimetro tradizionale della distinzione tra *broker-dealers* e *investment advisers*, investendo più ampiamente la capacità della regolazione di governare la trasformazione delle modalità di produzione, distribuzione e fruizione dei servizi di investimento.

La crescente diffusione di sistemi di *algorithmic advice*, pratiche di *digital engagement*, strumenti di profilazione comportamentale e applicazioni di intelligenza artificiale nell'ambito dei servizi finanziari è destinata ad amplificare interrogativi già presenti nel dibattito attuale: chi debba essere considerato responsabile della raccomandazione, come debbano essere individuati i conflitti di interesse e, soprattutto, quale significato possa assumere il concetto stesso di *migliore interesse* in contesti caratterizzati da processi decisionali automatizzati.

L'evoluzione europea offre, sotto questo profilo, un significativo banco di prova. La *Retail Investment Strategy* avviata dalla Commissione nel 2023, e successivamente confluita nell'accordo politico raggiunto tra Parlamento europeo e Consiglio nel dicembre 2025, muove precisamente dall'esigenza di ricomporre alcuni dei limiti emersi nell'assetto vigente della tutela *retail*: qualità e intelligibilità dell'informazione, conflitti connessi agli *inducements*, rapporto tra costi e valore del prodotto, adeguatezza della consulenza, nuove forme di comunicazione commerciale e progressiva digitalizzazione del percorso di investimento.⁶⁰⁶ La sua rilevanza sistematica risiede, tuttavia, soprattutto nel tentativo di perseguire tali obiettivi senza identificare l'incremento della protezione con la mera accumulazione di ulteriori

⁶⁰⁶ EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules*, COM(2023) 279 final, 24 maggio 2023; ID., *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1286/2014 as regards the modernisation of the key information document*, COM(2023) 278 final, 24 maggio 2023; ID., *Commission Staff Working Document – Impact Assessment Report*, SWD(2023) 278 final, 24 maggio 2023. Sulla successiva evoluzione del procedimento legislativo, v. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Retail Investment Strategy: Council and Parliament agree on package to empower consumers while boosting markets*, 18 dicembre 2025.

prescrizioni. La semplificazione di alcuni passaggi del *client journey*, l'adattamento della *disclosure* all'ambiente digitale e l'attenzione alla proporzionalità dei costi e degli oneri regolatori mostrano piuttosto la ricerca di un diverso equilibrio tra intensità della tutela, effettiva fruibilità dell'informazione e accessibilità dei servizi.⁶⁰⁷

La traiettoria europea appare, in tal senso, particolarmente significativa anche rispetto all'esperienza statunitense esaminata nel presente lavoro. Se *Regulation Best Interest* testimonia il tentativo di rafforzare la protezione del cliente senza dissolvere la pluralità dei modelli distributivi propria del mercato statunitense, la più recente evoluzione della disciplina europea sembra muoversi, da un diverso punto di partenza, verso una maggiore attenzione agli effetti che l'architettura regolatoria produce sull'effettiva esperienza dell'investitore. Non si tratta di una convergenza tra modelli, quanto della progressiva emersione di un problema comune: individuare tecniche di tutela capaci di incidere sui fattori dai quali origina il rischio per l'investitore senza tradursi in una complessità regolatoria suscettibile, essa stessa, di comprometterne l'effettività.

In tale scenario, l'efficacia futura della protezione sembra dipendere meno dall'ulteriore moltiplicazione degli obblighi informativi che dalla capacità della regolazione di intervenire sugli incentivi economici, sulle strutture di *governance* e sui meccanismi - anche tecnologici - attraverso i quali vengono formate e orientate le decisioni di investimento. Ciò non implica il superamento della *disclosure* o della *compliance*, che continuano a costituire componenti necessarie dell'architettura regolatoria, bensì la loro riconduzione a una funzione strumentale rispetto all'effettivo governo delle condizioni nelle quali il conflitto di interesse può prodursi.

L'analisi svolta induce pertanto a ritenere che *Regulation Best Interest* non abbia risolto la tensione storicamente esistente tra tutela dell'investitore e autonomia dell'intermediazione finanziaria, ma ne abbia ridefinito i termini. Il problema non risiede più soltanto nella qualificazione formale dello standard applicabile al *broker-dealer*, né può essere esaurito nell'alternativa tra *suitability* e *fiduciary duty*: investe, più radicalmente, la capacità delle

⁶⁰⁷ Il compromesso politico raggiunto nel dicembre 2025 combina il rafforzamento dei presidi relativi agli *inducements* e al *value for money* con interventi diretti a semplificare il *client journey*, rendere maggiormente accessibile e comparabile l'informazione, anche in formato digitale, e contenere gli oneri non necessari gravanti sugli intermediari. V. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Retail Investment Strategy*, cit.; cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Savings and Investments Union – A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*, COM(2025) 124 final, 19 marzo 2025, ove la Commissione richiama espressamente l'esigenza che l'esito della riforma preservi un elevato livello di protezione dell'investitore minimizzando, al contempo, gli oneri regolatori associati.

tecniche regolatorie di modificare gli incentivi e i processi dai quali dipende la qualità sostanziale della relazione di investimento.

Da questa prospettiva, *Regulation Best Interest* assume un significato che trascende la portata della singola riforma. La disciplina rende visibile una difficoltà più generale del diritto dei mercati finanziari: costruire forme di protezione sufficientemente incisive da correggere asimmetrie informative e conflitti di interesse senza presupporre che la sola intensificazione della prescrizione normativa possa neutralizzare le condizioni economiche e organizzative dalle quali tali fenomeni originano. Protezione dell'investitore, efficienza del mercato e sostenibilità dell'intermediazione non costituiscono, in altri termini, obiettivi suscettibili di essere ordinati una volta per tutte secondo una gerarchia stabile, ma grandezze la cui composizione deve essere continuamente ridefinita al mutare delle strutture distributive, degli incentivi e delle tecnologie.

È su tale capacità di incidere sulla sostanza economica e organizzativa della relazione di investimento - più che sulla progressiva sofisticazione nominale degli standard di condotta - che sembra destinata a misurarsi l'effettività della futura regolazione finanziaria.

BIBLIOGRAFIA

ARTICOLI IN RIVISTA E CONTRIBUTI DOTTRINALI

ARMOUR, J., GORDON, J.N., *Systemic Harms and Shareholder Value*, in *Journal of Legal Analysis*, vol. 6, 2014, p. 35 ss.

BECKER, G.S., *Crime and Punishment: An Economic Approach*, in *Journal of Political Economy*, vol. 76, 1968, p. 169 ss.

BLACK, B., *Brokers and Advisers: What's in a Name?*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 11, 2005, p. 31 ss.

BLACK, B., *The Irony of Securities Arbitration Today: Why Do Brokerage Firms Need Judicial Protection?*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 72, 2003, p. 415 ss.

BLACK, J., *Critical Reflections on Regulation*, in *Australian Journal of Legal Philosophy*, 2002, p. 1 ss.

BLACK, J., *Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, vol. 3, 2008, p. 425 ss.

BLEJER, M.I., *Economic Growth and the Stability and Efficiency of the Financial Sector*, in *Journal of Banking & Finance*, vol. 30, 2006, p. 3429 ss.

BUMGARDNER, L., *A Brief History of the 1930s Securities Laws in the United States – And the Potential Lesson for Today*, in *Journal of Global Business Management*, vol. 4, 2008, p. 39 ss.

BUSCH, D., *MiFID II: Stricter Conduct of Business Rules for Investment Firms*, in *Capital Markets Law Journal*, 2017, p. 92 ss.

BUTLER, H.N., RIBSTEIN, L.E., *Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians*, in *Washington Law Review*, vol. 65, 1990, p. 1 ss.

CANE, M.B., TORCHINSKY, I., *Explaining “Explained Decisions”: NASD’s Proposal for Written Explanations in Arbitration Awards*, in *University of Miami Business Law Review*, vol. 16, 2007, p. 31 ss.

CHOI, S.J., PRITCHARD, A.C., *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review*, 2003, p. 1 ss.

COFFEE JR., J.C., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156, 2007, p. 229 ss.

COFFEE JR., J.C., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, p. 717 ss.

COFFEE JR., J.C., *The Costs of Financial Regulation*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2011, p. 298 ss.

DAVIDOFF SOLOMON, S., ZARING, D., *After the Deal: Fannie, Freddie and the Financial Crisis*, in *Yale Journal on Regulation*, 2009, p. 727 ss.

DEAN, L.R. et al., *Examining Asset Flows and Type of Adviser Compensation After an Economic Downturn*, in *Journal of Financial Planning*, vol. 32, 2019, p. 48 ss.

DEMOTT, D.A., *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, in *Duke Law Journal*, 1988, p. 879 ss.

DEMOTT, D.A., *Rogue Brokers and the Limits of Agency Law*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 134–152.

DOMBALAGIAN, O.H., *Best Execution: An Impossible Dream?*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 223–240.

EASTERBROOK, F.H., FISCHER, D.R., *Contract and Fiduciary Duty*, in *Journal of Law & Economics*, vol. 36, 1993, p. 425 ss.

FAIRFAX, L.M., *Spare the Rod, Spoil the Director? Revitalizing Directors' Fiduciary Duty Through Legal Liability*, in *Houston Law Review*, vol. 42, 2005, p. 393 ss.

FANTO, J.A., *Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2020, p. 241 ss.

FANTO, J.A., *Techniques of Regulatory Implementation: The Case of Reg BI and Form CRS*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 191–208.

FISS, O.M., *Against Settlement*, in *Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, p. 1073 ss.

FITZGIBBON, S., *Fiduciary Relationships Are Not Contracts*, in *Marquette Law Review*, vol. 82, 1999, p. 303 ss.

FRANKEL, T., *Fiduciary Duties as Default Rules*, in *Oregon Law Review*, vol. 74, 1995, p. 1209 ss.

GOFORTH, C.R., *Stockbrokers' Duties to Their Customers*, in *Saint Louis University Law Journal*, vol. 33, 1989, p. 431 ss.

GUERNSEY JR., D.P., *Requiring Broker-Dealers to Disclose Conflicts of Interest*, in *University of Miami Law Review*, vol. 73, 2019, p. 1029 ss.

HABIB, M.A., JOHNSEN, D.B., *Equilibrium Investor Protection: Active Mutual Fund Fees*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 241–258.

HANLEY, S., WOJCIECHOWSKI, J., STARK, B., *Regulation Best Interest – It's Not a Fiduciary Duty, but the Industry Hopes Investors Think It Is*, in *PIABA Bar Journal*, vol. 27, n. 2, 2020, p. 237 ss.

HICKS, G.A., *Defining the Scope of Broker and Dealer Duties: Some Problems in Adjudicating the Responsibilities of Securities and Commodities Professionals*, in *DePaul Law Review*, vol. 39, 1990, p. 709 ss.

INDERST, J., OTTAVIANI, M., *Competition through Commissions and Kickbacks*, in *American Economic Review*, vol. 102, 2012, p. 780 ss.

JACKSON JR., R.J., BERRY, J., *Kickbacks or Compensation: The Case of Mutual Fund Distribution Fees*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 2009, p. 52 ss.

JENSEN, M.C., MECKLING, W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305 ss.

JOHNSEN, D.B., *A Transaction Cost Assessment of SEC Regulation Best Interest*, in *Columbia Business Law Review*, 2018, p. 695 ss.

JOO, T.W., *The SEC's Regulation Best Interest and the Fiduciary Debate*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2021, p. 55 ss.

LABY, A.B., *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in *Villanova Law Review*, 2010, p. 701 ss.

LABY, A.B., *Introduction: Continuity and Change in Investor Protection*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 1–20.

LABY, A.B., *Reputational Bonding and the Birth of Investment Adviser Regulation*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 259–282.

LABY, A.B., *The Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends*, in *Buffalo Law Review*, vol. 56, 2008, p. 99 ss.

LANGEVOORT, D.C., *Brokers as Fiduciaries*, in *University of Pittsburgh Law Review*, vol. 71, 2010, p. 439 ss.

LANGEVOORT, D.C., *Cultures of Compliance*, in *American Criminal Law Review*, vol. 54, 2017, p. 933 ss.

LANGEVOORT, D.C., *Regulation Best Interest, Customer Trust, and the Move to Make Private Investments More Available to Retail Investors*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 209–222.

LANGEVOORT, D.C., *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers*, in *California Law Review*, vol. 84, 1996, p. 627 ss.

LANGBEIN, J.H., *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, in *Yale Law Journal*, vol. 105, 1995, p. 625 ss.

LASTER, J.T., *Retail Investors and Delaware Corporate Law*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 302–317.

LESLIE, M.B., *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, in *Georgetown Law Journal*, vol. 94, 2005, p. 67 ss.

LIGGETT, E., *Transforming Broker Discretion into Senior Executive Accountability*, in *George Washington Law Review*, vol. 89, 2021, p. 1016 ss.

LOEWENSTEIN, G., CAIN, D.M., SAH, S., *The Limits of Transparency: Pitfalls and Potential of Disclosing Conflicts of Interest*, in *American Economic Review*, vol. 101, n. 3, 2011, pp. 423–428.

MILLER, P.S., *Congress, Corporate Boards, and Oversight: A Public/Private Law Comparison*, in *University of Richmond Law Review*, vol. 44, 2010, p. 771 ss.

MOLONEY, N., *Retail Investor Protection and Empowerment: Reflections from the European Union*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 76–94.

MOORE, D.A., LOEWENSTEIN, G., *Self-Interest, Automaticity and the Psychology of Conflict of Interest*, in *Social Justice Research*, vol. 17, 2004, p. 189 ss.

PARADES, T.A., *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 81, 2003, p. 417 ss.

PRITCHARD, A.C., *The SEC at 90: Market Regulation and Investor Protection*, in *Yale Journal on Regulation*, 2024, p. 91 ss.

RAMIREZ, S.A., *The Professional Obligations of Securities Brokers Under Federal Law: An Antidote for Bubbles?*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 70, 2002, p. 527 ss.

RUSSELL, J.H., *Which Investors to Protect? Evolving Conceptions of the American Shareholder*, in A.B. LABY (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 95–114.

SABBETH, K.A., VLADECK, D.C., *Contracting (Out) Rights*, in *Fordham Urban Law Journal*, vol. 36, 2009, p. 803 ss.

SCHADLE, N.S., *The Implications of “Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct” in an Increasingly Regulated Industry*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 46, n. 1, 2020, p. 263 ss.

SIMON, H.A., *A Behavioral Model of Rational Choice*, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, 1955, p. 99 ss.

TAUB, J.S., *Able But Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisors to Advocate for Shareholder Rights*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 34, 2009, p. 843 ss.

VELIKONJA, U., *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, in *Stanford Law Review*, 2014.

WARE, S.J., *Employment Arbitration and Voluntary Consent*, in *Wake Forest Law Review*, 2002.

WEISS, C.G., *A Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, in *Iowa Journal of Corporation Law*, vol. 23, 1997, p. 65 ss.

REPORTS, DOCUMENTI ISTITUZIONALI, GUIDANCE E WORKING PAPERS

I.DOCUMENTI SEC, FINRA, AUTORITÀ PUBBLICHE E ORGANISMI INTERNAZIONALI

AGUILAR, L.A., *SEC's Oversight of the Adviser Industry Bolsters Investor Protection*, intervento presso Investment Advisers Association Annual Conference, 7 maggio 2009.

CAPUANO, S., HAINSWORTH, S., KARAPETYAN, D., MITCHELL, M., STROUD, A., *Bridging the Advice Gap: Estimating the Relationship between Financial Advice and Wealth*, FCA Research Note, 30 giugno 2025, agg. 3 giugno 2026.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final, Bruxelles, 24 maggio 2023.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1286/2014 as regards the Modernisation of the Key Information Document*, COM(2023) 278 final, Bruxelles, 24 maggio 2023.

COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment Report accompanying the Proposal for a Directive [...] as regards the Union Retail Investor Protection Rules and the Proposal for a Regulation amending Regulation (EU) No 1286/2014*, SWD(2023) 278 final, Bruxelles, 24 maggio 2023.

COMMISSIONE EUROPEA, *Savings and Investments Union – A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*, COM(2025) 124 final, Bruxelles, 19 marzo 2025.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Retail Investment Strategy: Council and Parliament Agree on Package to Empower Consumers while Boosting Markets*, 18 dicembre 2025.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Retail Investment Strategy – Final Compromise Text*, ST 8703/2026 INIT, 28 maggio 2026.

EIOPA, *Final Report on Technical Advice to the European Commission Regarding Certain Aspects Relating to Retail Investor Protection*, EIOPA-BoS-22/244, 29 aprile 2022.

ESMA, *Final Report – Guidelines on MiFID II Product Governance Requirements*, ESMA35-43-3448, 27 marzo 2023.

ESMA, *Guidelines on MiFID II Product Governance Requirements*, ESMA35-43-3448, 3 agosto 2023.

ESMA, *Guidelines on Certain Aspects of the MiFID II Suitability Requirements*, ESMA35-43-3172, 2023.

ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR Investor Protection Topics*, 2024.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Financial Advice Market Review – Final Report*, 2016.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *MiFID II Costs and Charges Disclosures Review Findings*, 28 febbraio 2019.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *The Senior Managers and Certification Regime: Guide for FCA Solo-Regulated Firms*, 2019.

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *The Financial Crisis Inquiry Report*, Washington D.C., 2011.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Dispute Resolution Statistics – How Arbitration Cases Close*, 2010.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Dispute Resolution Statistics*, 2024.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Reg BI and Form CRS Firm Checklist*, agosto 2020.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Report on Conflicts of Interest*, ottobre 2013.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Regulatory Notice 26-06*, 2 marzo 2026.

HOUSE COMMITTEE ON FINANCIAL SERVICES, *Assessing the SEC's Best Interest Rulemaking*, Hearing, 25 giugno 2019.

ISCENKO, Z., ANDREWS, P., DAMBE, K., EDMONDS, P., *Economics for Effective Regulation*, FCA Occasional Paper No. 13, marzo 2016.

JOINT ECONOMIC COMMITTEE, U.S. CONGRESS, *The Roots of Broadened Stock Ownership*, Washington D.C., 2000.

NORTH AMERICAN SECURITIES ADMINISTRATORS ASSOCIATION (NASAA), *Brief Overview: The Investment Adviser Industry*, consultato il 6 settembre 2020.

OECD, *Artificial Intelligence in Finance*, 2021.

RAND CORPORATION, *Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers*, Santa Monica, 2008.

RBB ECONOMICS, *Cost Pass-Through: Theory, Measurement, and Potential Policy Implications*, Report prepared for the Office of Fair Trading, febbraio 2014.

SEC, *Compliance Guide for Broker-Dealers on Regulation Best Interest*, 2020.

SEC, *Compliance Guide for Form CRS*, 2020.

SEC, *Compliance Guide for Regulation Best Interest*, 2019.

SEC, *Compliance Guide for Small Entities – Regulation Best Interest*, 2019.

SEC, *Federal Securities Laws*, 4 maggio 2017.

SEC, *Form CRS Relationship Summary; Amendments to Form ADV*, 2019.

SEC, *Frequently Asked Questions on Regulation Best Interest and Form CRS*, aggiornamenti periodici.

SEC, *Guide to Broker-Dealer Registration*, 12 dicembre 2016.

SEC, *Investor Testing of Form CRS Relationship Summary*, 2019.

SEC, Office of Compliance Inspections and Examinations (OCIE), *Guidance on Regulation Best Interest Implementation*, 2020.

SEC, Office of Compliance Inspections and Examinations, *Risk Alert – Observations from Broker-Dealer Examinations Related to Regulation Best Interest*, 2020.

SEC, *Public Comment Summary on Regulation Best Interest*, 2018.

SEC, Division of Examinations, *Risk Alert: Observations from Broker-Dealer Examinations Related to Regulation Best Interest*, gennaio 2022.

SEC, *Roundtable on Regulation Best Interest and Form CRS*, 26 ottobre 2020.

SEC, *Small Entity Compliance Guide*, giugno 2020.

SEC, *Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers – Account Recommendations for Retail Investors*, 30 marzo 2022.

SEC, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, gennaio 2011.

SEC, *The Laws that Govern the Securities Industry*, 1 ottobre 2013.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Political Contributions by Certain Investment Advisers*, SEC Release No. IA-2910, 3 agosto 2009.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Select SEC and Market Data – Fiscal Year 2009*, 2009.

II. RELEASE SEC, INTERPRETAZIONI E RULEMAKING

Comment Letters to the Securities and Exchange Commission on Regulation Best Interest Proposal, File No. S7-07-18.

SEC, *Commission Interpretation Regarding the Solely Incidental Prong of the Broker-Dealer Exclusion from the Definition of Investment Adviser*, Advisers Act Release No. IA-5249, 84 Fed. Reg. 33681 (2019).

SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, Advisers Act Release No. IA-5248, 84 Fed. Reg. 33669 (2019).

SEC, *Interpretation of Section 206(3) of the Investment Advisers Act of 1940*, Advisers Act Release No. IA-1732, 17 luglio 1998.

SEC, *Interpretive Release Concerning Scope of Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934*, Exchange Act Release No. 23170, 51 Fed. Reg. 16004 (23 aprile 1986).

SEC, *Opinion of the Director of the Trading and Exchange Division*, Investment Advisers Act Release No. 40, 11 Fed. Reg. 10997 (1946).

SEC, *Regulation Best Interest*, Exchange Act Release No. 34-83062, 83 Fed. Reg. 21574 (2018).

SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, Exchange Act Release No. 34-86031, 84 Fed. Reg. 33318 (2019).

SEC, *Suitability of Investment Advice Provided by Investment Advisers; Custodial Account Statements for Certain Advisory Clients*, Advisers Act Release No. IA-1406, 59 Fed. Reg. 13464 (16 marzo 1994).

SEC, *Temporary Rule Regarding Principal Trades with Certain Advisory Clients*, Investment Advisers Act Release No. IA-2653, 72 Fed. Reg. 55022 (2007).

III. RULES E MANUALI REGOLAMENTARI

AMERICAN ARBITRATION ASSOCIATION, *Commercial Arbitration Rules and Mediation Procedures*, Rule R-42.

FEDERAL RULES OF CIVIL PROCEDURE, Rule 23 (*Class Actions*).

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes*, Rule 12200.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes*, Rule 12201.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes*, Rule 12214(e)(1).

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes*, Rule 12904.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *FINRA Manual*, Rule 2020.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *FINRA Manual*, Rule 2111.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *FINRA Manual*, Rule 2111.03.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *FINRA Manual*, Rule 2111.05(c).

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *FINRA Manual*, Rule 2241.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *FINRA Manual*, Rule 2242.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *FINRA Manual*, Rule 5310.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *Notice to Members* 99-55.

NASD, Rule 2310(a).

NASD, Rule 2440.

NASD, Rule IM-2440-1.

NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE), Rule 405(1).

IV. INDUSTRY REPORTS / GREY LITERATURE

BETTER MARKETS, *Report on Regulation Best Interest*.

DAVIS POLK, *Regulation Best Interest, Form CRS, Related Advisers Act Interpretations: Visual Memorandum*, 21 giugno 2019.

DAVIS POLK & WARDWELL LLP, *Step-by-Step Guide to Implementing Regulation Best Interest*, Practice Note Series, 2020.

DELOITTE, *How Wealth Management Firms Are Implementing the Rule Package*, 6 marzo 2020.

MORNINGSTAR, SZAPIRO, A., *Morningstar Letter*, 7 agosto 2018.

NICE ACTIMIZE, *Regulation Best Interest: Six Must-Haves for Compliance*, 2019.

SHEARMAN & STERLING, *The UK's Expanded Senior Managers and Certification Regime: Key Issues and Action Plan for Brokers, Advisers and Asset Managers*, 8 luglio 2019.

SIFMA, *Standard of Care for Broker-Dealers and Investment Advisers*, Position Paper, 2011.

SIFMA, DELOITTE, *A Firm's Guide to the Implementation of Regulation Best Interest and the Form CRS Relationship Summary*, 27 settembre 2019.

SIFMA, DELOITTE, *2020 Reg BI and Form CRS Implementation Survey*, luglio 2020.

YONGE, HOWSE, *Report and Guidance on the Senior Managers and Certification Regime*.

MONOGRAFIE E OPERE COLLETTANEE

BAINBRIDGE, S.M., *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2012.

BANNER, S., *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690–1860*, Cambridge, Cambridge University Press, 1998.

BEN-SHAHAR, O., SCHNEIDER, C.E., *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, Princeton University Press, 2014.

BLACK, W.H., *The Law of Stock Exchanges, Stock-Brokers & Customers*, New York, 1940.

COFFEE JR., J.C., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006.

DE BEDTS, R.F., *The New Deal's SEC: The Formative Years*, New York, Columbia University Press, 1964.

DE FRANCHIS, G., *Dizionario giuridico – Law Dictionary*, vol. I, Milano, Giuffrè, 1984.

EASTERBROOK, F.H., FISCHER, D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1991.

FERRARINI, G., BUSCH, D. (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, Oxford University Press, 2017.

FINK, M.P., *The Rise of Mutual Funds: An Insider's View*, Oxford, Oxford University Press, 2008.

HAZEN, T.L., *The Law of Securities Regulation*, 5^a ed., New York, Thomson/West, 2006.

JOHNSON, C.J., MCLAUGHLIN, J., *Corporate Finance and the Securities Laws*, 3^a ed., New York, Aspen Publishers, 2004.

KAHNEMAN, D., *Thinking, Fast and Slow*, New York, Farrar, Straus and Giroux, 2011.

KARMEL, R., *Regulation by Prosecution: The Securities and Exchange Commission vs. Corporate America*, Cambridge (MA), MIT Press, 1982.

KIRSCH, C.E., *Investment Adviser Regulation*, 2^a ed., New York, Practising Law Institute, 2009.

LABY, A.B. (a cura di), *The Cambridge Handbook of Investor Protection*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022.

LANGEVOORT, D.C., *Selling Hope, Selling Risk: Corporations, Wall Street, and the Dilemmas of Investor Protection*, Oxford, Oxford University Press, 2016.

LOSS, L., SELIGMAN, J., PAREDES, T.A., *Securities Regulation*, New York, Wolters Kluwer, 2019.

MARKHAM, J.W., *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform*, New York, M.E. Sharpe, 2015.

MOLONEY, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2023.

SIMON, H.A., *Models of Bounded Rationality*, Cambridge (MA), MIT Press, 1982.

THALER, R.H., SUNSTEIN, C.R., *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, New Haven, Yale University Press, 2008.

TWENTIETH CENTURY FUND, *The Security Markets*, New York, 1938.

ZWEIGERT, K., KÖTZ, H., *Introduzione al diritto comparato*, Milano, Giuffrè, 1998.

NORMATIVA E FONTI REGOLAMENTARI

I. LEGISLAZIONE FEDERALE STATUNITENSE

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

Federal Arbitration Act, già United States Arbitration Act, ch. 213, 43 Stat. 883 (1925), codificato in 9 U.S.C. §§ 1–16.

Investment Advisers Act of 1940, Pub. L. No. 76-768, 54 Stat. 847, codificato in 15 U.S.C. § 80b-1 ss.

Investment Advisers Act of 1940, § 206, codificato in 15 U.S.C. § 80b-6.

Maloney Act of 1938, Pub. L. No. 75-719, 52 Stat. 1070, codificato, per quanto rileva, in 15 U.S.C. § 78o-3.

Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995).

Securities Act of 1933, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74, codificato in 15 U.S.C. § 77a ss.

Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. No. 73-291, 48 Stat. 881, codificato in 15 U.S.C. § 78a ss.

II. NORMATIVA STORICA E STATALE STATUNITENSE

An Act to Restrain the Number and Ill Practice of Brokers and Stock Jobbers, 8 & 9 Will. 3, c. 32 (England, 1697).

Delaware Code Annotated, tit. 6, § 15-103(f).

Delaware Code Annotated, tit. 8, § 102(b)(7).

III. REGOLAZIONE EUROPEA

Direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID I).

Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (MiFID II).

Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi appartenenti ai clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari.

Direttiva (UE) 2020/1828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2020 relativa alle azioni rappresentative a tutela degli interessi collettivi dei consumatori e che abroga la direttiva 2009/22/CE.

Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato (MAR) e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione.

Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (MiFIR).

Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs).

Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva.

Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli su un mercato regolamentato e che abroga la direttiva 2003/71/CE.

IV. AUTOREGOLAMENTAZIONE E SOFT LAW DI SETTORE

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Senior Managers and Certification Regime (SMCR)*.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), Rule 2020 (*Use of Manipulative, Deceptive or Other Fraudulent Devices*).

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), Rule 2111 (*Suitability*).

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), Rule 2111.03.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), Rule 2111.05(c).

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), Rule 2241 (*Research Analysts and Research Reports*).

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), Rule 2242 (*Debt Research Analysts and Debt Research Reports*).

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), Rule 5310 (*Best Execution and Interpositioning*).

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), *FINRA Manual*.

NASD, Rule 2310(a).

NASD, Rule 2440.

NASD, Rule IM-2440-1.

NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE), Rule 405(1).

V. RESTATEMENTS E FONTI PARA-GIURISDIZIONALI

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Restatement (First) of Agency*, § 1 (1933).

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Restatement (Second) of Agency*, § 1(1) (1958).

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Restatement (Third) of Agency*, §§ 1.01, 2.02, 8.02 (2006).

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Restatement (Third) of Trusts*, § 77 (2007).

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Restatement (Third) of Trusts*, § 78 (2007).

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Restatement (Third) of Trusts*, § 90, *Prudent Investor Rule* (2007).

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Restatement (Third) of Trusts*, § 90, Introductory Note to the *Prudent Investor Rule* (2007).

GIURISPRUDENZA

Aaron v. Securities and Exchange Commission, 446 U.S. 680 (1980).

Arizona v. United States, 567 U.S. 387 (2012).

Associated Securities Corp. v. Securities and Exchange Commission, 174 F.2d 969 (D.C. Cir. 1949).

Assoc. Randall Bank v. Griffin, Kubik, Stephens & Thompson, Inc., 3 F.3d 208 (7th Cir. 1993).

Banca Cremi S.A. v. Alex. Brown & Sons, Inc., 132 F.3d 1017 (4th Cir. 1997).

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F.2d 461 (2d Cir. 1952).

Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

Brentwood Medical Associates v. United Mine Workers of America, 396 F.3d 237 (3d Cir. 2005).

BT-I v. Equitable Life Assurance Society, 75 Cal. App. 4th 1406 (Cal. Ct. App. 1999).

Caravan Mobile Home Sales, Inc. v. Lehman Brothers Kuhn Loeb, Inc., 769 F.2d 561 (9th Cir. 1985).

Charles Hughes & Co. v. Securities and Exchange Commission, 139 F.2d 434 (2d Cir. 1943), cert. denied, 321 U.S. 786 (1944).

Coates v. Securities and Exchange Commission, 394 U.S. 976 (1969).

Cruse v. Equitable Securities of New York, Inc., 678 F. Supp. 1023 (S.D.N.Y. 1987).

De Kwiatkowski v. Bear, Stearns & Co., Inc., 306 F.3d 1293 (2d Cir. 2002).

Duffy v. Cavalier, 215 Cal. App. 3d 1517 (Cal. Ct. App. 1989).

Ed Schory & Sons, Inc. v. Society National Bank, 662 N.E.2d 1074 (Ohio 1996).

Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

Estate of Beal, 769 P.2d 150 (Okla. 1989).

Florida Lime & Avocado Growers, Inc. v. Paul, 373 U.S. 132 (1963).

Francis v. United Jersey Bank, 432 A.2d 814 (N.J. 1981).

G.E. Capital Corp. v. Union Electric Co., 390 F.3d 952 (7th Cir. 2004).

Hanly v. Securities and Exchange Commission, 415 F.2d 589 (2d Cir. 1969).

Harbison v. Strickland, 900 So.2d 385 (Ala. 2004).

Harvard College v. Amory, 26 Mass. (9 Pick.) 446 (1830).

Hines v. Davidowitz, 312 U.S. 52 (1941).

Hoffman v. UBS AG, 591 F. Supp. 2d 522 (S.D.N.Y. 2008).

Independent Order of Foresters v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc., 157 F.3d 933 (2d Cir. 1998).

In re Merrill Lynch Investment Management Funds Securities Litigation, 434 F. Supp. 2d 233 (S.D.N.Y. 2006).

Jones v. Harris Associates L.P., 527 F.3d 627 (7th Cir. 2008), rev'd, 559 U.S. 335 (2010).

Kubic v. Pioneer Financial Services, Inc., 3 F.3d 208 (7th Cir. 1993).

Laird v. Integrated Resources, Inc., 897 F.2d 826 (5th Cir. 1990).

Lean v. Reed, 876 N.E.2d 1104 (Ind. 2007).

Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 461 F. Supp. 951 (E.D. Mich. 1978), *aff'd*, 647 F.2d 165 (6th Cir. 1981).

Lefkowitz v. Smith Barney, Harris Upham & Co., Inc., 804 F.2d 154 (1st Cir. 1986).

Lewis v. Circuit City Stores, Inc., 500 F.3d 1140 (10th Cir. 2007).

Limbaugh v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 732 F.2d 859 (11th Cir. 1984).

Lipkien v. Krinski, 192 A.D. 257, 182 N.Y.S. 454 (N.Y. App. Div. 1920).

Litton Industries, Inc. v. Lehman Brothers Kuhn Loeb Inc., 767 F. Supp. 1220 (S.D.N.Y. 1991), *rev'd* on other grounds, 967 F.2d 742 (2d Cir. 1992).

Mansbach v. Prescott, Ball & Turben, 598 F.2d 1017 (6th Cir. 1979).

McDonald v. Alan Bush Brokerage Co., 863 F.2d 809 (11th Cir. 1989).

MidAmerica Federal Savings & Loan Association v. Shearson/American Express Inc., 886 F.2d 1249 (10th Cir. 1989).

Morgan Stanley and Van Kampen Mutual Fund Securities Litigation, No. 03 Civ. 8208 (RO), 2006 WL 1008138 (S.D.N.Y., 18 aprile 2006).

O'Malley v. Boris, 742 A.2d 845 (Del. 1999).

Pasternak v. Securities and Exchange Commission, 561 F. Supp. 2d 459 (D.N.J. 2008).

Patsos v. First Albany Corp., 741 N.E.2d 841 (Mass. 2001).

Perrine v. Pennroad Corp., 47 A.2d 479 (Del. 1946).

Press v. Chemical Investment Services Corp., 988 F. Supp. 375 (S.D.N.Y. 1997), *aff'd*, 166 F.3d 529 (2d Cir. 1999).

Robinhood Financial LLC v. Secretary of the Commonwealth, 492 Mass. 696 (2023).

Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc., 490 U.S. 477 (1989).

Rush v. Oppenheimer & Co., 681 F. Supp. 1045 (S.D.N.Y. 1988).

Schuster v. Dacey, No. 2007-00617(SUCV), 2008 WL 2415190 (Mass. Super. Ct. 2008).

SEC v. Blavin, 760 F.2d 706 (6th Cir. 1985).

SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963).

SEC v. DiBella, 587 F.3d 553 (2d Cir. 2009).

SEC v. Levine, No. 99-02568, 2009 WL 4189646 (D.D.C., 24 novembre 2009).

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

Shearson/American Express, Inc. v. McMahon, 482 U.S. 220 (1987).

Siemers v. Wells Fargo & Co., No. C 05-04518 WHA, 2006 WL 2355411 (N.D. Cal., 14 agosto 2006).

Stone v. Ritter, 911 A.2d 362 (Del. 2006).

Tatum v. Legg Mason Wood Walker, Inc., 83 F.3d 121 (5th Cir. 1996).

Thomas v. Winchester, 34 Barb. 276 (N.Y. Gen. Term 1861), *aff'd*, 36 N.Y. 427 (1867).

Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 11 (1979).

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).

United States v. Elliott, 62 F.3d 1304 (11th Cir. 1995).

United States v. Wolfson, Nos. S1 00 Cr. 628(JGK), S1 02 Cr. 1588(JGK), 2008 WL 1969730 (S.D.N.Y., 5 maggio 2008).

Wahl v. Tracy, 12 N.W. 660 (Wis. 1882).

Wiener v. Lazard Freres & Co., 672 N.Y.S.2d 8 (N.Y. App. Div. 1998).

Williams v. Cigna Financial Advisors, Inc., 197 F.3d 752 (5th Cir. 1999).

Wood v. Rowcliffe, 67 Eng. Rep. 397 (Ch. 1844).

XY Planning Network, LLC v. Securities and Exchange Commission, 963 F.3d 244 (2d Cir. 2020).

DECISIONI AMMINISTRATIVE E PROCEEDINGS

Arleen W. Hughes, 27 S.E.C. 629 (1948).

Duker & Duker, 6 S.E.C. 386 (1939).

E.F. Hutton & Co. Inc., Exchange Act Release No. 25887 (1988).

In re Jansen & Co., 6 S.E.C. 391 (1939).

In re Joan Conan, Advisers Act Release No. 1446 (1994).

Morgan Stanley DW Inc., Administrative Proceeding File No. 3-11335 (2003).

SITOGRAFIA, STAMPA ECONOMICA E COMMENTARY

BARNES, R., *What Is a Registered Investment Advisor?*, in *Investopedia*, 15 giugno 2020.

COBAN, W.D., *Wells Fargo Scandal May Be Sign of a Poisonous Culture*, in *The New York Times*, 16 settembre 2016.

CORKERY, M., COWLEY, S., *Wells Fargo Warned Workers Against Sham Accounts, but “They Needed a Paycheck”*, in *The New York Times*, 16 settembre 2016.

D’ANTONA, J., *Reactions Mixed to Reg BI Passage*, in *Markets Media*, 14 giugno 2019.

The Economist, *What Kind of Bank Will Wells Fargo Be?*, 26 ottobre 2019.

INVESTOPEDIA, *Secondary Market*, 24 settembre 2020.

JOHNSON, K., *U.S. SEC Adopts Rules to Prevent Broker Conflicts, Boost Disclosure*, in *Reuters*, 5 giugno 2019.

LEVINE, M., *Rules Make for Better Rules than Lawsuits Do*, in *Bloomberg*, 30 gennaio 2018.

LEXICO, *Financial Adviser*, voce consultata il 23 settembre 2020.

MCCARTHY, E., *How Thoughts About the SEC’s Regulation Best Interest Have Evolved*, in *PlanAdviser*, 2 novembre 2022.

NASDAQ, *Broker-Dealers vs. Registered Investment Advisers (RIAs): Which Is Which?*, 16 gennaio 2019.

QUAADMAN, T., *Why Sticking to the SEC's New Regulation Best Interest Rule Is a Win for Investors*, in *U.S. Chamber of Commerce*, 23 settembre 2019.

TEMPLE-WEST, P., *Warren, Waters Blast SEC Financial Advice Rule as Wall Street Cheers*, in *Politico*, 5 giugno 2019.

Ringraziamenti

Al Professor Michele Siri, per aver accolto questa ricerca e averne accompagnato il corso;

a Veronica, per ciò che è rimasto immutato attraverso gli anni, i cambiamenti e le distanze;

ai miei genitori, per non aver mai dubitato della strada, nemmeno quando io non riuscivo più a vederla.

