



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
“M.FANNO”**

DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO E CRITICA DEL DIRITTO

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIREZIONE AZIENDALE**

TESI DI LAUREA

**“LA NATURA DELLA TRASPARENZA FINANZIARIA
FRA TUTELA DELL’INTERESSE DEI CLIENTI
ED INTEGRITÀ DEI MERCATI”**

RELATORE:

CH.MO PROF. ALBERTO LUPOI

LAUREANDA: STEFANIA MALVESTIO

MATRICOLA N. 1056857

ANNO ACCADEMICO 2013 – 2014

“Il viaggio non soltanto allarga la mente: le dà forma”.

Bruce Chatwin

INDICE

<i>Abbreviazioni</i>	1
<i>Elenco dei giornali e delle riviste</i>	3
<i>Introduzione</i>	5

CAPITOLO I

L'evoluzione e la definizione dei confini e delle finalità della disciplina

1.1. Perché l'esigenza di una disciplina speciale del diritto dei mercati mobiliari?.....	7
1.2. I primi passi verso una normativa organica dell'intermediazione finanziaria: una breve analisi storica	9
1.2.1. L'evoluzione normativa: dal "far west" del sistema alla Legge n. 1/1991.....	12
1.2.2. L'evoluzione normativa: dalla Direttiva 93/22/CEE all'attuazione della Direttiva 2004/39/CE.....	15
1.2.3. La Direttiva 2014/65/UE	21
1.3. La definizione di trasparenza finanziaria.....	21
1.4. L'ambito di applicazione oggettivo: premessa.....	25
1.4.1. I prodotti finanziari	25
1.4.1.1. Gli strumenti finanziari	25
1.4.1.2. "Ogni altra forma di investimento di natura finanziaria".	29
1.4.2. I servizi e le attività di investimento	31
1.4.3. I prodotti composti.....	36
1.4.4. L'ambito di applicazione oggettivo: conclusioni	37

CAPITOLO II

L'ambito di applicazione soggettivo ed il principio di graduazione della tutela

2.1. L'ambito di applicazione soggettivo ed il principio di graduazione della tutela: premessa.....	39
2.2. Il sistema previgente al recepimento della MiFID: la categoria dell'operatore qualificato.....	40
2.2.1. Insufficienza della dichiarazione del legale rappresentante <i>ex art. 31</i> , secondo comma del Regolamento CONSOB n. 11522/1998 per rientrare nella categoria "operatore qualificato": necessità di verificare la dichiarata competenza ed esperienza in strumenti finanziari.....	42
2.2.2. Sufficienza della dichiarazione del legale rappresentante <i>ex art. 31</i> , secondo comma del Regolamento CONSOB n. 11522/1998	46
2.3. L'attuale tripartizione della clientela: le "controparti qualificate", i "clienti professionali" ed i "clienti al dettaglio"	48
2.4. Le motivazioni alla base della necessità di tale disciplina: in particolare l'asimmetria informativa e la tutela del contraente debole	53

CAPITOLO III

I principi e le regole delineanti la disciplina

3.1. Premessa: la normativa tra <i>rules</i> e <i>standards</i>	57
3.2. Il processo di delegificazione: il compito della CONSOB	58
3.3. I "Criteri generali"	60
3.3.1. Gli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza	61
3.3.2. Gli obblighi informativi	67
3.3.3. Gli obblighi attinenti all'organizzazione.....	75
3.3.4. La disciplina del conflitto d'interessi	76
3.4. La normativa regolamentare	83
3.4.1. La regola di adeguatezza	84
3.4.2. La regola di appropriatezza	86
3.4.3. I servizi di " <i>execution only</i> "	87

3.4.4. La <i>best execution</i>	88
3.5. Cenni sulla normativa previgente: obblighi informativi, adeguatezza e conflitto d'interessi	91
3.5.1. Gli obblighi informativi	91
3.5.2. L'adeguatezza	94
3.5.3. Il conflitto d'interessi	95
3.6. Le "norme relative ai contratti"	97

CAPITOLO IV

La responsabilità dell'intermediario in caso di inadempimento delle regole di comportamento

4.1. La natura imperativa delle regole di comportamento	99
4.2. La dibattuta questione sulle conseguenze dell'inadempimento da parte dell'intermediario delle regole di comportamento: un'analisi della giurisprudenza antecedente alle sentenze gemelle della Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725	101
4.2.1. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: il rimedio della nullità per violazione di norme imperative	101
4.2.2. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: l'inadempimento contrattuale e/o la risoluzione del contratto	107
4.2.3. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: il risarcimento per responsabilità precontrattuale	110
4.2.4. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: cenni sul rimedio dell'annullabilità del contratto per errore	112
4.3. Le sentenze gemelle della Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725	113
4.4. La giurisprudenza successiva all'intervento della Suprema Corte di Cassazione: in particolare alcune sentenze <i>post-MiFID</i>	116

CAPITOLO V

Il cliente è (anche) un consumatore?

5.1. Cliente al dettaglio e consumatore: le due fattispecie a confronto	121
5.2. L'art. 32-bis T.U.F.: una breve analisi	123
5.3. La disciplina della "class action" italiana: premessa	126
5.3.1. La disciplina della "class action" italiana	127
5.4. Un breve cenno sull'applicazione "ad oggi" dell'azione di classe e prospettive future.....	133

CAPITOLO VI

La necessaria inscindibilità tra etica e trasparenza finanziaria ed il ruolo della finanza comportamentale nei processi decisionali degli investitori

6.1. Premessa.....	135
6.2. Il concetto di etica	137
6.3. Un'interpretazione di trasparenza ed un'applicazione della norma che tenga in considerazione l'etica al fine di una tutela sostanziale del contraente debole e dell'integrità dei mercati	138
6.4. Dove l'etica non è sufficiente: il questionario MiFID	140
6.4.1. Le principali indicazioni della finanza comportamentale nella compilazione dei questionari MiFID	145
6.4.2. <i>MINDSPACE</i>	148
<i>Conclusioni</i>	151
<i>Bibliografia</i>	155
<i>Fonti giurisprudenziali</i>	171
<i>Indice delle Leggi</i>	173
<i>Webgrafia</i>	175

ABBREVIAZIONI

art., artt.	articolo, articoli
Cass.	Suprema Corte di Cassazione
CE	Comunità Europea
CEE	Comunità Economica Europea
CESR	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
cod. civ.	Codice Civile
CONSOB	Commissione nazionale per le società e la borsa
Cost.	Costituzione
D.L.	decreto legge
D.L.vo	decreto legislativo
DSI	Direttiva relativa ai servizi d'investimento
EEC	<i>European Economic Community</i>
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
FESCO	<i>Forum for European Securities Commissions</i>
FSAP	<i>Financial Services Action Plan</i>
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
ISD	<i>Investment Services Directive</i>
L.	Legge
MiFID	<i>Market in Financial Instruments Directive</i>
OTC	<i>Over the counter</i>
T.U.B.	Testo Unico Bancario
T.U.F.	Testo Unico della Finanza
UE	Unione Europea

ELENCO DEI GIORNALI E DELLE RIVISTE

<i>American Psychologist</i>	<i>American Psychologist</i>
<i>Banca, borsa e tit. cred.</i>	Banca, borsa e titoli di credito
<i>Banca, impresa e società</i>	Banca, impresa e società
<i>Contratti</i>	I contratti
<i>Contr. e impr.</i>	Contratto e impresa
<i>Contr. e impr. – Europa</i>	Contratto e impresa – Europa
<i>Corr. giur.</i>	Corriere giuridico
<i>Corr. mer.</i>	Il corriere del merito
<i>Danno e resp.</i>	Danno e responsabilità
<i>Dir. Banc.</i>	Diritto della banca e del mercato finanziario
<i>Dir. Fall.</i>	Il diritto fallimentare
<i>Dir. Industriale</i>	Il diritto industriale
<i>Econometrica</i>	Econometrica
<i>Financial Times</i>	<i>Financial Times</i>
<i>Foro Pad.</i>	Il Foro padano
<i>Foro It.</i>	Il Foro italiano
<i>Giur. comm.</i>	Giurisprudenza commerciale
<i>Giur. it.</i>	Giurisprudenza italiana
<i>Giust. civ.</i>	Giustizia civile
<i>Il Sole 24 Ore</i>	Il Sole 24 Ore
<i>Journal of Financial Planning</i>	<i>Journal of Financial Planning</i>
<i>New England Journal of Medicine</i>	<i>New England Journal of Medicine</i>
<i>Obbl. e Contr.</i>	Obbligazioni e contratti
<i>Psychological Bulletin</i>	<i>Psychological Bulletin</i>
<i>Resp. civ.</i>	Responsabilità civile e previdenza
<i>Riv. Dir. Civ.</i>	Rivista di diritto civile
<i>Riv. Dir. Priv.</i>	Rivista di diritto privato
<i>Riv. Dir. Proc.</i>	Rivista di diritto processuale
<i>Riv. Società</i>	Rivista delle società
<i>Science</i>	<i>Science</i>
<i>Società</i>	Le società
<i>The Economist</i>	The Economist

Introduzione

Si premette come il tema che si avrà modo di discutere in questo lavoro sia un tema complesso, non sempre lineare per un insieme di ragioni. Prima di evidenziarle esplicitamente è però necessario delimitare l'ambito di studio di questa tesi dal titolo: *“La natura della trasparenza finanziaria fra tutela dell'interesse dei clienti ed integrità dei mercati”*.

Il titolo, riprende parte del dettato dell'art. 21, primo comma, lett. a) del Testo Unico della Finanza; considerato il “cuore” della tematica scelta. Il termine *“trasparenza”* è polisenso, bisogna quindi delineare i confini dell'accezione (principalmente) qui utilizzata¹.

La *“trasparenza dei comportamenti degli intermediari finanziari”* è ciò di cui si desidera trattare, in particolare rivolgendosi alla prestazione dei servizi e delle attività d'investimento. L'essenzialità di questo argomento deve essere chiarita a *“tutti”*, perché riguarda *“tutti”*.

Si desidera quindi enunciare meglio il concetto, tramite un esempio. Ogni persona, quando si reca in una banca per effettuare un investimento, desidera che i propri risparmi vengano gestiti in una maniera ottimale rispetto al proprio profilo di *rischio-rendimento*, vuole quindi essere servita *“al meglio”*, soprattutto in un ambito tanto delicato quale la gestione delle proprie risorse finanziarie. Bisogna infatti considerare come le conoscenze del cliente in molte situazioni (per tutte, l'investimento in strumenti finanziari) non siano allo stesso sufficienti per effettuare una scelta consapevole senza l'aiuto dell'intermediario, con il quale quindi viene instaurata una relazione basata sulla *fiducia*. L'intermediario, essendo un soggetto professionale, ha a sua disposizione conoscenze superiori rispetto a quelle del cliente (o potenziale tale) ed è di conseguenza essenziale che lo stesso collabori con il proprio cliente (o potenziale tale) al fine di colmare il *gap informativo* che sussiste e così permettere alla propria controparte di effettuare scelte di investimento o anche di disinvestimento (oppure di non farle affatto) in maniera il più consapevole possibile².

Il problema deriva dal fatto che non tutti gli intermediari pongono in essere *un comportamento trasparente né tantomeno curano al meglio gli interessi del cliente*; questa

¹ *“Principalmente”* utilizzata perché essendo il termine *“trasparenza”* polisenso, anche in questo stesso lavoro potrà lo stesso assumere accezioni differenti, che saranno però distinguibili dal contesto nel quale verranno inserite.

² Si sottolinea più volte come la trasparenza finanziaria sia diretta anche ai *“potenziali clienti”* per il fatto che il comportamento tenuto dagli intermediari deve essere trasparente anche prima dell'eventuale conclusione del contratto.

manca da parte dei soggetti professionali molto spesso comporta conseguenze disastrose, che si avranno modo di sottolineare più volte durante questo scritto.

Per evitare queste conseguenze negative, interviene il legislatore tramite norme primarie e secondarie che regolamentano il comportamento degli intermediari finanziari, con il fine di “*servire al meglio l’interesse dei clienti e l’integrità dei mercati*”.

È necessario accennare, meglio se ne tratterà nell’ultimo capitolo, come tutte queste regole sarebbero superflue se il comportamento degli intermediari fosse *eticamente orientato*. Tutti i soggetti che nel mercato operano trarrebbero dei benefici da tale comportamento, anche gli stessi intermediari ne sarebbero positivamente influenzati, grazie ad un “*beneficio reputazionale*”.

Visto che purtroppo non sempre così accade, il legislatore interviene *prima, durante e dopo* l’instaurarsi del rapporto contrattuale di intermediazione finanziaria. In questa tesi quindi ci si occuperà anche delle principali norme poste dal legislatore a tutela del cliente, il quale molto spesso si trova nelle vesti di contraente debole del rapporto (capitolo III), solo dopo però aver specificato l’ambito di applicazione oggettivo (capitolo I) e soggettivo (capitolo II) della disciplina della trasparenza finanziaria.

Nella parte finale di questa tesi (capitolo V), invece, si introdurrà il tema dell’applicabilità o meno dell’istituto della *class action* agli investitori (tema collegato alla ricerca dei rimedi nel caso di violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari finanziari, trattata nel capitolo IV).

Nello svolgimento di tutti i capitoli, il legislatore, la dottrina e la giurisprudenza saranno utili ad esprimere i concetti che si desidereranno approfondire.

Tornando ora alla complessità del tema, di cui si è accennato *retro*, questa deriva, oltre che da una forte connessione tra le differenti discipline del diritto (la disciplina dell’intermediazione finanziaria, quella bancaria, quella consumeristica..), anche dall’origine comunitaria della materia e dalla necessità di coordinare quest’ultima con la normativa interna, coordinazione non sempre così immediata; nonché dalla velocità con la quale i mercati si trasformano e necessitano di una legislazione adeguata alla velocità di questo cambiamento.

CAPITOLO I

L'EVOLUZIONE E LA DEFINIZIONE DEI CONFINI E DELLE FINALITÀ DELLA DISCIPLINA

SOMMARIO: 1.1. Perché l'esigenza di una disciplina speciale del diritto dei mercati mobiliari? – 1.2. I primi passi verso una normativa organica dell'intermediazione finanziaria: una breve analisi storica. – 1.2.1. L'evoluzione normativa: dal “*far west*” del sistema alla Legge n. 1/1991. – 1.2.2. L'evoluzione normativa: dalla Direttiva 93/22/CEE all'attuazione della Direttiva 2004/39/CE. – 1.2.3. La Direttiva 2014/65/UE. – 1.3. La definizione di trasparenza finanziaria. – 1.4. L'ambito di applicazione oggettivo: premessa. – 1.4.1. I prodotti finanziari. – 1.4.1.1. Gli strumenti finanziari. – 1.4.1.2. “Ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”. – 1.4.2. I servizi e le attività di investimento. – 1.4.3. I prodotti composti. – 1.4.4. L'ambito di applicazione oggettivo: conclusioni.

1.1. Perché l'esigenza di una disciplina speciale del diritto dei mercati mobiliari?

La materia di cui si discuterà in questo lavoro, è ora disciplinata in prevalenza dal D.L.vo 28 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza) e dalla normativa secondaria. Ci si chiede quale sia la ragione della necessità di una disciplina speciale. Perché non era sufficiente il codice civile, visto che, ad esempio, alcuni principi a cui rimanda la disciplina del testo unico si rifanno ai doveri di diligenza, correttezza e trasparenza (art. 21 T.U.F.), già presenti negli artt. 1175, 1176, 1337, 1375 del cod. civ.? Il punto di partenza del ragionamento deve essere questo.

Le ragioni, si suppone siano diverse, si tenterà di spiegarle andando con ordine.

Innanzitutto, i prodotti finanziari che vengono scambiati nei mercati (regolamentati o non), sono dei prodotti di non facile comprensibilità e caratterizzati da un elemento insito nella loro natura, il *rischio*. Non tutti i soggetti che vengono a contatto con tali prodotti (si pensi in genere ai risparmiatori) hanno la capacità di comprenderne pienamente il funzionamento e quindi si vengono a trovare in una posizione che necessita di protezione; a causa anche dell'asimmetria informativa, consistente nel dislivello informativo sussistente tra intermediari e clienti, dalla quale i primi potrebbero trarne dei vantaggi. Ne consegue che il rapporto tra le due parti contraenti del rapporto non è eguale, e da ciò l'insufficienza delle norme del cod. civ. e la necessità di una disciplina speciale che richieda un'informativa al cliente molto più esaustiva di quella che deriverebbe dalla sola applicazione delle norme

codicistiche. A conferma di quanto appena affermato, conviene la dottrina: “Là dove [...] un certo contratto ha ad oggetto un ‘bene finanziario’, e cioè un bene la cui unica ‘utilità’ consiste nella *chance* di un apprezzamento monetario – che [...] non è affatto rilevabile dal *quisque de populo*, postulando conoscenze ed *expertise* professionali –, la disciplina legale di diritto comune risulta insufficiente, e diviene pertanto necessario, per assicurare la funzionalità del mercato, istituire presidi di diritto speciale a tutela degli utenti (risparmiatori/investitori)”³.

“È allora il *rischio finanziario* il cuore dei prodotti finanziari. [...] Il significato dell’acquisto di un prodotto finanziario, [...] consiste nell’acquisto di un rischio. Meglio nell’*assunzione* di un rischio (cioè, di una *posizione finanziaria*). Dato che l’acquisto è solo un momento del consumo, allora si tratta di *consumo di rischi finanziari*. Il consumismo dei prodotti finanziari è consumismo di rischi finanziari”⁴. Assunta questa visione del rischio come oggetto dell’acquisto dei clienti-investitori-risparmiatori, si desidera ripetere, la necessità che essi debbano essere tutelati in maniera adeguata, tramite una disciplina speciale rivolta a questo fine.

Si aggiunga inoltre come tale “esigenza [appaia] tanto più urgente quando si tenga presente che la massima parte delle negoziazioni che avvengono sul mercato sono contrattazioni di massa ed impersonali per le quali gli strumenti del diritto comune (ad esempio, correttezza e buona fede) non trovano spazio”⁵; ed è per questo, che si può ritenere, che questi “strumenti del diritto comune” vengano richiamati nella disciplina speciale ed applicati anche in una fase antecedente a quella pre-contrattuale, non essendo possibile la loro applicazione nel momento vero e proprio dello scambio.

Inoltre un altro punto in base al quale si può spiegare la ragione della necessità di tale disciplina speciale, deriva dalla considerazione che gli interessi di cui questa si fa portatrice sono di natura, oltre che privata, anche pubblicistica. La stabilità ed il buon funzionamento del sistema finanziario che derivano dall’integrità dei mercati sono obiettivi di questa disciplina, che se raggiunti permettono la tutela del risparmio, protetto costituzionalmente⁶; oltre che

³ BARCELLONA E., *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 561.

⁴ Come da dattiloscritto che il Prof. Alberto Lupoi mi ha gentilmente fornito.

⁵ COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 5.

⁶ Art. 47 Cost.: “*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l’esercizio del credito. [...]*”.

all'interesse, già accennato, di matrice solidaristica (anch'esso stabilito costituzionalmente⁷), rivolto alla protezione dei diversi contraenti deboli (c.d. "*need of protection*").

È necessario ricordare che esiste anche per il settore bancario una disciplina speciale posta a tutela dei clienti. Questa disciplina nasce, come si avrà modo di discutere *infra*⁸, ancor prima di quella finanziaria, e trova nel D.L.vo 1° settembre 1993, n. 385, meglio conosciuto come Testo Unico Bancario, la sua migliore espressione. Anche questa disciplina speciale nasce da una sentita esigenza di difesa delle parti contraenti deboli nei rapporti bancari, costrette ad una contrattazione di massa, che le costringe ad aderire ad un modulo prestampato da parte della banca, soccombendo alla forza del potere contrattuale degli istituti bancari. Con il "TUB la contrattazione bancaria riceve una disciplina generale che, a differenza di quanto previsto nel codice civile, dà rilievo agli interessi dei singoli clienti e considera la trasparenza bancaria un elemento governante l'intero sistema"⁹.

Questi gli spunti da cui partire per analizzare una normativa tanto complessa quanto essenziale.

1.2. I primi passi verso una normativa organica dell'intermediazione finanziaria: una breve analisi storica

Innanzitutto, prima di approfondire il tema della trasparenza finanziaria, bisogna comprendere l'ambito nel quale essa opera (per poi successivamente delinearne meglio i confini). La trasparenza finanziaria infatti, si applica alla prestazione di servizi ed attività di investimento, che rientrano all'interno del segmento del "mercato mobiliare" definibile come quel "particolare segmento [del mercato finanziario] che riguarda in senso stretto le attività che hanno attinenza con il mercato dei capitali, diverse da quella bancaria, come definita e disciplinata dal TUB, e da quella assicurativa"¹⁰.

La materia di cui si discute rientra quindi nel diritto dei mercati mobiliari. "La disciplina giuridica del mercato mobiliare costituisce espressione di un complesso di filosofie normative, che si differenziano tra loro per le modalità, l'oggetto, il fine immediato dell'intervento legislativo, sebbene si trovino poi accomunate nell'obiettivo ultimo della

⁷ Art. 2 Cost.: "*La Repubblica riconosce e garantisce i diritti inviolabili dell'uomo, sia come singolo sia nelle formazioni sociali ove si svolge la sua personalità, e richiede l'adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà politica, economica e sociale*".

⁸ Cap. I, par. 1.3.

⁹ PICCININI V., *I rapporti tra banca e clientela: asimmetria e condotte abusive*, Padova, 2008, p. 28.

¹⁰ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 9.

protezione dell'investitore e della funzionalità del mercato"¹¹. Come altra dottrina ha evidenziato, "lo scenario di insieme è davvero scenario multiforme di fenomeni complessi"¹², tale da richiedere una significativa esigenza di tutela degli investitori, che nel mercato pongono la loro fiducia. Tale tutela: "è parola che in ogni caso acquista un significato utile soltanto quando trova riscontro nell'osservanza di regole di *correttezza* dell'agire di mercato che [...] si aggiungano a quante già prescrive la regola di 'sana e prudente gestione' di qualsiasi valore patrimoniale consegnato all'industria dei servizi finanziari. E naturalmente la *trasparenza* di soggetti e attività è fattore decisivo per valutare la soglia di affidabilità dei singoli comparti di un qualsiasi mercato"¹³.

In questo e nei prossimi paragrafi si tenterà di offrire al lettore, una "visione d'insieme" della normativa riguardante la correttezza e la trasparenza dei comportamenti degli intermediari finanziari. Verranno presi in considerazione gli aspetti centrali dell'evoluzione della disciplina degli ultimi decenni, non certo con la presunzione di presentare un riassunto di tutta la normativa ormai "storica" ma con la finalità di interpretare la normativa vigente alla luce di quella passata.

Fino agli anni sessanta del secolo scorso, l'ordinamento italiano del mercato mobiliare risultava essere arretrato rispetto ad altri sistemi; il solo protagonista del palcoscenico del "mercato borsistico" era stato per anni l'agente di cambio, che operava principalmente secondo la disciplina codicistica del mandato¹⁴.

A partire dagli anni settanta, sviluppatosi in maniera massiccia poi anche negli anni ottanta, prese avvio il fenomeno di massa ed "inarrestabile" della sempre maggiore diffusione ed offerta di *titoli atipici*, che rendevano evidente la necessità di una disciplina di protezione degli investitori, la quale era sentita dagli esperti del settore in maniera quasi unanime: "Su un punto sembrava esserci l'accordo generale, cioè sulla necessità che il legislatore, preso atto della grande diffusione di raccolte atipiche, intervenisse in qualche modo con una regolamentazione"¹⁵ od ancora "aspirano a una disciplina legislativa, quanto meno sotto il

¹¹ FERRARINI G., *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1982, I, 215.

¹² BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, p. 2.

¹³ *Ivi*, p. 8.

¹⁴ Per un approfondimento storico sul tema, non trattato in maniera organica in questo scritto, si richiama: ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari: l'esperienza francese, inglese e italiana*, Milano, 1993; BESSONE M., *I mercati mobiliari*, *op. cit.*; COSTI R., *Il mercato mobiliare*, *op. cit.*; SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004.

¹⁵ ASCARELLI F., *Cronache legislative e documentazione. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1983, I, 404.

profilo del controllo, le società che emettono titoli e certificati di massa diversi dalle azioni e dalle obbligazioni”¹⁶.

È con il Decreto Legge 8 aprile 1974, n. 95, poi convertito nella Legge 7 giugno 1974, n. 216, che si manifestò il primo punto di svolta. Venne costituita la Commissione nazionale per le società e la borsa (abbreviata CONSOB), autorità amministrativa indipendente, alla quale furono delegati due compiti fondamentali: “il controllo sulla Borsa” ed “il controllo sugli emittenti quotati in borsa” al fine di “assicurare trasparenza e correttezza di informazioni per il pubblico degli investitori”¹⁷.

Tale passo in avanti però, lasciava ancora delle lacune nella normativa, che in parte vennero colmate con la Legge 23 marzo 1983, n. 77, la quale “segna[va] l’ampliamento dell’intervento della Consob ad attività non necessariamente connesse o correlate con la Borsa, e dunque [poteva] a giusto titolo considerarsi il primo vero momento in cui si [assisteva] all’emanazione di una disciplina tendenzialmente rivolta al mercato mobiliare in quanto tale”¹⁸.

In secondo luogo con questa legge, si introdusse e disciplinò anche nell’ordinamento giuridico interno l’istituto del fondo comune mobiliare aperto, il primo tipo di investitore istituzionale; in questo modo “il nostro mercato mobiliare poteva così avvalersi, per la prima volta, di un intermediario capace di raccogliere grandi masse di risparmio e di provvedere alla sua gestione in monte secondo criteri di competenza e di diversificazione degli investimenti”¹⁹.

Un’ultima considerazione si riferisce all’introduzione di una disciplina generale della “sollecitazione al pubblico risparmio”, con la definizione all’art. 1/18-*bis* della Legge n. 216/1974, modificata con la Legge n. 77/1983, di “valore mobiliare”, e con l’attribuzione alla CONSOB del compito di controllo sulla sollecitazione al pubblico risparmio di valori mobiliari²⁰.

È con la Legge 6 giugno 1985, n. 281 che finalmente si raggiunse “il punto di arrivo della riforma introdotta con la l. n. 216 del 1974, [infatti la L. n. 281 del 1985] definisce il quadro istituzionale entro cui opera la Consob, chiarisce alcuni aspetti importanti della sua organizzazione, accentua i poteri conoscitivi, amplia i mezzi e l’ambito di acquisizione dell’informazione [...]. Senza dubbio la legge riconosce in modo che non si saprebbe

¹⁶ CAMMARANO G., *Tutela del risparmio e fondi comuni di investimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1982, I, 507.

¹⁷ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 10.

¹⁸ *Ivi*, p. 11.

¹⁹ COSTI R., *Il mercato mobiliare*, op. cit., p. 25.

²⁰ Si rimanda alla nota n. 35.

immaginare più chiara autonomia piena all'istituzione, il potere cioè dell'istituzione di darsi anzitutto il proprio ordinamento e di collocarsi con potestà decisorie al vertice della funzione di controllo del sistema"²¹. Infatti con quest'ulteriore passaggio, la CONSOB acquisì la personalità giuridica ed il suo controllo venne esteso "pressoché su tutto il mercato mobiliare"²².

Certamente, anche se molti passi in avanti vennero intrapresi con le leggi sopra richiamate, ed i commenti della dottrina ne sono una delle molte prove, si dovrà attendere ancora per una disciplina organica di sistema. Si intende quindi, nei prossimi paragrafi, continuare il percorso di ricerca²³.

1.2.1. L'evoluzione normativa: dal "far west" del sistema alla Legge n. 1/1991

Un primo "embrione"²⁴ della disciplina relativa alla correttezza ed alla trasparenza dei comportamenti delle "società di intermediazione mobiliare"²⁵ (ai tempi le uniche autorizzate all'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare nei confronti del pubblico), si ebbe per l'ordinamento italiano con la Legge 2 gennaio 1991, n. 1, "*Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*", meglio conosciuta come Legge S.I.M. (rimasta in vigore fino al 31/08/1996)²⁶. Infatti "fino all'emanazione [di tale legge] l'attività di intermediazione mobiliare sfuggiva ad una regolamentazione compiuta e sistematica, evocando negli interpreti l'immagine del *far west*"²⁷. Ed ancora, così altra dottrina, accolse l'emanazione della nuova legge: "Sebbene la disciplina del mercato mobiliare risulti ancora incompleta e si preannuncino nuovi interventi del legislatore, non vi è dubbio che la legge n. 1/1991 abbia realizzato la prima sistemazione

²¹ PIGA F., *Nuovi profili dell'ordinamento del mercato mobiliare e la posizione della Consob*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1986, I, 291.

²² *Ivi*, 295.

²³ Per un approfondimento più specifico ed una "visione globale" del mercato finanziario italiano alla fine degli anni '80, si rimanda alla lettura di COSTI R. (a cura di), *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80*, Milano, 1990.

²⁴ LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, p. 242.

²⁵ Ai sensi dell'art. 6 della L. n. 1/1991.

²⁶ Sulla discussione di tale legge, si richiamano, tra i tanti: CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992; DI MAJO A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1993, I, 290; GANDINI C., *La nozione di intermediazione mobiliare*, in *Contr. e impr.*, 1992, 131.

²⁷ SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, op. cit., p. 15.

organica di un complesso di regole frammentarie e tra loro non agevolmente coordinabili, particolarmente per quanto concerne i soggetti che operano sul mercato mobiliare, i servizi da questi offerti al pubblico dei risparmiatori, le modalità di svolgimento della loro attività, il regime di vigilanza per essi previsto: in altri termini per quanto concerne il settore della c.d. intermediazione mobiliare²⁸; “la portata della legge SIM è stata, dunque, dirompevole in quanto ha spostato l’attenzione normativa dalla disciplina dell’atto alla disciplina dell’attività di intermediazione complessivamente considerata”²⁹.

Si potrebbe pensare che l’accoglimento positivo della Legge S.I.M. da parte della dottrina fosse unanime, ma così non fu. Certamente non con indulgenza si espresse una dottrina, affermando: “La disciplina è *ictu oculi* sovrabbondante e farraginosa e denota un legislatore fondamentalmente restio alla misura. [...]. La legge si caratterizza come esempio insano di un modello legificante che dovrebbe essere ormai tramontato: una miscela mal composta di tecnica scadente al servizio di un intento di completezza a tutti i costi”³⁰. Ed ancora di pari avviso, altra dottrina, in questo caso, a differenza della prima, con una visione più globale, riferendosi al quadro normativo generale del mercato finanziario di quegli anni: “I fatti parlano. È un panorama imponente. Ma è una concrezione alluvionale di norme legislative e sub-legislative; al giurista occorrerà tempo e lavoro per cominciare a vederci chiaro”³¹.

Tornando ora all’analisi della Legge S.I.M, ed in particolare all’art. 6, rubricato “*Principi generali e regole di comportamento*”, questo introdusse finalmente l’obbligo per le società di intermediazione mobiliare di comportarsi con *diligenza, correttezza e professionalità* nella cura dell’interesse del cliente; oltre ad imporre all’intermediario il rispetto di determinati obblighi informativi (anche definiti “*duty of disclosure*”), tra i quali si ricordano in particolare: la stipulazione di un contratto scritto nel quale fossero indicati la natura dei servizi forniti e le modalità di svolgimento dei servizi stessi (c.d. “contratto-quadro”); nonché l’acquisizione preventiva di determinate informazioni sulla situazione finanziaria del cliente rilevanti ai fini dello svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare. Inoltre si prevedeva che l’intermediario fosse tenuto a fornire un’informazione continua al proprio cliente durante tutto il rapporto contrattuale, doveva infatti informarlo sulla natura e sui rischi delle operazioni, sulle loro implicazioni e su qualsiasi atto, fatto o

²⁸ GANDINI C., *La nozione di intermediazione mobiliare*, op. cit., 134 e ss.

²⁹ SALVATORE M., *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004.

³⁰ CASTRONOVO C., *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1993, I, 309.

³¹ MINERVINI G., *Il controllo del mercato finanziario. L’alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 15.

circostanza necessari per prendere consapevoli scelte di investimento o di disinvestimento. Oltre ad obblighi, in capo all'intermediario vennero previsti dei divieti quali quello di consigliare o effettuare operazioni con frequenza non necessaria e di dimensioni eccessive in rapporto alla situazione finanziaria del cliente, o ancora il divieto per l'intermediario di effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se lo stesso si fosse trovato direttamente o indirettamente in una posizione di conflitto d'interesse, a meno che questa situazione non fosse stata comunicata per iscritto al cliente e questo, in seguito a tale *disclosure*, avesse preventivamente ed espressamente acconsentito per iscritto all'effettuazione dell'operazione³².

La necessità di una regolamentazione della condotta degli intermediari e dell'eventuale sussistenza di conflitti d'interesse era (ed è tuttora) dettata "dall'affermarsi [...] di un concetto di polifunzionalità nell'esercizio dell'attività con il conseguente emergere di problematiche specifiche. [...]. L'opzione di fondo per la plurifunzionalità dell'intermediario reca con sé, inevitabilmente, il problema di disciplinare la condotta, da un lato al fine di sterilizzare possibili interferenze tra lo svolgimento delle diverse funzioni; dall'altro, al fine di dettare, per ciascuna attività, regole definite, sottraendole alla mera applicazione del diritto comune"³³.

Si può quindi evincere da quanto discusso *retro*, come "con l'espressione «regole di condotta» (o il sinonimo «regole di comportamento» [espressioni che verranno utilizzate più volte nell'arco di questo lavoro] ci si riferisc[a] al sistema di norme, di fonte primaria e secondaria, che, a ragione della specificità dei contratti aventi ad oggetto i servizi e le attività di investimento, delineano una disciplina speciale in punto di obblighi pre-contrattuali e contrattuali in capo agli intermediari stessi"³⁴.

Per quanto riguarda la Legge S.I.M. è importante ricordare anche l'art. 9, "*Vigilanza sulle società di intermediazione mobiliare*", il quale specificava quanto già disciplinato all'art. 6 e prevedeva che la vigilanza sulle società di intermediazione mobiliare fosse esercitata dalla CONSOB per quanto riguardava gli obblighi di informazione e correttezza e la regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari³⁵. Inoltre la CONSOB, d'intesa con la Banca

³² Cfr.: COLTRO CAMPI C., *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari: commento alla L. 2 gennaio 1991, n. 1*, Torino, 1991, pp. 35 e ss.

³³ ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari: l'esperienza francese, inglese e italiana*, cit., pp. 256 e ss.

³⁴ LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., p. 241.

³⁵ Il significato di "valore mobiliare" è mutato negli anni; dapprima si ricorda la già citata L. n. 77/1983 (modificativa della L. n. 216/1974) che gli attribuiva un significato molto esteso che "qualificava il gran numero

d'Italia, veniva delegata a determinare, con proprio regolamento, le regole di comportamento che le società di intermediazione mobiliare dovevano osservare nello svolgimento delle attività per le quali erano autorizzate (conformemente ai principi enunciati nell'articolo 6). In virtù di tale delega venne emanato, per la materia qui d'interesse, il Regolamento CONSOB n. 5387/1991 “*Approvazione del regolamento disciplinante l'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare*”.

1.2.2. L'evoluzione normativa: dalla Direttiva 93/22/CEE all'attuazione della Direttiva 2004/39/CE

È importante evidenziare come questa evoluzione normativa mirante ad attribuire rilevanza al comportamento degli intermediari, vide a cavallo tra gli anni ottanta e novanta in generale in tutta l'Europa un'importante stagione di riforme; seguita nei successivi decenni da due importanti direttive: la Direttiva 93/22/CEE e la più pervasiva Direttiva 2004/39/CE, le quali avevano anche, ma non solo, la funzione di “uniformare a livello europeo la normativa”³⁶.

Per quanto concerne la Direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento (anche conosciuta come ISD da *Investment Services Directive*), si evidenzia in particolare l'art. 11, riservato alle regole di condotta, che richiese agli Stati membri di elaborare le norme di comportamento che le imprese di investimento avrebbero dovuto osservare in permanenza.

Tali norme dovevano porre in atto almeno i seguenti principi, che l'impresa di investimento doveva rispettare (dovendo essere applicate da parte della stessa in modo da tenere conto della natura professionale della persona a cui era fornito il servizio):

- agire (l'impresa d'investimento), nell'esercizio della sua attività, in modo *leale* ed *equo*, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato;
- agire con la *competenza*, l'*impegno* e la *diligenza* necessari, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato;

dei documenti e degli interessi patrimoniali caratterizzati dall'essere attività «finanziarie» (così: BESSONE M., *I mercati mobiliari, op. cit.*, p. 50). In seguito, il concetto di “valore mobiliare” con la Direttiva 93/22/CEE è stato preferito da quello di “strumento finanziario” e rimane ora nell'ordinamento solo con il significato delineato all'art. 1, comma 1-*bis* del T.U.F.

³⁶ BONTEMPI P., *Diritto bancario e finanziario*, Milano, 2014, p. 485.

- disporre delle risorse e delle procedure necessarie per portare a buon fine le sue attività, e ad utilizzarle in modo efficace;
- informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerneva i servizi richiesti;
- trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i suoi clienti;
- sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non fosse stato possibile, a provvedere a che i suoi clienti fossero trattati in modo equo;
- conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'integrità del mercato³⁷.

Da una breve analisi dell'elaborazione di parte dell'art. 11 citato, emerge la similarità tra la normativa di rango europeo e il già al tempo vigente art. 6 della Legge S.I.M., che però non teneva in considerazione il cosiddetto “principio di graduazione della tutela”³⁸ e “non aveva utilizzato nei termini auspicabili la c.d. tecnica della delegificazione, considerata una priorità in un settore in rapida evoluzione come quello finanziario”³⁹.

Al fine quindi di riorganizzare la materia, rimediando alle mancanze sopra elencate, venne emanato il D.L.vo 23 Luglio 1996, n. 415 (meglio conosciuto come decreto Eurosim⁴⁰), grazie alla delega di cui all'art. 21 della Legge 6 febbraio 1996, n. 52. Per quanto riguarda la normativa secondaria, la CONSOB emanava il Regolamento n. 10943/1997.

Si desidera notare come il decreto Eurosim costituisse “una vera e propria palestra per l'interprete, in cui si associa[va] alla discrezionalità del legislatore la discrezionalità dell'interprete”⁴¹.

Primo cambiamento importante a cui portò questo decreto legislativo fu la sostituzione della nozione di “attività di intermediazione mobiliare” con quella di “servizi di investimento”, ai sensi dell'art. 1, terzo comma. Così la dottrina accoglieva questa novità: “così non si parla più di «attività di intermediazione mobiliare», ma di «servizi di investimento», e queste sono le attività che hanno per oggetto non più valori mobiliari ma

³⁷ Ai sensi dell'art. 11 della Direttiva 93/22/CEE.

³⁸ Si rimanda per l'approfondimento di questo concetto *infra* (cap. II).

³⁹ SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, op. cit., p. 23.

⁴⁰ In merito si rimanda a: CAMPOBASSO G. (a cura di), *L'Eurosim: D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415: commentario*, Milano, 1997.

⁴¹ CAPRIGLIONE F., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: Commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, Padova, 1997, p. 121.

«strumenti finanziari»; infine i soggetti cui viene riservato, oltre che alle banche, l'accesso all'esercizio di tali servizi sono definiti imprese di investimento, anche se per quelle, di queste ultime, che hanno sede in Italia viene curiosamente mantenuta la qualificazione di «Società di intermediazione mobiliare», pur essendo stata abbandonata la nozione di intermediazione mobiliare ed emarginata quella di valore mobiliare»⁴².

Per quanto riguardava le regole di condotta delle ora in generale “imprese d'investimento” e delle banche, esse a norma dell'art. 17 “*Criteri generali*” del decreto Eurosim nella prestazione dei servizi previsti dal decreto dovevano:

- a) comportarsi con *diligenza, correttezza e trasparenza*, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi fossero sempre adeguatamente informati;
- c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- d) disporre di risorse e di procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sugli strumenti finanziari e sul denaro affidati⁴³.

Quindi si può affermare, sulla scia della dottrina come: “Sulla scorta dell'esame delle norme sin qui compiuto, si osserva che il decreto si pone[va] come tappa fondamentale per la *razionalizzazione* del settore dell'intermediazione mobiliare e dei mercati finanziari. Il recepimento dei principi contenuti nella direttiva europea, la buona fattura tecnica del provvedimento, l'ampio spazio lasciato alla flessibilità della normativa secondaria [si ponevano] quali solidi presupposti per un reale processo di crescita”⁴⁴.

Finalmente dopo anni di attesa, venne quindi emanato il D.L.vo 28 febbraio 1998, n. 58, il Testo Unico della Finanza. L'emanazione del T.U.F., fu un momento di svolta nella storia del mercato finanziario italiano, che portò con sé un riordino della legislazione al tempo vigente ed un forte sviluppo della normativa regolamentare ad opera della CONSOB.

⁴² COSTI R., *Il mercato mobiliare*, cit., p. 120.

⁴³ Ai sensi dell'art. 17, primo comma del D.L.vo n. 415/1996.

⁴⁴ ZITIELLO L., *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Società*, 1996, 1027.

L'art. 21 del T.U.F., rubricato “*Criteri generali*”, era ed è tuttora il punto cardine della disciplina delle regole di comportamento degli intermediari finanziari, ma è da sottolineare anche come gran parte della materia venne e viene demandata alla normativa secondaria (ossia ai Regolamenti CONSOB), la quale ovviamente non può essere in contrasto con le fonti ad essa superiori, anche se talvolta l'interpretazione di tali fonti non appare così chiara.

Il motivo di tale delega si è potuto ravvisare nel permettere di “evitare una ingessatura del sistema, assicurando un continuo aggiornamento del quadro normativo di riferimento, in armonia con l'evoluzione dei mercati finanziari”⁴⁵. L'attuazione del T.U.F. in sede di normativa secondaria avvenne attraverso il Regolamento CONSOB n. 11522/1998, meglio noto come vecchio Regolamento Intermediari (che sarebbe stato successivamente modificato tramite molteplici delibere di aggiornamento).

Negli anni che seguirono, si assistette in Europa, al sorgere di molteplici “istanze comunitarie di armonizzazione delle regole di condotta di cui all'art. 11 Direttiva ISD”⁴⁶, di modo che le Autorità di controllo dei mercati borsistici europei istituirono la FESCO (acronimo di *Forum for European Securities Commissions*), nel dicembre del 1997 a Parigi, la quale aveva “quale finalità specifica, tra l'altro, di consentire ai propri membri di cooperare per l'attuazione del mercato interno europeo nel settore dei servizi finanziari, elaborando norme comuni relativamente allo svolgimento dei servizi finanziari”⁴⁷. Tra i documenti prodotti da quest'Autorità è rilevante ricordare il documento “*Implementation of article 11 of the ISD: Categorisation on investors for the Purpose of Conduct of Business Rule*” (“*Classificazione degli investitori ai fini delle norme di comportamento*”) del marzo 2000, che tratta l'applicazione dell'art. 11 della Direttiva ISD, riferendosi in particolare al c.d. “principio di graduazione della tutela”⁴⁸.

La stessa Commissione Europea precedentemente, nel maggio 1999, aveva proceduto all'approvazione del *Financial Services Action Plan* (abbreviato FSAP) avente l'obiettivo di integrare i mercati finanziari europei tramite l'emanazione di successivi provvedimenti normativi.

Tra le direttive rientranti nel FSAP quella che sicuramente riveste maggiore importanza e che potrebbe avere degli impatti sull'operatività dei mercati finanziari e dei suoi

⁴⁵ SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, op. cit., p. 30.

⁴⁶ LENER R. e LUCANTONI P., *Commento all'art. 21*, in FRANTINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 375.

⁴⁷ SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, op. cit., pp. 56 e ss.

⁴⁸ Tale documento è disponibile su: <<http://www.esma.europa.eu>> [Data di accesso: 15/05/2014].

operatori è la nuova direttiva 2004/39/CE sui mercati degli strumenti finanziari, meglio conosciuta come MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*).

Ancora sul dibattito di cui sopra, attinente all'applicazione dell'art. 11 della Direttiva ISD, si vuole richiamare la Comunicazione della Commissione del 14 novembre 2000, n. 722 "*The application of conduct of business rules under article 11 of the investment services directive (93/22/EEC)*" ("*Applicazione delle norme di comportamento di cui all'articolo 11 della direttiva relativa ai servizi di investimento (93/22/CEE)*"); che afferma, in un inciso: "*Integrated and efficient EU financial markets are of central importance both for the proper functioning of the European economy as a whole, and more particularly for the shift to a knowledge-based economy. 'Facilitating the successful participation of all investors in an integrated market' was listed as a priority by Heads of State and Government at Lisbon. This Communication contributes to that aim. The Financial Services Action Plan identified one potential barrier to such participation as uncertainty over how exactly the provisions of Article 11 of the Investment Services Directive should be applied in practice. The present Communication is set in the broader context of the broad consultation exercise on the shape of possible formal amendments to the ISD*"⁴⁹.

Nel 2001, la FESCO venne sostituita dal CESR (acronimo per *Committee of European Securities Regulators*), che proseguì il compito della FESCO per quanto riguardava lo "studio dell'armonizzazione delle *conducts of business*"^{50 51}.

Successivamente nel 2004, dopo tutti i passaggi descritti, la Commissione Europea emanò la Direttiva 2004/39/CE, appena sopra richiamata, che abrogò la precedente Direttiva 93/22/CEE. Due gli obiettivi di questa Direttiva che si vogliono in particolare riprendere:

- l'obiettivo di armonizzazione della normativa di intermediazione finanziaria per i diversi Paesi appartenenti all'Unione Europea;

⁴⁹ Così l'inciso nella traduzione italiana: "*L'integrazione e l'efficienza dei mercati finanziari dell'UE sono di importanza capitale sia per il buon funzionamento dell'economia europea nel suo insieme, sia, in particolare, per il passaggio ad un'economia fondata sulla conoscenza. Favorire la positiva partecipazione di tutti gli investitori ad un mercato integrato' figura tra le priorità indicate dai capi di Stato e di governo al vertice di Lisbona. La presente comunicazione intende contribuire al conseguimento di tale obiettivo. Il Piano d'azione per i servizi finanziari cita, tra gli ostacoli potenziali alla partecipazione di tutti gli investitori, l'incertezza che regna sull'applicazione pratica delle disposizioni dell'articolo 11 della direttiva relativa ai servizi d'investimento (DSI). La presente comunicazione va situata nel contesto dell'ampio processo di consultazione sulle eventuali modifiche da apportare alla DSI*".

⁵⁰ FRANTINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, op. cit., p. 377.

⁵¹ Si rimanda in materia alla lettura dei due documenti CESR: aprile 2002, riferimento CESR/01-014d, *A European Regime for Investor Protection. The Harmonization of Conduct of Business Rules*; CESR, luglio 2002, rif. CESR/02-098b, *A European Regime for Investor Protection. The professional and the Counterparty Regimes*. Questi documenti sono disponibili su: <<http://www.esma.europa.eu>> [Data di accesso: 1/06/2014].

- la volontà di migliorare e rafforzare il sistema di tutela degli investitori, quali parti contraenti deboli dei diversi intermediari, tramite obblighi informativi e regole di trasparenza stringenti, oltre a regole di condotta uniformi ed un controllo degli intermediari stessi da parte delle Autorità di Vigilanza; quest'obiettivo inoltre si legava a quello che aveva per oggetto il consolidamento dell'integrità, dell'efficienza e della trasparenza dei mercati.

Questi obiettivi sono inoltre ricavabili anche direttamente dai Considerando (1° e 2° della Direttiva), che in generale “anteposti a preambolo delle direttive ne illustrano lo spirito”⁵², secondo i quali, essa si proponeva di assicurare “[...] *il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità [...] sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine*”.

La disciplina della Direttiva MiFID venne poi, in considerazione della procedura “Lamfalussy”⁵³, meglio specificata con le misure di secondo livello, la cui più importante per il tema trattato fu la Direttiva 2006/73/CE “*recante le modalità di esecuzione della Direttiva 2004/39/CE per quanto riguardava i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento*”.

Per quanto concerne l'ordinamento italiano, il recepimento della Direttiva MiFID venne attuato con il D.L.vo 17 settembre 2007, n. 164, che modificò profondamente il T.U.F.; si ricorda in questa sede, l'art. 5, primo e secondo comma del T.U.F., secondo il quale la CONSOB è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari e tale competenza ha come obiettivi cardine:

- a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario;
- b) la tutela degli investitori;
- c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario;
- d) la competitività del sistema finanziario;
- e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.

⁵² CAPRIGLIONE F., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: Commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM, op. cit.*, p. 119.

⁵³ La cosiddetta procedura “Lamfalussy”, chiamata così in onore del Presidente del comitato che l'ha ideata, Alexandre Lamfalussy, fu introdotta nel 2001; essa consiste in una nuova modalità di elaborazione delle Direttive comunitarie che prevede quattro livelli: il primo consiste nella stessa Direttiva, la quale è approvata dal Consiglio e dal Parlamento Europeo, il secondo reca con sé le modalità di esecuzione e viene attuato dalla Commissione Europea, il terzo ed il quarto livello invece, recepiscono, il primo rispettivamente in maniera generale ed il secondo per singole disposizioni, le misure della Direttiva nell'ordinamento interno.

Inoltre, la CONSOB, in attuazione del suo compito di delegificazione, emanò il Regolamento n. 16190/2007, cosiddetto “nuovo Regolamento Intermediari”, di fondamentale importanza anch’esso nello studio delle regole alla base della trasparenza finanziaria⁵⁴.

Un altro evento che è importante rilevare, consiste nella sostituzione del CESR, avvenuta il 1° gennaio 2011 con la nuova Autorità nominata ESMA (acronimo per *European Securities and Markets Authority*).

Si avrà modo di approfondire diffusamente, in questo lavoro, la recente normativa, quindi si rimanda ai capitoli successivi l’analisi della stessa.

1.2.3. La Direttiva 2014/65/UE

Un breve accenno, prima di definire la trasparenza finanziaria, merita la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee, lo scorso 12 giugno, della Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014, meglio conosciuta come MiFID II (da alcuni definita anche “MiFID Review”). Questa Direttiva, sarà recepita negli Stati membri entro il 3 luglio 2016 ed entrerà in vigore entro il 3 gennaio 2017.

Tra le novità, che più interessano per l’argomento trattato, vi è quella di un rafforzamento della tutela degli investitori; queste novità principali verranno però delineate nelle *Conclusioni* di questo scritto, potendole apprezzare del tutto solamente *infra*.

1.3. La definizione di trasparenza finanziaria

“La trasparenza è anche nozione attinente alle informazioni contrattuali, soprattutto relative a determinate categorie di contratti (bancari, finanziari), in cui la complessità e tecnicità (e dunque la non facile comprensione) delle condizioni contrattuali pongono una parte (il cliente, l’investitore) in una posizione di debolezza. Il legislatore interviene prevedendo a carico della controparte (banca, intermediario finanziario) il necessario rispetto di parametri di trasparenza e pubblicità (ingl. *disclosure*, ‘rivelazione’), che si estendono dalla fase precontrattuale [ma non solo, essi infatti si estendono anche nella fase anteriore a quella

⁵⁴ Sul recepimento della Direttiva MiFID nell’ordinamento interno, si citano (tra i tanti): CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, investitori, mercati: il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008; DE POLI M. (a cura di), *La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009.

precontrattuale] sino a quella di esecuzione, in modo da garantire una piena consapevolezza del cliente in ordine al contratto”⁵⁵. Così il dizionario di Economia e Finanza Treccani, descrive il termine ‘trasparenza’ (nel significato che più interessa per il tema trattato in questo lavoro, infatti si sottolinea come il concetto di ‘trasparenza finanziaria’ non abbia un significato univoco).

Quindi, esaminando quanto sopra riportato ed integrandolo (perché si ritiene che la trasparenza includa anche le regole di comportamento dell’intermediario), la trasparenza finanziaria, che si applica alla prestazione di servizi ed attività di investimento, innanzitutto, è una *necessità* che intercorre in genere tra l’intermediario ed il cliente (si vedrà, nel prossimo capitolo, come tale tutela sia graduata in relazione al tipo di cliente-investitore, infatti rilevando il profilo soggettivo dei clienti, essi sono suddivisi in base a tre classi: controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio; in particolare in questo paragrafo ci si sta riferendo principalmente ai clienti al dettaglio).

Quello che ci si potrebbe ora chiedere è il perché il significato di trasparenza finanziaria che si vuole delineare sia connesso a quello di *necessità*, ossia di “*esigenza assoluta*”, “*bisogno*”. Il perché è evidente se si tiene in considerazione il fatto che le posizioni, nella maggior parte dei casi (si tratteranno nel proseguo le esclusioni), in cui si trovano l’intermediario ed il cliente sono differenti: l’intermediario è a conoscenza di una quantità e qualità di informazioni nell’ambito del rapporto pre-contrattuale e contrattuale superiori rispetto a quelle che può vantare il cliente, ossia sussiste una situazione di asimmetria informativa, ed in certi casi può presentarsi anche un conflitto d’interessi tra lo stesso intermediario ed il proprio cliente. È quindi essenziale che vi sia una disciplina, che tenga in considerazione tali problematiche e che possa tutelare il cliente (cosiddetto “contraente debole”) nei confronti di eventuali comportamenti da parte dell’intermediario che possano portarlo a ledere dolosamente o meno la posizione del proprio cliente.

Bisogna essere consapevoli, a rischio di essere ripetitivi, del fatto (accennato sopra) che il termine “trasparenza” è “polisenso, con significati di dettaglio che si debbono di volta in volta accertare in relazione agli specifici effetti a cui con esso si alluda, il termine «trasparenza» fa riferimento in modo metaforico ad una qualità, ad un modo di essere, che si contrappone alla «opacità», alla illeggibilità, alla indecifrabilità, oppure alla scarsa leggibilità, alla scarsa decifrabilità, o addirittura alla decettività di (*i*) un documento, un bilancio, un prospetto, un contratto, una clausola contrattuale o un frammento di clausola, un allegato ad

⁵⁵ Disponibile su <[22](http://www.treccani.it/enciclopedia/trasparenza_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/> [Data di accesso: 5/05/2014].</p></div><div data-bbox=)

un contratto; di (ii) un assetto proprietario, riferito prevalentemente alla titolarità di azioni societarie; di (iii) una operazione economica; di (iv) un comportamento tenuto da soggetti che rivestono un ruolo importante, uno status, o sono investiti di un potere, come accade per gli amministratori di società, per attività di una holding; di (v) *un comportamento tenuto da parti contrattuali nella fase precedente alla conclusione di un contratto, nella fase della conclusione o nella fase di esecuzione del contratto*, e così via. In ambito contrattuale il termine «trasparenza» implica [quindi] chiarezza contrapposta ad opacità, correttezza contrapposta a slealtà, rivelazione contrapposta a celamento, informazione contrapposta ad ignoranza⁵⁶.

È importante evidenziare come la trasparenza abbia avuto un'origine bancaria (si ricorda come essa si applichi “alle operazioni ed ai servizi bancari e finanziari”, disciplinati ai sensi del titolo VI del Testo Unico Bancario). La trasparenza bancaria è stata per la prima volta disciplinata con la Legge 19 febbraio 1992, n. 154, “*Norme per la trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*”, anche se fin dagli anni ottanta si sentiva l'esigenza di una disciplina che andasse in tal senso. Una definizione di trasparenza bancaria, che tenga conto dell'evoluzione normativa degli ultimi trent'anni, è la seguente: “Dall'originaria idea di una trasparenza informativa *stricto sensu*, da intendersi quale necessità di assicurare al cliente una informazione chiara, completa ed adeguata relativa alle operazioni e servizi bancari e finanziari offerti dalla banca, si è sempre più affermata l'esigenza di una trasparenza conformativa del contenuto e della forma dei contratti bancari volta a (ri)equilibrare il rapporto tra banca e cliente⁵⁷. Una tale definizione tiene quindi in primaria considerazione il “rapporto banca-cliente” e presenta come funzione quella di tutelare il contraente debole del rapporto.

Come già sopra affermato, anche la definizione di trasparenza finanziaria si basa sulla necessità di tutelare il cliente, ma sembra questa necessità essere più forte rispetto a quella bancaria. Bisogna infatti sottolineare che la necessità di una maggior tutela è collegata alla natura stessa più complessa dei prodotti finanziari (rispetto a quelli strettamente bancari), infatti “i prodotti finanziari collocati e/o negoziati sui mercati sono sovente prodotti strutturati, complessi, di difficile comprensione⁵⁸; a volte, perfino, gli stessi non risultano e

⁵⁶ ALPA G. e GAGGERO P., *Trasparenza bancaria e contratti del consumatore*, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. I, Padova, 2010, pp. 77 e ss.; (il corsivo è nostro).

⁵⁷ CIVALE F. (a cura di), *La trasparenza bancaria. Rapporto banca-cliente e forme di tutela*, Milano, 2013, p. 7.

⁵⁸ SARTORI F., *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2009, 95.

bisogna dire “pericolosamente!” pienamente comprensibili nemmeno agli operatori del settore. Non solo questo però. Un altro aspetto fondamentale che differenzia la trasparenza finanziaria da quella bancaria è il *rischio*. Rischio presente nei prodotti finanziari, non invece in quelli strettamente bancari (si pensi ad esempio ad un conto corrente).

La parola *rischio* può essere riempita di molteplici significati. Non ha un significato univoco, può essere interpretato come un evento la cui probabilità di accadimento può essere misurata sia oggettivamente che soggettivamente⁵⁹, fatto sta che è un evento che può accadere, vi è quindi una probabilità, che può essere bassa, media o alta che accada; e se questa probabilità si manifesta, le conseguenze per alcuni risparmiatori possono essere disastrose (rischio di perdere tutto il capitale investito o anche una somma superiore allo stesso). Sulla scia di questo ragionamento quindi “occorre pensare ai mercati finanziari quali spazi multidimensionali, nelle varie dimensioni si agitano rischi finanziari dalle nature più diverse, essi migrano da una dimensione all’altra grazie all’intervento di una sorta di ‘mutazione’, che gli consente di accedere a dimensioni altrimenti loro precluse. [...]. Il consumatore può non essere al corrente della dimensione al quale appartiene il prodotto finanziario che consuma (dunque la natura del rischio), perché anche chi lo colloca non è a conoscenza. Ma l’ignoranza non elimina il rischio. [...]. Il consumismo di prodotti finanziari riguarda [...] il fenomeno del poter perdere o guadagnare del denaro cioè dell’*investimento*”⁶⁰.

Quanto appena detto, a riguardo della finalità di tutela della disciplina, si deve però meglio specificare in quanto “soprattutto nel campo finanziario, le regole di trasparenza non sono solo dirette alla tutela del cliente [...] ma anche all’efficiente funzionamento del mercato”⁶¹.

Riassumendo, quindi, il significato di trasparenza finanziaria non va in una direzione univoca: non consiste solo e soltanto nel mostrare alcune informazioni necessarie al cliente al fine di prendere decisioni di natura economica consapevoli, ma deve essere più pervasivo, deve richiedere allo stesso intermediario, in virtù della natura complessa ed opaca dei prodotti offerti, di *comportarsi in modo “corretto”*, di *collaborare* mettendo in atto un comportamento che sia in linea con le finalità della disciplina. Ossia il rispetto delle norme, che verranno approfondite, non dev’essere un rispetto formale ma sostanziale. Vi è una differenza enorme tra un comportamento che meramente attua la norma, senza tentare di comprenderne la *ratio*

⁵⁹ Lo spunto per questa definizione deriva da una lezione, del dicembre 2012 di Misurazioni d’azienda e governo societario del Prof. Saverio Bozzolan.

⁶⁰ Come da dattiloscritto che il Prof. Alberto Lupoi mi ha gentilmente fornito.

⁶¹ LUPOI A., *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, Padova, 2012, pp. 85 e ss.

ed un comportamento che sia essenza della *ratio* della norma. Questa è la differenza che può incidere nella comprensione da parte del cliente del prodotto realmente offerto.

Detto ciò, è evidente come il tema della trasparenza finanziaria sia innegabilmente connesso con quello dell'etica, nel suo significato etimologico, ossia quello di "comportamento morale"⁶². Infatti, se il concetto di trasparenza fosse a sé stante, e quindi non legato a quello etico, l'elusione della maggior parte delle norme poste a tutela del contraente debole, sarebbe possibile e purtroppo nella maggior parte dei casi è attuata. È quindi necessario, anzi essenziale, unire i due concetti e renderli un tutt'uno inscindibile. Un comportamento è realmente trasparente se è anche etico, ossia se, come detto sopra, vi è la "volontà" da parte dei diversi soggetti (che devono rispettare la norma che impone la trasparenza) di attuare un comportamento che abbia il fine di raggiungere pienamente il risultato per il quale la norma è stata redatta.

1.4. L'ambito di applicazione oggettivo: premessa

Prima di approfondire l'ambito di applicazione oggettivo della trasparenza finanziaria, è necessario, anzi essenziale analizzare il significato dei seguenti termini e delle seguenti locuzioni: "*prodotti finanziari*", "*servizi ed attività d'investimento*", "*prodotti composti*"; che si pongono per la comprensione di tale ambito applicativo, si potrebbe dire quali *assiomi*.

1.4.1. I prodotti finanziari

1.4.1.1. Gli strumenti finanziari

Una definizione di "*prodotti finanziari*" è offerta dall'art. 1, primo comma, lett. *u*) del T.U.F.: "*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*"⁶³.

⁶² Il concetto di etica e la sua connessione con la trasparenza finanziaria verranno discussi *infra* (cap. VI).

⁶³ Si rimanda sul concetto di "*prodotto finanziario*" (tra i tanti) alla lettura di: CHIONNA V., *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, 1; DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, pp. 2 e ss.; LUPOI A., *Lezioni di diritto dei*

Quindi, da tale definizione si evince che gli strumenti finanziari sono inclusi all'interno del più ampio insieme dei prodotti finanziari; di conseguenza viene naturale chiedersi cosa siano “*gli strumenti finanziari*”. Anch’essi sono disciplinati, tramite un lungo elenco, dall’art. 1, secondo comma del T.U.F., dalla lettura del quale si apprende che appartengono alla categoria degli *strumenti finanziari*: i *valori mobiliari*, gli *strumenti del mercato monetario*, le *quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio* e gli *strumenti finanziari derivati*. Ed ancora, gli stessi *valori mobiliari* e gli *strumenti del mercato monetario* sono definiti dall’art. 1, comma 1-*bis* e 1-*ter* sempre del T.U.F.; rispettivamente i primi come “*le categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali*”⁶⁴, tra le quali si citano a titolo esemplificativo le azioni di società e le obbligazioni; mentre i secondi sono rappresentati dalle “*categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i buoni del Tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali*”.

Una caratteristica comune sia ai valori mobiliari che agli strumenti del mercato monetario è la *negoziabilità*, che viene richiamata in entrambe le definizioni. Per risolvere il dubbio, ampiamente discusso in dottrina, sul significato preciso di “negoziabilità nel mercato dei capitali”⁶⁵, la CONSOB può venire in aiuto con la comunicazione n. DCG/13017415 del 1° Marzo 2013, che seppur priva di un preciso valore di legge, si presta ad essere un utile atto interpretativo. Secondo tale comunicazione, quindi: “In generale, la negoziabilità nel mercato dei capitali è una locuzione che il legislatore utilizza senza alcun tipo di accezione tecnica. Più nel dettaglio, la negoziabilità – intesa in termini di trasferibilità del titolo – non risulta doversi manifestare attraverso regole o procedure particolari e il mercato dei capitali, quale luogo in cui avviene la negoziazione, non è definito in termini di legge (come accade invece

mercati finanziari, cit., pp. 51 e ss.; POMELLI A., *I confini della fattispecie «prodotto finanziario» nel testo unico della finanza*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 106.

⁶⁴ All’interno delle quali, a norma dell’art. 1, comma 1-*bis* rientrano:

- a) *le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario;*
- b) *obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli;*
- c) *qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere;*
- d) *qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.*

⁶⁵ Si approfondisce la negoziabilità nel mercato dei capitali, tenendo conto come possa valere anche per quella nei mercati monetari, infatti essi “si distinguono dal mercato dei capitali per via della connotazione temporale, sui primi avviene il trasferimento di fondi a breve termine, mentre sui secondi a medio/lungo termine”.

(<<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Mercato%20Monetario>>
[Data di accesso: 10/06/2014]).

per la nozione di mercati regolamentati), né risulta altrimenti disciplinato. In assenza di indicazioni normative, ne deriva che la prima dovrà intendersi come normale idoneità del titolo ad essere oggetto di transazioni, mentre l'esistenza del secondo andrà apprezzata attraverso la sua capacità di essere luogo di incontro tra domanda e offerta e di formare/esprimere i prezzi dei beni in esso scambiati”.

Per quanto riguarda invece gli *strumenti finanziari derivati*^{66 67}, sempre appartenenti alla più ampia categoria degli strumenti finanziari, essi sono quei contratti il cui prezzo “è determinato (cioè deriva) da variazioni di prezzo di attività reali o finanziarie sottostanti (che possono essere strumenti finanziari, valute, tassi di interesse, indici ufficiali, merci, rischi di credito o altri valori sottostanti)”⁶⁸.

Gli strumenti derivati hanno potenzialmente due finalità: quella speculativa e quella di copertura dei rischi (definita anche *hedging*). La finalità speculativa si ha quando il contratto derivato viene concluso con lo scopo di ottenere un profitto derivante dall'assunzione di posizioni di rischio; mentre la finalità di *hedging* ha lo scopo di coprire gli eventuali rischi derivanti da fluttuazioni dei prezzi dei valori sottostanti.

Le principali categorie di strumenti derivati che si possono ricordare sono: i *futures*, gli *swaps*, gli *options* (i contratti di opzione) ed i *forwards* (i contratti a termine). È utile ricordare come la categoria degli strumenti finanziari derivati includa “titoli, strumenti (per il trasferimento del rischio di credito), contratti [...] accomunati dall'essere derivati, cioè legati ad un ‘sottostante’ valore di riferimento [...] [e la] differenza fra un titolo, uno strumento e un contratto derivato dal punto di vista formale [consiste nel fatto] che possono esistere contratti derivati connessi a valori mobiliari e titoli derivati connessi a valori mobiliari (si tratta dell'ultima tipologia di valori mobiliari⁶⁹ [...] [che rientra] anche nell'insieme strumenti finanziari derivati oltre che in quello valori mobiliari)”⁷⁰.

Iniziando quindi ad approfondire brevemente ed in un'ottica generale i diversi tipi di contratti derivati, i *futures* sono dei contratti standardizzati (negoziati nei mercati regolamentati) con i quali ci si impegna ad acquistare o vendere, ad una scadenza prefissata,

⁶⁶ Si rimanda all'art. 1, secondo comma, lett. da d) a j) del T.U.F. per un elenco completo degli strumenti finanziari derivati previsti dal legislatore italiano.

⁶⁷ Per un approfondimento esauriente in merito ai diversi tipi di “*contratti derivati*”, il quale esula dalle finalità di questo lavoro, si rimanda in particolare a: CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011; VITELLI F., *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013.

⁶⁸ BONTEMPI P., *Diritto bancario e finanziario*, op. cit., p. 521.

⁶⁹ Ai sensi dell'art. 1, terzo comma del T.U.F.: “Per «*strumenti finanziari derivati*» si intendono gli *strumenti finanziari* previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli *strumenti finanziari* previsti dal comma 1-bis, lettera d)”.

⁷⁰ LUPOI A., *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 55.

una certa quantità di un'attività sottostante, che può consistere in merci (*commodity futures*) o in attività finanziarie (*financial futures*), ad un prezzo pattuito. Una caratteristica importante di tali contratti è che la conclusione degli stessi può avvenire anche tramite pagamento di un differenziale in contanti, invece che attraverso il trasferimento delle merci o delle attività finanziarie sottostanti. Inoltre, è rilevante osservare come “la funzione del *financial future* [sia] analoga a quella del [*commodity*] *future*: stabilire in anticipo il prezzo di un bene compravenduto a termine. Esso può essere utilizzato come strumento di copertura dal rischio di oscillazione del prezzo del titolo, [...] o, più in generale, dello strumento finanziario oggetto del contratto o come strumento di speculazione, a cui si presta in particolare”⁷¹.

Gli *swaps*, invece, sono dei contratti derivati, soprattutto con finalità di *hedging*, con i quali due parti si impegnano in maniera reciproca ad effettuare pagamenti di somme di denaro che vengono calcolate tramite l'applicazione di due differenti parametri sullo stesso nozionale (che può consistere in tassi d'interesse, merci, attività finanziarie...) durante il periodo di durata del contratto e secondo un piano di scadenze concordato⁷².

Gli *options* sono dei contratti derivati standardizzati che conferiscono all'acquirente il diritto (non quindi l'obbligo) di acquistare (questo particolare tipo di *option* è definito come *call options*) o di vendere (in questo caso invece si hanno le c.d. *put options*) un'attività (che può avere ad oggetto azioni, indici, merci, tassi d'interesse o anche altri derivati come ad esempio *futures* e *swaps*...) ad un prezzo prefissato verso il pagamento di un premio. Nel caso di *option* cosiddetta “americana”, il diritto è esercitabile in ogni momento si desideri durante il periodo di durata del contratto, mentre nel caso di *option* “europea” per esercitare il diritto bisogna attendere la scadenza del contratto. Si può specificare come “l'*option*, da un punto di vista finanziario, [abbia] la caratteristica per il beneficiario [l'acquirente] di contenere la perdita entro il valore del premio, ovvero di realizzare un profitto coincidente con l'apprezzamento del bene; allo stesso modo, il concedente l'opzione ha la certezza di un profitto minimo, pari al premio, e il corrispondente rischio di essere sottoposto ad una perdita totale del margine di incremento. Ecco perché l'opzione è [...] utilizzata sia a fini di speculazione, sia a fini di copertura finanziaria”⁷³.

⁷¹ CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, op. cit., p. 286.

⁷² Questa categoria verrà ulteriormente approfondita durante questo lavoro nella discussione di alcuni casi giurisprudenziali.

⁷³ VITELLI F., *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, op. cit., p. 92.

I *forwards* sono contratti derivati a termine (in genere non standardizzati e negoziati nei mercati OTC⁷⁴) di acquisto o di vendita di un determinato sottostante ad un prezzo di consegna e ad una data di scadenza prefissata. In questi contratti in particolare “una delle parti assume una ‘posizione lunga’ e si impegna ad acquistare l’attività sottostante a una data specifica, per un determinato prezzo; la controparte assume, al contrario, ‘una posizione corta’ e si impegna a vendere l’attività sottostante alla stessa data, per lo stesso prezzo”⁷⁵.

La categoria dei contratti derivati è “in continua evoluzione”; per questo è prevista la possibilità per il Ministro dell’Economia e delle finanze di individuare nuovi contratti derivati da inserire negli elenchi di cui all’art. 1, secondo comma, lett. g) e j) del T.U.F.⁷⁶

Bisogna sottolineare che affinché i contratti derivati appartengano alla categoria di strumenti finanziari, essi devono presentare la caratteristica della “*finanziarietà*”, intesa come “aspettativa di rendimento correlata all’investimento di una somma di denaro e soggetta a particolari condizioni di rischio”⁷⁷, non appartengono infatti agli strumenti finanziari i contratti derivati che perseguano scopi differenti, come ad esempio uno scopo meramente commerciale.

1.4.1.2. “Ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”

Si ritiene ora opportuno ritornare alla definizione di *prodotti finanziari*. Si è già detto come essi siano “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”. Ancora però non si è spiegato cosa si intenda per “*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”. Con riferimento a tale dubbio interpretativo, ci si affida ancora ad alcune comunicazioni CONSOB. Secondo la comunicazione n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013: “Con riferimento alla nozione di ‘prodotto finanziario’ - categoria che comprende sia le figure già tipizzate dal legislatore di ‘strumenti finanziari’ che ‘ogni altra forma di investimento di natura finanziaria’ - la Consob, in passato, ha avuto modo di fornire al mercato talune indicazioni, in particolare chiarendo che per ‘ogni altra forma di investimento di natura finanziaria’ debbano intendersi le proposte di investimento che implicino la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale, (ii) aspettativa di

⁷⁴ OTC= “*Over the counter*”, è un mercato non regolamentato, che quindi non è soggetto a regolamentazioni specifiche relative all’organizzazione ed al funzionamento dello stesso.

⁷⁵ VITELLI F., *Contratti derivati e tutela dell’acquirente*, op. cit., pp. 82 e ss.

⁷⁶ Ai sensi dell’art. 1, comma 2-*bis* del T.U.F.

⁷⁷ BESSONE M., *I mercati mobiliari*, op. cit., p. 55.

rendimento di natura finanziaria e; (iii) assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale»⁷⁸. «Pertanto, premessa la formula abituale secondo cui l'aspettativa di rendimento ha natura finanziaria se si traduce in un'aspettativa di profitto, vale a dire di accrescimento delle disponibilità investite, anziché nella trasformazione delle proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare immediatamente i propri bisogni (in tal caso trattandosi di un investimento di consumo), si tratta di verificare in concreto la funzione economica del contratto di investimento e quindi di esaminare se «l'oggettivo interesse economico» sottostante all'impiego di denaro «prescinda da qualsiasi finalità di godimento»⁷⁹.

Si può quindi riassumere il ragionamento in questo modo: alla categoria dei *prodotti finanziari*, appartengono gli *strumenti finanziari*, e questa è un'appartenenza *ex lege* (art. 1, primo comma, lett. *u*) del T.U.F.); inoltre *prodotti finanziari* sono anche *ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*, ed il significato di questa locuzione è stato sopra ricavato da alcune comunicazioni della CONSOB. È però necessario mettere meglio in evidenza e specificare, che affinché *un prodotto* in genere possa rientrare nella categoria dei *prodotti finanziari* esso deve avere *una forma* ossia “deve esistere un valore (azione, quota, certificato di varia natura, contratto derivato negoziabile), oppure un particolare contratto (i derivati)”⁸⁰, infatti se non sussiste questa *forma* non si è in presenza di un prodotto finanziario (ne è la prova l'esclusione espressamente prevista dalla legge dei depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari).

Anche la Corte di legittimità è intervenuta nell'individuazione del significato di *ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*, con la sentenza del 17 aprile 2009, n. 9316, che in un estratto afferma: “Non rientrando gli acquisti immobiliari nell'elenco [...] degli strumenti finanziari, occorre allora stabilire se gli stessi possano invece ricondursi, come hanno ritenuto la Consob e i giudici di merito, all'altra categoria di prodotti finanziari, di cui alla seconda parte della definizione contenuta sotto la lettera *u*) del comma primo, prevedente ‘ogni altra forma di investimento di natura finanziaria’. Ritiene questa Corte che al quesito debba darsi risposta negativa, per il seguente ordine di considerazioni: [...] b) la mancanza di alcuna analogia tra i prodotti finanziari tipici (vale a dire gli strumenti finanziari, elencati nel comma secondo del citato articolo 1) e le offerte di acquisto immobiliari, aventi a oggetto

⁷⁸ Altra comunicazione CONSOB che conferma tale indirizzo: la n. DIN/12079227 del 4 ottobre 2012.

⁷⁹ POMELLI A., *I confini della fattispecie «prodotto finanziario» nel testo unico della finanza*, op. cit., 109.

⁸⁰ LUPOI A., *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 57.

beni non assimilabili in alcun modo a quelli tradizionalmente oggetto delle normative di settore⁸¹.

Da questa sentenza si può comprendere come la Cassazione si ponga in una posizione differente rispetto a quella della CONSOB e dei giudici di merito, confermando la difficoltà ancora sussistente di definire il significato ed il confine di applicabilità del concetto di *prodotto finanziario*; per il giudice di legittimità quindi, questo concetto *deve essere delimitato* entro un perimetro ben preciso, non estendibile solo per il fatto che la definizione che ne dà la legge sembra essere aperta: “la nozione di strumento finanziario [...] assume rilevante valore ermeneutico anche al fine di individuare le qualità essenziali degli altri prodotti finanziari (che strumenti finanziari non sono)”⁸².

1.4.2. I servizi e le attività di investimento

Per “*servizi e attività di investimento*” a norma dell’art. 1, quinto comma, del T.U.F., “*si intendono le seguenti attività negoziali, quando hanno per oggetto strumenti finanziari:*

- a) negoziazione per conto proprio;*
- b) esecuzione di ordini per conto dei clienti;*
- c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell’emittente;*
- c bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell’emittente;*
- d) gestione di portafogli;*
- e) ricezione e trasmissione di ordini;*
- f) consulenza in materia di investimenti;*
- g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione”.*

È opportuno soffermarsi, su ognuna di queste voci (verranno approfondite nei prossimi capitoli quelle di maggior rilevanza ai fini del tema trattato).

“*Per «negoziazione per conto proprio» si intende l’attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché*

⁸¹ Cass., sez. II, 17 aprile 2009, n. 9316, in *Sole 24 Ore*, 21 aprile 2009.

⁸² DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, op. cit., p. 6.

l'attività di market maker"⁸³. Con tale attività, l'intermediario abilitato alla prestazione di servizi di investimento acquista e vende strumenti finanziari direttamente con il proprio cliente (questo significa "in contropartita diretta"), operando nel mercato secondario, e tale operazione impatta sul patrimonio dell'intermediario stesso⁸⁴. Anche l'attività del *market maker* ossia quella del "soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari a prezzi da esso definiti"⁸⁵, è negoziazione per conto proprio. In questo caso l'intermediario propone la negoziazione al mercato nel suo complesso e presenta molto spesso la funzione di fornire liquidità nei mercati che si presentano poco liquidi.

Per *esecuzione di ordini per conto dei clienti* si intende quell'attività che vede l'intermediario eseguire, sempre nel mercato secondario, gli ordini impartiti dai propri clienti, acquistando da terzi e vendendo a terzi strumenti finanziari, nel compito quindi di *broker*. Ciò che differenzia quest'attività dalla negoziazione per conto proprio è il fatto che "la negoziazione per conto proprio presuppone la titolarità del valore mobiliare in capo all'intermediario, che in precedenza lo ha acquistato sul mercato finanziario. Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi [così era definito il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti prima del recepimento della MiFID], invece, l'intermediario acquista sul mercato il titolo o il valore mobiliare percependo una provvigione per tale attività di natura mediatrice"⁸⁶.

Le attività di cui alla lettera c) *sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente e c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente*, ossia le attività di collocamento in genere, consistono nella "distribuzione di strumenti finanziari, nell'ambito di

⁸³ Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*bis* del T.U.F.

⁸⁴ Come precisazione: "Il mercato primario è quello delle nuove emissioni di titoli: esso ha la funzione di esprimere un prezzo per i titoli di nuova emissione e di fornire fondi all'emittente, tipicamente una unità in *deficit*. È quindi il mercato che lega le decisioni di spesa e di investimento delle unità in *deficit* con le decisioni finanziarie delle unità in *surplus*. Il mercato secondario [invece] è quello in cui vengono scambiati i titoli già emessi. Esso assolve la funzione di esprimere nel continuo il prezzo, dunque la valutazione, dei singoli titoli emessi e nello stesso tempo di consentire all'originale acquirente di liquidare il proprio investimento. Il mercato secondario non fornisce nuove risorse a unità in *deficit*, ma è fondamentale per assicurare liquidità agli investitori, per consentire la valutazione nel continuo dei titoli emessi [...]. La definizione riportata è di ONADO M., *Mercati e intermediari finanziari: economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, p. 290.

⁸⁵ Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*quater* del T.U.F.

⁸⁶ Trib. Roma, sez. II, 26 marzo/26 aprile 2007, n. 8343.

un'offerta standardizzata, sulla base di un accordo con l'emittente (o offerente)⁸⁷. Le caratteristiche principali di questo servizio riguardano il fatto che l'intermediario operi anche nel mercato primario oltre che in quello secondario, visto che il servizio può consistere, oltre che nell'acquisto, anche nella sottoscrizione di strumenti finanziari; inoltre come rinvenibile dalla definizione sopra riportata, l'offerta avviene a condizioni prestabilite.

Nei casi di *collocamento con assunzione di garanzia*, l'intermediario collocatore si assume la garanzia degli strumenti finanziari con il rischio che se non è in grado di collocarli interamente, acquisterà in un momento successivo quelli non collocati; se la sottoscrizione o la collocazione è *a fermo*, questo significa che l'intermediario si assume la garanzia degli strumenti finanziari sin da subito, avendoli preventivamente sottoscritti o acquistati lui stesso.

Per “*gestione di portafogli*» si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti⁸⁸. Due caratteristiche fondamentali di tale servizio sono la “*discrezionalità*”, in virtù della quale il gestore nella prestazione del servizio, rispetto agli altri servizi ed attività elencati all'art. 1, quinto comma del T.U.F. ha un più ampio margine di manovra, che tiene conto anche della natura stessa del servizio fornito; e l'“*individualizzazione*” che prevede che l'intermediario gestisca il portafoglio di investimenti (che può includere anche beni ed attività differenti dagli strumenti finanziari, a patto che i primi non siano prevalenti rispetto ai secondi) di ogni investitore in maniera personalizzata, ossia calibrata in funzione del profilo rischio-rendimento del cliente. È importante ricordare anche come questo servizio sia il più normato dell'elenco⁸⁹.

Per quanto riguarda il servizio di *ricezione e trasmissione di ordini*, esso “*comprende la ricezione e la trasmissione di ordini, nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione)*”⁹⁰. Questo servizio è legato a quello di negoziazione, ma si distingue per il fatto che in questo caso l'intermediario non impegna il proprio patrimonio, ma cerca un altro intermediario che possa negoziare.

Per *consulenza in materia di investimenti* si intende “*la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento*”

⁸⁷ Documento CONSOB, *I servizi di investimento. Cosa sono e quali tutele sono previste per i risparmiatori*, 2012, p. 29.

⁸⁸ Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*quinquies* del T.U.F.

⁸⁹ Si rimanda all'art. 24 del T.U.F. ed all'art. 38 del Regolamento Intermediari per eventuali approfondimenti.

⁹⁰ Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*sexies* del T.U.F.

*finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione*⁹¹. Le caratteristiche quindi di tali raccomandazioni sono la personalizzazione (non è servizio di consulenza quindi il rilascio di informazioni o consigli generici) e la natura determinata. Il significato preciso di raccomandazione può essere ricavabile dall'art. 52 della Direttiva 2006/73/CE (esecutiva della Direttiva MiFID), secondo la quale la raccomandazione deve: *“raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie:*

a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento;

b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario”.

Nella *consulenza in materia di investimenti* “a differenza della gestione individuale di portafogli, all'intermediario non è attribuito il *mandato* a compiere, per conto dell'investitore, operazioni di investimento scelte discrezionalmente dallo stesso intermediario, ma è il cliente a compiere la scelta di investimento. Tuttavia, la scelta d'investimento, pur essendo riferibile alla volontà del cliente, è [naturalmente, viste le finalità del servizio] *influenzata* dal consiglio reso dall'intermediario”⁹².

Si ricorda inoltre, come questo servizio, a norma dell'art. 18-*bis* del T.U.F., possa essere prestato professionalmente anche dalla figura del consulente finanziario.

Per *gestione di sistemi multilaterali di negoziazione* infine si intende *“la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti”*⁹³. Dalla lettura del Considerando n. 6 della Direttiva MiFID si può comprendere come i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione *esplichino la stessa funzione di negoziazione organizzata*, sono quindi entrambi *“possibili trading venues per l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari”*⁹⁴.

⁹¹ Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*septies* del T.U.F.

⁹² AMOROSINO S., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 96.

⁹³ Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*octies* del T.U.F.

⁹⁴ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 101.

Accanto ai servizi ed alle attività d'investimento, vi sono i “servizi accessori”; elencati sempre all'art. 1, sesto comma del T.U.F.

In particolare, “[p]er “servizi accessori” si intendono:

- a) la custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi;
- b) la locazione di cassette di sicurezza;
- c) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento;
- d) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;
- e) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento;
- f) la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari;
- g) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento;
- g-bis) le attività e i servizi individuati con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, e connessi alla prestazione di servizi di investimento o accessori aventi ad oggetto strumenti derivati.

Come già accennato in tema di contratti derivati, più in generale è previsto che il “Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob:

- a) può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività”⁹⁵.

⁹⁵ Ai sensi dell'art. 18, quinto comma del T.U.F.

1.4.3. I prodotti composti

I prodotti composti sono “*schemi negoziali composti da due o più contratti tra loro collegati che realizzano un'unica operazione economica*”⁹⁶. Questi prodotti composti, possono avere o non avere una finalità d'investimento. È necessario però prima di approfondirne la finalità, tentare di comprendere meglio il significato di “prodotti composti”.

Bisogna evidenziare come negli ultimi anni, in virtù della natura dei diversi prodotti offerti, è sempre più complesso, tracciare una precisa linea di demarcazione tra la disciplina bancaria e quella finanziaria, “oggi, infatti, gli intermediari offrono alla clientela prodotti ‘composti’, che includono, oltre a una componente disciplinata dal titolo VI del t.u.b., almeno un'altra componente avente diversa natura (ad esempio, di investimento o assicurativa)”⁹⁷; queste componenti “non corrispondono ai contratti (quelli che saranno eventualmente perfezionati), ma alle operazioni bancarie o ai servizi di investimento o assicurativi, come delineati nello schema negoziale e quindi nel prodotto”⁹⁸.

Lo schema negoziale sembra quindi essere un momento in cui i collegamenti funzionali fra le diverse componenti vengono delineati; esso non sembra essere in sé un contratto ma illustrazione di un programma negoziale in cui vengono in evidenza i legami fra i singoli contratti che comporranno un'unica operazione economica (la quale quindi è costituita essa stessa da un insieme di contratti).

Per quanto riguarda invece la finalità dei prodotti composti (sempre considerata dal punto di vista del cliente), essa può essere di non investimento o di investimento (o prevalentemente tale), ma l'attribuzione di una tale caratterizzazione non è sempre così intuitiva. Infatti le nuove Istruzioni non ne definiscono concettualmente i confini.

Brevemente, aiutandosi sempre con definizioni della dottrina si può affermare che “la finalità di non investimento” si può ricondurre “ai servizi e alle operazioni bancarie [...] (insieme ad un numero indeterminabile di altre finalità che non sono di investimento, per es. finalità assicurativa)”⁹⁹. Per quanto riguarda invece la “finalità di investimento” essa “comporta per il cliente: impiego di denaro, per acquistare [...] un prodotto finanziario, il quale definisce il tipo di rischio finanziario assunto; la finalità dell'acquisto è di realizzare una

⁹⁶ Definizione tratta dalle nuove Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia in tema di “*Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*” del 29 Luglio 2009.

⁹⁷ FIORUCCI F., *La disciplina dei rapporti bancari*, Padova, 2012, p. 385.

⁹⁸ LUPOI A., *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 128.

⁹⁹ *Ivi*, p. 130.

somma di denaro maggiore di quella inizialmente impiegata”¹⁰⁰. Importantissimo risulta sottolineare come l’acquisto debba pur sempre essere diretto ad “un prodotto finanziario” affinché si possa rientrare nell’ambito di rilevanza del T.U.F.

1.4.4. L’ambito di applicazione oggettivo: conclusioni

Dopo questa lunga digressione essenziale, come premesso, per comprendere il reale ambito di applicazione oggettivo della normativa, è arrivato finalmente il momento di svelarlo.

Le norme sulla trasparenza finanziaria si applicano, quindi, *alla prestazione di servizi ed attività di investimento, al collocamento di prodotti finanziari nonché alle operazioni e ai servizi che siano componenti di prodotti finanziari, sottoposti alla disciplina della trasparenza prevista dal T.U.F.*; tale ambito applicativo è ricavabile dallo stesso T.U.F. (art. 23, quarto comma). Questo è confermato dalle nuove Istruzioni di Vigilanza della Banca d’Italia in tema di “*Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*” emanate il 29 Luglio 2009 e modificate successivamente.

Tali “Nuove Istruzioni” nella premessa, definendo il proprio ambito di applicazione oggettivo definiscono anche l’esclusione dallo stesso così affermando:

“Secondo quanto previsto dall’articolo 23, comma 4, del T.U.F., le disposizioni non si applicano ai servizi e alle attività di investimento né al collocamento di prodotti finanziari e alle operazioni e servizi che siano componenti di prodotti finanziari, sottoposti alla disciplina della trasparenza prevista dal medesimo T.U.F., salvo che si tratti di operazioni di credito al consumo disciplinate ai sensi del titolo VI, capo II, del T.U.

Conseguentemente, le presenti disposizioni:

a) non si applicano ai servizi e alle attività di investimento come definiti dal T.U.F. e al collocamento di prodotti finanziari aventi finalità di investimento, quali, ad esempio, obbligazioni e altri titoli di debito, certificati di deposito, contratti derivati, pronti contro termine;

¹⁰⁰ Ivi, p. 133.

b) in caso di prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante non sia di investimento si applicano:

- *all'intero prodotto se questo ha finalità, esclusive o preponderanti, riconducibili a quelle di servizi o operazioni disciplinati ai sensi del titolo VI del T.U. [...];*
- *alle sole componenti riconducibili a servizi o operazioni disciplinati ai sensi del titolo VI del T.U. negli altri casi.*

In caso di prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante sia di investimento, si applicano le disposizioni del T.U.F. sia al prodotto nel suo complesso sia alle sue singole componenti, a meno che queste non costituiscano un'operazione di credito al consumo [...].”

Quindi riassumendo, la trasparenza finanziaria si applica:

- *ai servizi ed alle attività di investimento (elencati all'art. 1, quinto comma del T.U.F.);*
- *al collocamento di prodotti finanziari aventi finalità di investimento (il significato di tale locuzione, rimane ancora in parte oscuro, essendo il servizio di collocamento già rientrando nei servizi di cui al punto precedente e non potendo i prodotti di per sé stessi essere portatori di alcuna finalità in particolare)¹⁰¹;*
- *in caso di prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante sia di investimento si applicheranno le norme sulla trasparenza finanziaria all'intero prodotto composto ed alle singole componenti (tranne alle componenti che costituiscano un'operazione di credito al consumo, nel qual caso si applicheranno le norme sulla trasparenza bancaria);*
- *in caso di prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante non sia di investimento, si può dedurre che le norme sulla trasparenza finanziaria si applicheranno solamente alle componenti esplicitamente ricomprese nella disciplina del T.U.F.*

¹⁰¹ Cfr. LUPOI A., *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, cit., pp. 128 e ss.

CAPITOLO II

L'AMBITO DI APPLICAZIONE SOGGETTIVO ED IL PRINCIPIO DI GRADUAZIONE DELLA TUTELA

SOMMARIO: 2.1. L'ambito di applicazione soggettivo ed il principio di graduazione della tutela: premessa. – 2.2. Il sistema previgente al recepimento della MiFID: la categoria dell'operatore qualificato. – 2.2.1. Insufficienza della dichiarazione del legale rappresentante *ex art. 31*, secondo comma del Regolamento CONSOB n. 11522/1998 per rientrare nella categoria "operatore qualificato": necessità di verificare la dichiarata competenza ed esperienza in strumenti finanziari. – 2.2.2. Sufficienza della dichiarazione del legale rappresentante *ex art. 31*, secondo comma del Regolamento CONSOB n. 11522/1998 per rientrare nella categoria "operatore qualificato". – 2.3. L'attuale tripartizione della clientela: le "controparti qualificate", i "clienti professionali" ed i "clienti al dettaglio". – 2.4. Le motivazioni alla base della necessità di tale disciplina: in particolare l'asimmetria informativa e la tutela del contraente debole.

2.1. L'ambito di applicazione soggettivo ed il principio di graduazione della tutela: premesse

La disciplina della trasparenza finanziaria si applica (tenendo in considerazione quanto detto a proposito dell'ambito di applicazione oggettivo), al rapporto esistente tra gli intermediari autorizzati^{102 103} (da qui in poi semplicemente "intermediari") ed i propri clienti, secondo un principio di graduazione della tutela.

Questo principio consiste nel graduare le norme poste dall'ordinamento a tutela degli investitori (e quindi ad esempio le regole di comportamento degli intermediari e gli obblighi informativi) a seconda dell'esperienza degli stessi; ed è per questo che la categoria degli

¹⁰² Si rimanda alla lettura dell'art. 18 del T.U.F.

¹⁰³ Per "intermediari autorizzati" o semplicemente "intermediari" si intendono a norma dell'art. 26, primo comma, lett. b) del nuovo Regolamento Intermediari: "le SIM, ivi comprese le società di cui all'articolo 60, comma 4, del decreto legislativo n. 415 del 1996, le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi e di attività di investimento, gli agenti di cambio, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del decreto legislativo n. 385 del 1993 autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, le società di gestione del risparmio autorizzate anche alla prestazione del servizio di gestione di portafogli e del servizio di consulenza in materia di investimenti e le società di gestione armonizzate che prestano in Italia, mediante stabilimento di succursale, il servizio di gestione di portafogli e il servizio di consulenza in materia di investimenti, la società Poste Italiane – Divisione Servizi di Banco Posta autorizzata ai sensi dell'articolo 2 del decreto del Presidente della Repubblica n. 144 del 14 marzo 2001, le imprese di investimento e le banche comunitarie con succursale in Italia, nonché le imprese di investimento e le banche extracomunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi e di attività di investimento in Italia".

“investitori” in generale è suddivisa in tre diverse sottocategorie: controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio. La *ratio* di questa tripartizione è da collegarsi all’individuazione di “un giusto punto di equilibrio tra le esigenze di regolamentazione e di vigilanza del settore dell’intermediazione finanziaria, con quelle di efficienza e flessibilità della disciplina”¹⁰⁴.

Bisogna però, prima di continuare con l’approfondimento di queste tre sottocategorie, compiere un *excursus* che ripercorra il sistema previgente al recepimento nell’ordinamento interno della Direttiva MiFID.

2.2. Il sistema previgente al recepimento della MiFID: la categoria dell’operatore qualificato

Prima del recepimento della Direttiva MiFID nell’ordinamento interno, attuato con il D.L.vo 17 settembre 2007, n. 164; l’art. 31, secondo comma del vecchio Regolamento Intermediari prevedeva la suddivisione degli investitori in due macrocategorie: la categoria degli “operatori qualificati” e la categoria dei cosiddetti risparmiatori “*retail*” (maggiormente tutelati).

Inoltre, all’interno della categoria degli operatori qualificati ne rientravano altre tre: nella prima vi appartenevano *ex lege* gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri autorizzati, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del T.U.B. e le fondazioni bancarie. Nella seconda categoria rientravano invece le persone fisiche che documentavano il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal T.U.F. per i soggetti che svolgevano funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare¹⁰⁵. Infine, nella terza, vi rientravano *ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*.

Questa terza categoria, avrebbe creato e crea tuttora notevoli inconvenienti sia in dottrina che in giurisprudenza, considerato che a molte delle liti sorte negli anni passati si

¹⁰⁴ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 151.

¹⁰⁵ Si rimanda per la definizione dei requisiti di “professionalità” all’art. 13, primo comma del T.U.F.

debba applicare ancora tale disciplina¹⁰⁶. Il problema scaturisce dal fatto che, l'appartenenza alla categoria degli operatori qualificati comportava la disapplicazione di molte regole poste a tutela dei clienti¹⁰⁷; in particolare si può ricordare come venissero disapplicate le norme sulla segnalazione dell'eventuale conflitto di interessi, la disciplina delle informazioni tra intermediari ed investitori, le norme relative alla verifica ed alla valutazione circa l'adeguatezza dell'operazione, la normativa sulla *best execution*¹⁰⁸.

In particolare deve considerarsi la pericolosità insita nella disapplicazione delle regole sul conflitto d'interessi. Infatti se queste venissero disapplicate, l'intermediario (che opera in maniera non corretta e non trasparente), potrebbe essere favorito nel collocamento ai clienti di prodotti finanziari dallo stesso (o da altri intermediari che appartengono al medesimo Gruppo) "costruiti". Questi prodotti, che risulterebbero essere (probabilmente anche) inadatti ai clienti, se gli stessi fossero classificati come clienti al dettaglio (e quindi non sarebbe possibile per l'intermediario collocarli senza incorrere in un eventuale giudizio di responsabilità), con la classificazione dei clienti come "operatori qualificati" invece possono essere collocati, grazie alla disapplicazione sia della normativa sul conflitto d'interessi che di quella sull'adeguatezza dell'operazione¹⁰⁹.

I problemi non sorgono se si pensa che "l'opportunità di non estendere a tutti i clienti la normativa a tutela dell'investitore risponde[va] all'esigenza di contemperare la protezione del cliente medesimo con le ragioni di celerità e di flessibilità dei rapporti contrattuali nel peculiare settore degli investimenti mobiliari, in quanto riservare ad un cliente particolarmente esperto l'identico trattamento previsto per un cliente ordinario, privo di specifiche conoscenze ed esperienza nel settore, conduce[va] all'inutile applicazione di norme di salvaguardia, che si [traducevano] in un rallentamento delle operazioni contrattuali e in un

¹⁰⁶ Per la discussione della materia da parte della dottrina si citano (tra i tanti): BARILLÀ G. B., *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, II, 281; DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, op. cit., pp. 84 e ss.; GIGLIOTTI G., *Ancora in tema di autodichiarazione di appartenenza alla categoria di "operatore qualificato" nei rapporti con gli intermediari finanziari*, in *Giur. it.*, 2013, 2042; LA ROCCA G., *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011; MINNECI U., *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 568; GIRINO E., *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, II, 509; SESTA M., *Servizi di investimento, obblighi di informazione e tutela del cliente*, Consiglio nazionale forense Scuola Superiore dell'Avvocatura, IV Congresso nazionale di aggiornamento professionale, Roma, 19-21 marzo 2009.

¹⁰⁷ Si veda a tal riguardo l'art. 31, primo comma del vecchio Regolamento Intermediari.

¹⁰⁸ Se ne parlerà specificatamente *infra* (cap. III).

¹⁰⁹ Il tema dei conflitti d'interesse verrà trattato nel prossimo capitolo (parr. 3.3.4. e 3.5.3.); mentre le soluzioni prospettate per la risoluzione degli stessi, (Direttiva MiFID II), verranno delineate nelle *Conclusioni*.

incremento dei costi, senza alcun concreto vantaggio per il cliente che [fosse] già in grado di conoscere e valutare le caratteristiche e i rischi specifici dell'operazione"¹¹⁰.

I problemi si incontrano però quando la dichiarazione sottoscritta ai sensi dell'art. 31, secondo comma del vecchio Regolamento Intermediari, non è veritiera, ossia non vi è una reale corrispondenza tra l'affermazione che il soggetto (società o persona giuridica) sia in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari e la realtà dei fatti. Infatti, qualora a seguito della sottoscrizione di tale dichiarazione e di conseguenza come detto, della disapplicazione di molte norme poste a tutela dei diversi soggetti contraenti deboli, la società o la persona giuridica "operatore qualificato" (ma non realmente tale) subisca una perdita, che in alcuni casi concreti si è dimostrata essere disastrosa, quale valore attribuire al documento sottoscritto dal legale rappresentante di tali soggetti, tutt'al più nel caso in cui la "dichiarazione [fosse stata] a tal punto scevra da ogni riferimento alla realtà concreta da poter formare tranquillamente oggetto di una clausola standardizzata, predisposta dalla mano dell'intermediario e suscettibile – al più di una apposita sottoscrizione da parte del cliente"¹¹¹? Questa è la domanda a cui ora si tenterà di dare risposta, esaminando in particolare due sentenze, tra le numerose a disposizione, che rappresentano i due principali filoni giurisprudenziali in materia.

2.2.1. Insufficienza della dichiarazione del legale rappresentante ex art. 31, secondo comma del Regolamento CONSOB n. 11522/1998 per rientrare nella categoria "operatore qualificato": necessità di verificare la dichiarata competenza ed esperienza in strumenti finanziari

La prima sentenza che verrà discussa è la Sentenza del 18 settembre 2007, n. 5930 del Tribunale ordinario di Torino^{112 113}.

¹¹⁰ Cass., sez. I, Est. Schirò, 26 Maggio 2009, n. 12138, in *www.ilcaso.it*.

¹¹¹ MINNECI U., *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, op. cit., 572.

¹¹² Trib. Torino, 18 settembre 2007, n. 5930, in *Corr. mer.*, 2008, 24. Sulla stessa direzione di tale sentenza si ricordano anche: Trib. Novara, 18 Gennaio 2007, n. 23, in *www.ilcaso.it*; Trib. Novara, 24 Luglio 2012, n. 569, in *www.ilcaso.it*.

¹¹³ Questa sentenza è stata ripresa in molteplici scritti (tra i tanti): AMBROSINI S. e DEMARCHI P. G. (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio: servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari*, Milano, 2009, p. 266; FIORIO P., *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241; Il Sole 24 ORE, *Articolo 31: aziende ancora senza via di fuga*, Sabato 20 ottobre 2007, Disponibile su: <<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Speciali/tfr/Consulta-i-fondi/Da->

I fatti¹¹⁴ riguardavano la Società X, operante nel settore della produzione e del commercio di articoli tecnici, componenti e particolari per l'industria, la quale da oltre trentacinque anni intratteneva rapporti di conto corrente e di apertura di credito con la Banca Z. All'epoca dei fatti, la Società X godeva di un affidamento complessivo presso la Banca Z pari a circa Lire 350.000.000.

In data 23/03/2000, il presidente del consiglio di amministrazione e l'amministratore delegato della Società X firmarono il contratto "*Norme relative alle operazioni di interest swap tra Banca Z ed operatori qualificati*", che regolamentava le condizioni di ciascun futuro contratto specifico di *interest swap* e firmarono il primo contratto di *Convertible swap* avente importo nozionale di riferimento di € 516.456,90 e scadenza al 27/03/2005. Tale contratto derivato, secondo la dichiarazione di una *teste*, impiegata della Banca Z, avrebbe dovuto avere una *finalità di copertura*, spostando l'indebitamento della società X da un tasso variabile ad un tasso fisso (considerando che all'epoca dei fatti si prevedeva un aumento dei tassi di interesse). Ma la situazione all'inizio del 2001 si dimostrò differente da quanto prospettato e lo strumento derivato iniziò a non essere più in linea con gli interessi della Società X, quindi la Banca Z a giugno 2001 illustrò alla Società X un nuovo derivato che "*avrebbe inglobato il costo della chiusura della vecchia operazione nella nuova*".

In data 17/07/2001 il nuovo contratto *Zeta Floater Swap* venne firmato; esso presentava un nozionale di riferimento pari a € 774.685,35 con scadenza al 19/07/2006.

I contratti stipulati erano entrambi *interest rate swap* ossia "*contratti derivati che mirano a fronteggiare il fenomeno della variabilità dei tassi di interesse sulle operazioni finanziarie dell'impresa (es. rischio di incremento dei tassi passivi oppure rischio di diminuzione dei tassi attivi)*", in particolare ancora l'*interest rate swap* "*è un accordo stipulato tra due parti per scambiarsi nel tempo due diversi insiemi di flussi di cassa [...], un'operazione realizzata sul mercato 'over the counter' [...]; viene riferita ad un capitale di riferimento o 'nozionale', che non è oggetto di scambio, ma funge da parametro cui commisurare gli interessi che verranno incassati o pagati dai contraenti. Nel caso di swap su interessi, le controparti si scambiano flussi di pagamento di interessi, calcolati utilizzando un tasso fisso contro uno variabile, detti 'fixed rate' e 'floating rate', o due diversi tassi variabili, applicati ad un capitale nozionale di riferimento*".

Archivio/2007/10/23/23_B.shtml?uuid=026b04be-812a-11dc-b986-00000e25108c&DocRulesView=Libero>
[Data di accesso: 25/07/2014].

¹¹⁴ Non sono note le reali parti in causa.

È importante notare, come già con la conclusione del primo contratto si fosse presentata una perdita pari a € 19.000, inglobata nel secondo contratto.

Il Collegio era quindi chiamato, prima di tutto, a risolvere la questione sull'applicabilità o meno alla Società X della disciplina relativa agli operatori qualificati ai sensi dell'art. 31, secondo comma del vecchio Regolamento Intermediari. Secondo le conclusioni di tale Collegio, la specifica disciplina di cui sopra non era applicabile per il fatto che il possesso della *“specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari”* era *“un prerequisito della seppur necessaria dichiarazione scritta”*.

Tale significato era da attribuirsi in virtù della *ratio* dell'art. 6, secondo comma del T.U.F., il quale demandava alla CONSOB il compito di disciplinare il comportamento degli intermediari nel rapporto con i propri clienti in maniera da tenere in considerazione le *“differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi”*. La *ratio* quindi della normativa primaria e del regolamento attuativo era quella di *“assicurare che i comportamenti tenuti dagli intermediari [fossero] concretamente rispondenti alle diverse esigenze di tutela dei singoli investitori, necessariamente connesse all'effettivo grado di esperienza e competenza degli stessi in un mercato, quello mobiliare, caratterizzato da operazioni complesse per il loro oggetto e connotate da un elevato grado di rischio”*.

In questo caso, quindi, il Collegio decise che la Società X non poteva essere ritenuta un operatore qualificato poiché la dichiarazione *“si limita[va] infatti a riprodurre il testo del richiamato art. 31 [...] senza alcun riferimento a specifici fatti, operazioni o negozi che [attestassero] il dichiarato possesso. In tal modo, la dichiarazione si connota[va] come mera, immotivata, formulazione di un'opinione”*.

La Banca Z inoltre non si era preoccupata di comprendere se la dichiarazione rilasciata dalla società fosse realmente vera, ed era quindi colpevole di una certa negligenza informativa.

Esula da quanto ora trattato, approfondire gli ulteriori passaggi della sentenza, si voglia solo sottolineare come il Collegio dichiarò risolti i due contratti e condannò la Banca Z al risarcimento dei danni per € 156.059,68 per non aver adempiuto agli obblighi informativi e in generale di condotta che avrebbe dovuto prestare nei confronti di un investitore *retail* (così riconosciuta la Società X a seguito dell'attestazione dell'inefficacia della dichiarazione *ex art. 31*, secondo comma del vecchio Regolamento Intermediari).

Si ritiene fondamentale sottolineare una questione su cui si tornerà più volte nel proseguo di questo lavoro. Nella fattispecie segnalata, l'intermediario *non aveva spiegato e*

quindi segnalato al proprio cliente gli effetti della dichiarazione firmata dal legale rappresentante e tanto meno *non ne aveva sottolineato le conseguenze negative*, consistenti nella disapplicazione delle molteplici norme di tutela a favore dei clienti *retail*. Ci si chiede se sia questo un comportamento trasparente ed etico, se sia davvero un comportamento che “serve al meglio l’interesse del cliente” come richiede l’art. 21 T.U.F., che non è mai inutile ricordare come sia una norma primaria. Ad avviso di chi scrive, assolutamente no.

Informare il proprio cliente su tali conseguenze non è certamente un atto dispendioso di tempo o di denaro, basterebbe affermare, con *parole chiare e semplici* e quindi *comprensibili*: “La informo che sottoscrivendo tale dichiarazione, con la quale la società si dichiara esperta conoscitrice dei vari strumenti finanziari, tra cui gli strumenti derivati, caratterizzati da un elevato livello di *rischio* (intendendo per rischio anche la possibile perdita di tutto il capitale investito ed ‘oltre’ il capitale investito), molte tutele previste dalla legge verranno disapplicate”. Sia sufficiente soltanto rilevare come un’affermazione del genere, che sarebbe stata più rispettosa della *ratio* della norma, avrebbe permesso probabilmente a moltissime società di evitare le conseguenze catastrofiche in cui sono incorse dopo aver stipulato contratti derivati palesemente inadeguati alle esigenze delle stesse, che avevano nel più dei casi una finalità speculativa invece della finalità di copertura desiderata da queste società (e gli intermediari in molti casi ne erano perfettamente consapevoli). Infatti come ha avuto modo di affermare anche dottrina: “Clausole di ‘*operatore qualificato*’ sottoposte frettolosamente ad amministratori di società familiari (riconoscibilmente) prive di competenze specifiche nel campo finanziario hanno agevolato la negoziazione *OTC* [...] di prodotti derivati capestro slegati totalmente da esigenze di copertura dei fenomeni sottostanti, nonostante la presupposta finalità di *hedging*”¹¹⁵.

¹¹⁵ AA. VV., *Finanza derivata, mercati e investitori*, CORTESE F. e SARTORI F. (a cura di), Pisa, 2010.

2.2.2. Sufficienza della dichiarazione del legale rappresentante *ex art. 31*, secondo comma del Regolamento CONSOB n. 11522/1998 per rientrare nella categoria “operatore qualificato”

L'altra sentenza di cui si discute è la Sentenza del 26 maggio 2009, n. 12138 della Suprema Corte di Cassazione^{116 117}. Data la complessità di questa sentenza, se ne offrirà un riassunto che ne sottolinei gli aspetti centrali.

Con la sentenza del 27/01/2000 il Tribunale di Torino respingeva le domande con le quali la CAM s.p.a. richiedeva all'Istituto Bancario San Paolo di Torino s.p.a. il pagamento a titolo restitutorio di Lire 3.484.222.500, a causa delle perdite subite a seguito del compimento in data 5/06/1992 di un'operazione di *swap* di 30 milioni di marchi tedeschi con scadenza al 10/12/1992.

La CAM s.p.a. proponeva quindi appello nei confronti dell'Istituto Bancario deducendo in particolare come essa non appartenesse alla categoria degli “operatori qualificati” prevista dall'art. 13 del Regolamento CONSOB del 2 luglio 1991, n. 5387¹¹⁸ ed il fatto che l'inclusione erronea in tale categoria avesse comportato l'esclusione “*dall'ambito di applicazione delle regole di salvaguardia, che, se applicate, avrebbero invece impedito il perfezionamento dell'operazione finanziaria in precedenza indicata, poi risultata disastrosa*”.

La CAM s.p.a. deduceva inoltre il fatto che l'Istituto Bancario operasse in una situazione di conflitto d'interessi e fosse a conoscenza “*delle dimensioni eccessive dell'operazione in rapporto alla situazione finanziaria della società, di cui conosceva la scarsità delle risorse, sì da avere il dovere di astenersi dal compiere l'operazione*”.

Con la sentenza del 18 febbraio 2003, n. 174, la Corte di appello di Torino respingeva l'appello affermando che la sottoscrizione della dichiarazione di essere “operatore qualificato” da parte di CAM s.p.a. “*aveva carattere impegnativo per il soggetto dichiarante e su di essa la legge non prevedeva controlli in via preventiva o successiva, permettendo*

¹¹⁶ Sulla stessa direzione di tale sentenza si ricordano anche: App. Milano, 12 ottobre 2007, n. 2709, in www.ilcaso.it; Trib. Verona, 20 settembre 2012, in www.ilcaso.it.

¹¹⁷ Questa sentenza è stata ripresa in molteplici scritti a mero titolo esemplificativo (tra i tanti): PICCININI V., *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contr. e impr.*, 2010, 499; SANGIOVANNI V., *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del Regolamento CONSOB*, in *Danno e Resp.*, 2009, 1067; ID., *Contrastanti orientamenti nel difficile accertamento della natura di operatore qualificato nelle operazioni di swap*, in *Corr. giur.*, 2014, 377.

¹¹⁸ La norma è sovrapponibile a quella di cui all'art. 31, secondo comma del vecchio Regolamento Intermediari; in particolare in base all'art. 13 del Regolamento CONSOB n. 5387/1991, era operatore qualificato, tra gli altri, “*ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in valori mobiliari espressamente dichiarata per iscritto nel contratto di cui all'art. 9*”.

l'esercizio dell'opzione senza alcun condizionamento", di conseguenza, "erano sostanzialmente irrilevanti tutte le censure inerenti alle concrete modalità di effettuazione dell'operazione di swap, a causa dell'inapplicabilità [a CAM s.p.a.], quale operatore qualificato, delle norme di protezione di cui alle disposizioni dell'art. 6 della legge 1991/1 e del citato regolamento Consob".

Ricorreva quindi per Cassazione la CAM s.p.a. sulla base di tre motivi, di cui se ne desidera discutere uno in particolare. La CAM s.p.a. denunciava la falsa applicazione dell'art. 13 del Regolamento CONSOB n. 1991/5387, in quanto i giudici di merito "avrebbero errato nell'attribuire alla società medesima natura di operatore qualificato, in conseguenza della semplice sottoscrizione di un documento predisposto dalla banca, senza indagare nel merito se la società fosse effettivamente in possesso di una specifica competenza ed esperienza nella materia dell'intermediazione mobiliare [...] [aggiungendo come] non [sia] la semplice dichiarazione che attribuisce natura costitutiva dello status di operatore qualificato, bensì la compresenza dei requisiti sostanziali insieme con la dichiarazione medesima".

La Cassazione definiva, quindi, tale motivo privo di fondamento, ritenendo però necessario finalmente specificare quando la dichiarazione in commento avesse efficacia.

Secondo la Cassazione: "la natura di operatore qualificato discende dalla contemporanea presenza di due requisiti: uno di natura sostanziale, vale a dire l'esistenza della specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari in capo al soggetto (società o persona giuridica) che intenda concludere un contratto avente ad oggetto operazioni su detti valori; l'altro di carattere formale, costituito dalla espressa dichiarazione di possedere la competenza ed esperienza richieste, sottoscritta dal soggetto medesimo. Appare al riguardo evidente la ratio della norma in esame, volta a richiamare l'attenzione del cliente circa l'importanza della dichiarazione ed a svincolare l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto, tenuto anche conto che nella disposizione in esame non si rinviene alcun riferimento alla rispondenza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione di fatto effettiva e non è previsto a carico dell'intermediario alcun onere di riscontro della veridicità della dichiarazione, riconducendo invece alla responsabilità di chi amministra e rappresenta la società dichiarante gli effetti di tale dichiarazione. Tali considerazioni inducono a ritenere che, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario in valori mobiliari, la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante, che la società disponga della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari [...] esoneri l'intermediario stesso dall'obbligo di ulteriori

verifiche sul punto e, in carenza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, possa costituire argomento di prova che il giudice [...] può porre a base della sua decisione, anche come unica e sufficiente fonte di prova in difetto di ulteriori riscontri, per quanto riguarda la sussistenza in capo al soggetto che richieda di compiere operazioni nel settore dei valori mobiliari dei presupposti per il riconoscimento della sua natura di operatore qualificato [...]. Nel caso di asserita discordanza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione reale da tale dichiarazione rappresentata, graverà su chi detta discordanza intenda dedurre, al fine di escludere la sussistenza in concreto della propria competenza ed esperienza in materia di valori mobiliari, l'onere di provare circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti e la conoscenza da parte dell'intermediario mobiliare delle circostanze medesime, o almeno la loro agevole conoscibilità in base ad elementi obiettivi di riscontro, già nella disponibilità dell'intermediario stesso o a lui risultati dalla documentazione prodotta dal cliente". In questo modo quindi la Corte di Cassazione rigettava il ricorso della società.

Tale sentenza è di un'indiscussa importanza poiché finalmente chiarisce il valore della dichiarazione delle società di essere "operatori qualificati", ponendo a capo delle stesse *un principio di autoresponsabilità*, esonerando l'intermediario dal compito di verificare la sussistenza dei requisiti di *specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari*, a meno che la mancanza degli stessi non fosse a conoscenza dell'intermediario o facilmente conoscibile sin dal momento della firma della dichiarazione; ma la prova di questi fatti sarà comunque un onere della società firmataria della dichiarazione.

2.3. L'attuale tripartizione della clientela: le "controparti qualificate", i "clienti professionali" ed i "clienti al dettaglio"

Con l'attuazione della MiFID, che modificò il T.U.F. e conseguentemente portò la CONSOB a riscrivere un nuovo Regolamento Intermediari, la clientela venne suddivisa in tre categorie: quella delle "controparti qualificate", quella dei "clienti professionali" ed infine la categoria residuale dei "clienti al dettaglio"; alle quali spettano differenti gradi di tutela.

Le "controparti qualificate" sono individuate dall'art. 6, comma 2-*quater*, lett. *d*) del T.U.F., si possono citare a titolo esemplificativo: le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli OICR, [...], i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici,

[...] ¹¹⁹. È da sottolineare come tale categoria sia quella che gode del livello di protezione minimo e si riferisca solo ai servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti e ricezione e trasmissione di ordini (e veda la disapplicazione delle regole di condotta riferite appunto solo a tali servizi); mentre per gli altri servizi previsti dal T.U.F. opera quindi solo la bipartizione cliente professionale-cliente al dettaglio.

Per quanto riguarda i “clienti professionali”, essi si distinguono in “privati” e “pubblici” ¹²⁰.

I “clienti professionali privati” sono individuati dalla CONSOB, sentita la Banca d’Italia, con regolamento (il quale definisce anche i criteri di identificazione dei soggetti privati che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta) ¹²¹.

I “clienti professionali pubblici”, invece, sono individuati dal Ministero dell’economia e delle finanze, sentite la Banca d’Italia e la CONSOB, sempre con regolamento e con delega di definire i criteri di identificazione dei soggetti che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura ^{122 123}.

È quindi possibile ricavare, da quanto appena letto, come all’interno della macrocategoria dei “clienti professionali”, sia privati che pubblici, vi siano quelli “di diritto” e quelli che diventano tali “su richiesta”. Innanzitutto, secondo l’allegato n. 3 del nuovo Regolamento Intermediari ¹²⁴ che disciplina i clienti professionali privati, sui quali ci si soffermerà, per cliente professionale si intende: “*un cliente che possiede l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume*”.

Specificatamente per clienti professionali di diritto si intendono tutti “*i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano*

¹¹⁹ Si rimanda alla lettura dell’art. 6, comma 2-*quater* lett. *d*) del T.U.F. per un elenco esaustivo di tali soggetti.

¹²⁰ Ai sensi dell’art. 26, lett. *e*) del nuovo Regolamento Intermediari, per «*cliente professionale*» si intende: “*il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all’Allegato n. 3 al presente regolamento e il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministro dell’Economia e delle Finanze ai sensi dell’articolo 6, comma 2-sexies del Testo Unico*”.

¹²¹ Ai sensi dell’art. 6, comma 2-*quinqies* del T.U.F.

¹²² Ai sensi dell’art. 6, comma 2-*sexies* del T.U.F.

¹²³ Si permetta di rimandare per l’approfondimento dei diversi “*clienti professionali pubblici*” alla lettura del Decreto Legge 11 novembre 2011, n. 236 “*Definizione ed individuazione dei clienti professionali pubblici, criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e relativa procedura di richiesta ai sensi dell’articolo 6, comma 2-sexies, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*”.

¹²⁴ Si rimanda alla lettura dello stesso Allegato per eventuali precisazioni non contenute in questo paragrafo e l’elenco completo dei soggetti a cui si attribuisce la qualifica di “clienti professionali”.

essi italiani o esteri” tra i quali, si ricordano: le banche, le imprese di investimento, gli altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, le imprese di assicurazione, gli organismi di investimento collettivo e le società di gestione di tali organismi, i fondi pensione e le società di gestione di tali fondi. Inoltre assumono tale qualifica: “le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

- totale di bilancio: € 20.000.000*
- fatturato netto: € 40.000.000*
- fondi propri: € 2.000.000”.*

È importante però ricordare, ancora una volta, come questi clienti professionali, appena elencati, a norma dell’art. 58, primo comma del nuovo Regolamento Intermediari, siano considerati controparti qualificate (solo per i servizi di esecuzione di ordini e/o di negoziazione per conto proprio e/o di ricezione e trasmissione ordini), a meno che, ai sensi dell’art. 58, quarto comma, non chiedano di essere trattati (in via generale o per ogni singola operazione) come clienti professionali o come clienti al dettaglio (tali richieste sono però soggette al consenso dell’intermediario).

L’Allegato 3 prevede un obbligo informativo a carico degli intermediari, antecedente alla prestazione dei diversi servizi, verso i clienti professionali di diritto. Gli intermediari infatti sono tenuti a rendere noto ai propri clienti l’inserimento automatico nella categoria dei clienti professionali di diritto, in base alle informazioni fornite dagli stessi. Inoltre *“l’intermediario deve [...] informare il cliente del fatto che può richiedere una modifica dei termini dell’accordo per ottenere un maggior livello di protezione”.*

Per quanto riguarda ora i clienti professionali privati su richiesta, l’Allegato 3 prevede dei precisi criteri di identificazione, in particolare: *“Gli intermediari possono trattare i clienti diversi da quelli inclusi alla sezione I [ossia diversi dai clienti professionali privati di diritto], che ne facciano espressa richiesta, come clienti professionali, purché siano rispettati i criteri e le procedure menzionati di seguito.*

Non è comunque consentito presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle delle categorie elencate alla sezione I [ossia alle categorie dei clienti professionali di diritto].

La disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell’esperienza e delle conoscenze del cliente, l’intermediario possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o

dei servizi previsti, che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume.

Il possesso dei requisiti di professionalità previsti per dirigenti e amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive comunitarie nel settore finanziario può essere considerato come un riferimento per valutare la competenza e le conoscenze del cliente.

Nel corso della predetta valutazione, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti:

- il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;*
- il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare € 500.000;*
- il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.*

In caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima”.

Anche la procedura da seguire da parte dei clienti al dettaglio per essere trattati come professionali e la procedura per l'accertamento da parte degli intermediari delle caratteristiche, di cui sopra, del cliente che ne faccia richiesta, sono regolamentate. Infatti, i clienti che vogliono diventare clienti professionali su richiesta “*possono rinunciare alle protezioni previste dalle norme di comportamento solo una volta espletata la procedura seguente:*

- i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento o tipo di operazione o di prodotto;*
- l'intermediario deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere;*
- i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni.*

Prima di decidere di accettare richieste di rinuncia a protezione, devono essere adottate tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente che chiede di essere

considerato cliente professionale soddisfi i requisiti indicati nella sezione II al punto 1 [i c.d. criteri di identificazione].

Gli intermediari devono adottare per iscritto misure interne appropriate per classificare i clienti. Spetta ai clienti professionali informare il prestatore del servizio di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare la loro attuale classificazione. Se tuttavia l'intermediario constata che il cliente non soddisfa più le condizioni necessarie per ottenere il trattamento riservato ai clienti professionali deve adottare provvedimenti appropriati”.

È stato utile riportare quasi integralmente la parte dedicata dell'Allegato 3 alla definizione dei clienti professionali su richiesta e la relativa procedura per l'importanza che la stessa riveste. Infatti con questa previsione, è stato risolto il problema che ha affannato la giurisprudenza e la dottrina per anni, riguardante il valore della dichiarazione *ex* articolo 31 del vecchio Regolamento Intermediari. È finalmente chiaro ora che compito degli intermediari è valutare, tramite appositi criteri e requisiti, se il cliente al dettaglio che ne faccia richiesta può essere incluso nella categoria dei clienti professionali, perdendo in questo modo molte delle tutele poste a sua protezione. Se, quindi dalla valutazione intrapresa ne consegue che il cliente al dettaglio non possa essere considerato come professionale, l'intermediario deve rifiutarne la richiesta. In questo modo si risolve il problema della normativa previgente, infatti se sotto l'attuale disciplina un cliente professionale su richiesta non ha le competenze realmente richieste per rientrare in tale categoria, sarà l'intermediario responsabile di tale errore, e dovrà rispondere della mancata applicazione delle tutele previste a favore del cliente al dettaglio.

Per quanto riguarda l'ultima categoria, quella dei clienti al dettaglio, la categoria maggiormente tutelata, essa è definita “per esclusione”. Infatti secondo l'art. 26 lett. e) del nuovo Regolamento Intermediari, il cliente al dettaglio è “*il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata*”.

Un'ultima caratteristica della normativa attuale è da sottolineare, anche se in parte già ricavabile da quanto appena discusso. Le tre differenti categorie nelle quali si può suddividere la clientela, sono per così dire “mobili”, “nel senso che un cliente – che sia naturalmente classificabile in una determinata categoria – può, salvo alcune eccezioni, chiedere di essere trattato diversamente, e dunque di passare in una categoria superiore, o inferiore. La regola c.d. “degli ascensori” non opera, però, per quanto attiene alla classificazione del cliente come controparte qualificata, che non può avvenire su richiesta dell'investitore”¹²⁵.

¹²⁵ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 154.

2.4. Le motivazioni alla base della necessità di tale disciplina: in particolare l'asimmetria informativa e la tutela del contraente debole

È ora arrivato il momento di indagare più approfonditamente le ragioni alla base di tale disciplina; in particolare ci si soffermerà sull'evidenziazione dell'esistenza di una certa asimmetria informativa tra i due soggetti contraenti: l'intermediario da una parte ed il cliente al dettaglio dall'altra. Nel ragionamento che segue, si considera il "cliente al dettaglio" perché delle tre tipologie di clienti, questa è quella che necessita di maggiori tutele. Quindi il discorso che si sta per intraprendere vale maggiormente per tale tipologia, mentre può valere in parte o non valere del tutto per quella del "cliente professionale" e della "controparte qualificata".

L'asimmetria informativa si ha quando tra i due contraenti sussiste un dislivello informativo, ossia uno dei due possiede più informazioni e di "maggior valore e qualità", per così dire, rispetto all'altro.

Si evidenzia come, in particolare, "il mercato finanziario [sia] [...] caratterizzato da una forte *asimmetria informativa* – tra gli *investitori* e gli *emittenti*, ma anche tra gli *investitori* e gli *intermediari* – che compromette sensibilmente l'attuazione del principio concorrenziale. Infatti, se l'investitore è privo delle informazioni (e delle competenze necessarie a comprenderle) compie scelte non consapevoli, indirizzando i propri risparmi verso strumenti finanziari e servizi d'investimento non meritevoli, correndo rischi che non sono da lui conosciuti, né voluti, e determinando una inefficiente allocazione delle risorse economiche [...] contribuendo all'inefficacia del mercato"¹²⁶.

Il tema dell'asimmetria informativa¹²⁷ potrebbe essere ricondotto "al rapporto economico di agenzia ove una parte, il *principal* [il cliente], trae beneficio quando un'altra parte, l'*agent* [l'intermediario], esegue alcuni compiti con diligenza e lealtà; e di converso, subisce un danno (quantomeno in costi d'opportunità) quando quest'ultimo agisce nel disprezzo dell'interesse del primo"¹²⁸.

In particolare l'asimmetria informativa, nel rapporto principale-agente può portare in alcuni casi a due ulteriori problemi: alla selezione avversa (c.d. *adverse selection* o anche *hidden information*) ed all'azzardo morale (c.d. *moral hazard* o anche *hidden action*).

¹²⁶ AMOROSINO S., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, op. cit., p. 91.

¹²⁷ Sul tema dell'asimmetria informativa nell'ambito dei mercati finanziari si rimanda in particolare a: DE POLI M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002; SARTORI F., *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, cit.; ID., *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011.

¹²⁸ SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 35.

La selezione avversa consiste nel “comportamento scorretto messo in atto da un soggetto nella fase di stipulazione del contratto, in presenza di asimmetria informativa, che gli permette di nascondere o manipolare informazioni per ingannare la controparte”¹²⁹, mentre l’azzardo morale è quel “comportamento scorretto messo in atto da un soggetto nell’esecuzione delle sue obbligazioni contrattuali in presenza di asimmetria informativa, contratto incompleto e difficoltà di stabilire, anche a causa della non osservabilità delle azioni, se le parti hanno rispettato i termini del contratto”¹³⁰.

Nello specifico, per quanto riguarda il rapporto principale-agente – cliente-intermediario, un esempio di problema di selezione avversa (comportamento opportunistico *ex ante*) è facilmente ricavabile, a parere di chi scrive, in una delle sentenze che si ha avuto l’opportunità di approfondire *retro*, quando si è parlato della dichiarazione *ex art.* 31 del vecchio Regolamento Intermediari¹³¹. Il comportamento dell’intermediario (agente) che non sottolinea l’importanza della dichiarazione appena richiamata al proprio cliente (principale), è un problema di selezione avversa perché l’intermediario sa (l’importanza ed il valore della dichiarazione) e tace (molto spesso dolosamente), in questo modo portando il cliente inesperto a sottoscrivere una dichiarazione che altrimenti non avrebbe sottoscritto (non serve ripetere le conseguenze negative occorse successivamente a tale sottoscrizione).

Per quanto riguarda invece un esempio di problema di azzardo morale (comportamento opportunistico *ex post*), rifacendosi sempre alla stessa sentenza, lo si può cogliere nel momento in cui la funzione di copertura dei contratti derivati stipulati cessa di essere tale, divenendo funzione speculativa (non desiderata dal cliente), e a causa di tale cambiamento, l’intermediario che ne è consapevole induce il cliente a firmare un altro contratto derivato (secondo l’intermediario “più in linea con le esigenze del cliente”), che in realtà si presenta con finalità ancora più speculative del primo, e di tale situazione l’intermediario non informa il cliente. Infatti, nella sentenza approfondita: “[era] *lecito* [...] *chiedersi quale [fosse] stata la finalità di interrompere l’efficacia del contratto di Convertible Swap [(il primo contratto stipulato)] e di sostituirlo con il contratto Zeta Floater Swap, che alla sua stipula realizzava la stessa teorica performance negativa del Convertible Swap ma che, a differenza di quest’ultimo, avrebbe determinato un utile per la [Società X] a tassi superiori al 7,75%, cioè maggiori di quelli previsti dallo stesso Convertible Swap ma soprattutto delle previsioni di mercato*”.

¹²⁹ COSTA G., GUBITTA P., *Organizzazione aziendale: mercati, gerarchie e convenzioni*, Milano, 2008, p. 130.

¹³⁰ *Idem, ibidem.*

¹³¹ Trib. Torino, 18 settembre 2007, n. 5930, cit.

Da questi comportamenti ne deriva l'insorgere dei c.d. costi di agenzia, "ovvero di tutti quei costi che le parti (in primo luogo il *principal*, ma di riflesso anche l'*agent* e il mercato in generale) devono sopportare per allineare i loro interessi"¹³². È in questo momento che l'ordinamento giuridico si inserisce al fine di favorire la riduzione di tali costi, prevedendo pervasive regole di comportamento a carico degli intermediari, ed è quindi "in questa prospettiva, [che] il problema delle asimmetrie informative e dunque quello della *trasparenza* (e della prevenzione dei conflitti) nei mercati finanziari è *intimamente connesso all'agere dei soggetti abilitati allo svolgimento dei servizi di investimento nei loro rapporti con la clientela*"¹³³.

Concludendo, quindi, tramite l'applicazione di regole di fonte primaria e secondaria, l'ordinamento tenta di raggiungere la finalità di ridurre le asimmetrie informative esistenti tra i diversi soggetti, in questo modo tutelando i diversi contraenti deboli. Queste regole (tra le quali "*l'agere dei soggetti abilitati*"), saranno oggetto del prossimo capitolo.

¹³² SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 36.

¹³³ *Ivi*, p. 37 (il corsivo è nostro).

CAPITOLO III

I PRINCIPI E LE REGOLE DELINEANTI LA DISCIPLINA

SOMMARIO: 3.1. Premessa: la normativa tra *rules* e *standards*. – 3.2. Il processo di delegificazione: il compito della CONSOB. – 3.3. I “Criteri generali”. – 3.3.1. Gli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza. – 3.3.2. Gli obblighi informativi. – 3.3.3. Gli obblighi attinenti all’organizzazione. – 3.3.4. La disciplina del conflitto d’interessi. – 3.4. La normativa regolamentare. – 3.4.1. La regola di adeguatezza. – 3.4.2. La regola di appropriatezza. – 3.4.3. I servizi di “*execution only*”. – 3.4.4. La *best execution*. – 3.5. Cenni sulla normativa previgente: obblighi informativi, adeguatezza e conflitto d’interessi. – 3.5.1. Gli obblighi informativi. – 3.5.2. L’adeguatezza. – 3.5.3. Il conflitto d’interessi. – 3.6. Le “norme relative ai contratti”.

3.1. Premessa: la normativa tra *rules* e *standards*

Nell’ordinamento interno vi è la compresenza o per meglio dire la co-esistenza di due differenti tecniche legislative: quella delle *rules* e quella degli *standards*, le quali possono riferirsi anche alla medesima fattispecie.

Le *rules* sono “disposizioni che impongono o proibiscono agli intermediari uno specifico comportamento [...] così stabilendo *ex ante* e in termini dettagliati il regime giuridico applicabile. [...]. Come è facile comprendere, un simile approccio presenta il vantaggio della certezza e tende, quindi, a ridurre i costi di applicazione delle norme [...]. Altrettanto chiari ne sono, nel contempo, i limiti. Per loro stessa natura, le *rules* possono, infatti, precludere la considerazione di circostanze destinate, invece, a rilevare per un’ottimale definizione della fattispecie, che può apparire, pertanto, non adeguatamente calibrata”¹³⁴ od ancora, altro aspetto negativo di questa tecnica legislativa, rilevato dalla dottrina consiste nel fatto che “in situazioni altamente regolamentate, disposizioni, regole e prassi consolidate si presentano come un surrogato del mondo reale, riducendo coinvolgimento e responsabilità individuali, spostando l’attenzione dai risultati al rispetto delle procedure”¹³⁵.

Gli *standards* sono invece le cosiddette “clausole generali” “dove la determinazione della regola da valere è rimessa *ex post* al giudice in considerazione delle circostanze del caso

¹³⁴ PERRONE A., *I soldi degli altri: servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, pp. 2 e ss.

¹³⁵ GALEOTTI G., *La tutela dei consumatori in Italia: presupposti e contorni di un problema aperto*, in MATTEI U. e PULITINI F. (a cura di), *Consumatore, ambiente, concorrenza: analisi economica del diritto*, Milano, 1994, p. 170.

concreto [...] [; gli effetti negativi di tale strategia si evidenziano considerando] l'incertezza del quadro normativo di riferimento"¹³⁶.

3.2. Il processo di delegificazione: il compito della CONSOB

Si è già accennato al processo di delegificazione, compito attribuito alla CONSOB, nella materia di cui si discute. In particolare, ai sensi dell'art. 6, secondo comma del T.U.F.:

“La Consob, sentita la Banca d'Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi, disciplina con regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di:

a) trasparenza, ivi inclusi:

1) gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché della gestione collettiva del risparmio, con particolare riferimento al grado di rischiosità di ciascun tipo specifico di prodotto finanziario e delle gestioni di portafogli offerti, all'impresa e ai servizi prestati, alla salvaguardia degli strumenti finanziari o delle disponibilità liquide detenuti dall'impresa, ai costi, agli incentivi e alle strategie di esecuzione degli ordini;

2) le modalità e i criteri da adottare nella diffusione di comunicazioni pubblicitarie e promozionali e di ricerche in materia di investimenti;

3) gli obblighi di comunicazione ai clienti relativi all'esecuzione degli ordini, alla gestione di portafogli, alle operazioni con passività potenziali e ai rendiconti di strumenti finanziari o delle disponibilità liquide dei clienti detenuti dall'impresa;

[...];

b) correttezza dei comportamenti, ivi inclusi:

1) gli obblighi di acquisizione di informazioni dai clienti o dai potenziali clienti ai fini della valutazione di adeguatezza o di appropriatezza delle operazioni o dei servizi forniti;

2) le misure per eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti;

3) gli obblighi in materia di gestione degli ordini;

¹³⁶ PERRONE A., *I soldi degli altri: servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, op. cit., p. 4.

- 4) *l'obbligo di assicurare che la gestione di portafogli si svolga con modalità aderenti alle specifiche esigenze dei singoli investitori e che quella su base collettiva avvenga nel rispetto degli obiettivi di investimento dell'Oicr;*
- 5) *le condizioni alle quali possono essere corrisposti o percepiti incentivi”.*

È grazie a questa delega, che nei prossimi paragrafi verrà esaminata la disciplina regolamentare. In particolare si analizzerà parte del Libro III “*Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori*” del nuovo Regolamento Intermediari, anche se non mancheranno cenni e qualche confronto alla normativa previgente contenuta nel vecchio Regolamento Intermediari.

“Conviene, tuttavia, ricordare [...] che la Consob, nell’esercizio delle funzioni di vigilanza [regolamentare], deve osservare i principi della valorizzazione dell’autonomia decisionale dei soggetti abilitati, della salvaguardia della posizione competitiva dell’industria italiana e del riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario, nonché il principio dell’agevolazione dell’innovazione e della concorrenza”¹³⁷ (a norma dell’art. 6, primo comma del T.U.F.).

Ad ogni modo, la CONSOB, nell’esplicazione del suo compito dovrà sempre tenere in considerazione il divieto di *gold plating* di matrice comunitaria¹³⁸. In ossequio a tale divieto, che richiede di evitare di introdurre regole aggiuntive non previste dalla normativa comunitaria, il 7° Considerando della Direttiva 2006/73/CE prescrive: “*Per assicurare l’applicazione uniforme delle varie disposizioni della direttiva 2004/39/CE, è necessario stabilire una serie di requisiti armonizzati in materia di organizzazione e di esercizio dell’attività delle imprese di investimento. Di conseguenza gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all’atto del recepimento e dell’applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva, salvo qualora quest’ultima lo preveda espressamente*”. Tuttavia vi è un’eccezione a tale divieto, ancora l’8° Considerando della Direttiva 2006/73/CE: “[...] *in circostanze eccezionali, gli Stati membri devono avere la facoltà di imporre alle imprese di investimento requisiti aggiuntivi a quelli previsti nelle norme di esecuzione. Tale intervento deve essere però ristretto ai casi in cui vi siano rischi specifici per la tutela degli investitori o l’integrità del mercato, compresi quelli*

¹³⁷ DE MARI M., *I “nuovi” poteri della Consob e la vigilanza sull’attività d’intermediazione mobiliare*, in *Società*, 2009, 834.

¹³⁸ Sul tema del *gold plating* si rimanda in particolare a: GANDOLFI L., *La disciplina comunitaria: la MIFID e le relative misure di esecuzione. Le fonti comunitarie e i limiti al gold plating*, in *Corr. giur.*, 2008, 570.

relativi alla stabilità del sistema finanziario, non adeguatamente affrontati dalla legislazione comunitaria, e deve essere strettamente proporzionato”¹³⁹.

3.3. I “Criteri generali”

L’art. 21 del T.U.F., inserito nella Parte II, “*Disciplina degli intermediari*”, Titolo II “*Servizi e attività di investimento*”, Capo II “*Svolgimento dei servizi e delle attività*”, riporta i “*Criteri generali*”, ai quali la disciplina della trasparenza finanziaria, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, deve conformarsi. Esso richiede che:

“1. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati;

b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;

c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;

d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l’efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

1-bis. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie:

a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando

¹³⁹ Si veda a tal riguardo l’art. 6 del T.U.F., quando prescrive: “*Per le materie disciplinate dalla direttiva 2006/73/CE, della Commissione, del 10 agosto 2006, la Banca d’Italia e la Consob possono mantenere o imporre nei regolamenti obblighi aggiuntivi a quelli previsti dalla direttiva medesima solo nei casi eccezionali in cui tali obblighi sono obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della necessità di fare fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l’integrità del mercato che non sono adeguatamente considerati dalle disposizioni comunitarie e se almeno una delle seguenti condizioni è soddisfatta:*

a) i rischi specifici cui gli obblighi aggiuntivi sono volti a fare fronte sono particolarmente rilevanti, considerata la struttura del mercato italiano;

b) i rischi specifici cui gli obblighi aggiuntivi sono volti a fare fronte emergono o diventano evidenti dopo l’emanazione delle disposizioni comunitarie pertinenti per materia”.

idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;

b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;

c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati”¹⁴⁰.

3.3.1. Gli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza

L’obbligo da parte degli intermediari di “*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati*” è innanzitutto uno *standard* di comportamento¹⁴¹.

È interessante ripercorrere l’evoluzione di questo *standard*. Esso, era già delineato all’art. 6, primo comma della Legge S.I.M., per il quale l’azione degli intermediari doveva essere “*diligente, corretta e professionale*”; nel disposto della Direttiva 93/22/CEE (in particolare all’art. 11, primo comma), invece, il riferimento era all’obbligo, per l’impresa di investimento, di agire “*in modo leale ed equo*” e con “*la competenza, l’impegno e la diligenza necessari*”. Il Decreto Eurosim richiedeva agli intermediari di comportarsi con “*diligenza, correttezza e trasparenza, nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati*” e tale dicitura venne ripresa *sic et simpliciter* nell’art. 21 T.U.F.

¹⁴⁰ Ai sensi dell’art. 21, comma 1 e 1-bis del T.U.F.

¹⁴¹ Sul tema degli obblighi di *correttezza, diligenza e trasparenza*; cfr. (tra i tanti): ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pp. 125 e ss.; BELLI F., CORVESE C. G. e MAZZINI F. (a cura di), *Argomenti di diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Torino, 2000, p. 36; CIAN M., *L’informazione nella prestazione dei servizi d’investimento: gli obblighi degli intermediari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., pp. 218 e ss.; COSTI R., *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 138 e ss.; DI MAJO A., *La correttezza nell’attività di intermediazione mobiliare*, op. cit., 293; INZITARI B. e PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, pp. 37 e ss.; LENER R. e LUCANTONI P., *Commento all’art. 21*, in FRANTINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, op. cit., pp. 375 e ss.; MIOLA M. e PISCITELLO P., *Commento all’art. 17*, in CAMPOBASSO G. (a cura di), *L’Eurosim: D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415: commentario*, op. cit., pp. 117 e ss.; RABITTI BEDOGNI C., *Commento all’art. 21*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria: commentario al D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, pp. 170 e ss.; SALVATORE M., *Servizi di investimento e responsabilità civile*, op. cit., pp. 259 e ss.; SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, cit., pp. 158 e ss.; SCOTTI A., *Obblighi di buona fede e correttezza dell’intermediario finanziario nel rapporto con la clientela professionale*, in *Corr. giur.*, 2013, 1094.

Da notare come i concetti di “lealtà, equità” ed “impegno e competenza” non siano stati riprodotti nell’art. 21 T.U.F. ma, si può affermare senza indugi come essi siano stati inglobati rispettivamente nei concetti più ampi di “correttezza” e “diligenza” (il legislatore europeo, nella Direttiva MiFID, più precisamente con l’art. 19 “Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti”, riprese in considerazione i concetti di “onestà, equità e professionalità” ma l’art. 21 T.U.F. non subì modifiche).

Importante è ricordare inoltre come l’art. 21, primo comma, lett. a) del T.U.F. si ispiri a due principi dello IOSCO¹⁴², *International Organization of Securities Commissions*. Il primo principio, denominato “*Honesty and Fairness*” richiedeva infatti che “*In conducting its business activities, a firm should act honestly and fairly in the best interests of its customers and the integrity of the market*” e questo principio si riconduce quindi al concetto di *correttezza*; mentre il secondo principio “*Diligence*” richiedeva che “*In conducting its business activities, a firm should act with due skill, care and diligence, in the best interests of its customers and the integrity of the market*”, e nemmeno a dirlo questo principio è collegato all’obbligo di agire con *diligenza* (obbligo che comunque fa riferimento alla “diligenza professionale”, la cosiddetta *peritia artis*, e non a quella del “buon padre di famiglia”)¹⁴³.

Le regole di comportamento, di cui si discute, richiamano inoltre subito alla memoria gli artt. 1175, 1176 e 1375 del codice civile, che riguardano le obbligazioni in generale. Il motivo di tale richiamo è evidente se si considera che “le regole di condotta [...] mantengono una posizione di continua dialettica con le clausole generali di correttezza, diligenza, buona fede, ecc., a volte specificandole, altre volte integrandole”¹⁴⁴. Per quanto riguarda invece le “differenze tra «diritto comune» e «legislazione speciale», è opportuno sottolineare come i doveri fiduciari di diligenza-trasparenza e lealtà-trasparenza cristallizzati dal T.U.F. (diversamente da quanto previsto nel «diritto comune») siano teleologicamente orientati a

¹⁴² Lo IOSCO è un organismo internazionale istituito nel 1983 e composto dalle diverse Autorità di controllo sui mercati borsistici di tutto il mondo; i cui principali obiettivi sono: “*to cooperate in developing, implementing and promoting adherence to internationally recognised and consistent standards of regulation, oversight and enforcement in order to protect investors, maintain fair, efficient and transparent markets, and seek to address systemic risks; to enhance investor protection and promote investor confidence in the integrity of securities markets, through strengthened information exchange and cooperation in enforcement against misconduct and in supervision of markets and market intermediaries; and to exchange information at both global and regional levels on their respective experiences in order to assist the development of markets, strengthen market infrastructure and implement appropriate regulation*”. Disponibile su <<http://www.iosco.org/about/>> [Data di accesso: 16/06/2014].

¹⁴³ Questi principi sono disponibili su: <<http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES4.pdf>> [Data di accesso: 16/06/2014].

¹⁴⁴ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 126.

realizzare l'interesse dei clienti e l'integrità del mercato"¹⁴⁵. Intendendo per un comportamento orientato all'integrità del mercato, "un comportamento che non si ponga in contrasto con l'ordinato svolgimento dei mercati sui quali [il soggetto abilitato] opera. [...] [Inoltre] il concetto di «integrità» del mercato [si intende] nel senso di sicurezza, funzionalità, *trasparenza del comportamento* dell'intermediario sul mercato stesso"¹⁴⁶.

Arrivati a questo punto è necessario integrare il significato dei concetti di *correttezza*, *diligenza* e *trasparenza*, premettendo come la dottrina in questi anni non sia giunta ad un significato sempre "univoco".

La *correttezza* sembrerebbe coincidere con la buona fede oggettiva, che "si applica in tutte le fasi contrattuali: da quella delle trattative e della formazione del contratto (art. 1337 c.c.), a quella dell'interpretazione (art. 1366 c.c.) e dell'esecuzione (art. 1375 c.c.), oltre che in pendenza di condizione (art. 1358 c.c.)"¹⁴⁷. La *correttezza*, considerata come buona fede oggettiva, "non impone [...] un comportamento a contenuto prestabilito. Essa è piuttosto una clausola generale che richiede comportamenti diversi, positivi od omissivi, in relazione alle concrete circostanze di attuazione del rapporto. [...]. La prevalenza del principio di buona fede [correttezza] sulle determinazioni contrattuali consegue al suo carattere di ordine pubblico. La buona fede rappresenta infatti uno dei principi portanti del nostro ordinamento, e il *fondamento etico* che le viene riconosciuto trova risponienza nell'idea di una morale sociale attiva o solidale"¹⁴⁸.

Secondo una parte della dottrina essa, quindi, si configura come fonte di obblighi ulteriori rispetto a quelli strettamente delineati nel contenuto contrattuale e che operano anche "a monte" del rapporto contrattuale, questi obblighi si rifanno in ogni caso ai criteri generali codicistici, con la differenza che il richiamo specifico dei "criteri generali di comportamento da un lato [consente] il migliore svolgimento della vigilanza da parte degli organi a ciò preposti (in primo luogo la Consob); dall'altro, [...] [facilita] l'accertamento dell'inadempimento degli intermediari [...] [ed il] far valere la loro responsabilità"^{149 150}.

¹⁴⁵ SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, cit., p. 152.

¹⁴⁶ ANNUNZIATA F., *Regole generali di comportamento degli intermediari*, in FERRARINI G. e MARCHETTI P. (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, Roma, 1998, p. 112 (il corsivo è nostro).

¹⁴⁷ SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, cit., pp. 158 e ss.

¹⁴⁸ BIANCA M., *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1983, I, 206 (il corsivo è nostro).

¹⁴⁹ MIOLA M. e PISCITELLO P., *Commento all'art. 17*, in CAMPOBASSO G. (a cura di), *L'Eurosim: D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415: commentario, op. cit.*, p. 118.

All'indomani del recepimento nell'ordinamento interno della Direttiva MiFID, l'incertezza del quadro appena riportato, in via generale, sulla finalità della clausola di *correttezza* come integrativa del contenuto contrattuale, venne in qualche modo accentuata.

Prima di tutto, una breve digressione che si ritiene doveroso svolgere, riguarda la modifica del dettato dell'art. 21, primo comma, lett. a) del T.U.F., che con l'introduzione della specificazione di servire "al meglio" l'interesse dei clienti, "segna decisamente la prospettiva funzionale in termini di ampliamento della tutela del cliente, denotando con caratteri di specialità, rispetto ai contratti di puro scambio, il rapporto obbligatorio che intercorre tra intermediario e investitore. La formula utilizzata dal legislatore evidenzia la relazione esistente tra le due finalità, in considerazione dell'incidenza che la correttezza nei rapporti negoziali tra intermediario e cliente può avere sull'efficienza complessiva dei mercati finanziari e, specularmente, sulla funzione che l'integrità dei mercati possa avere sulle singole negoziazioni degli investitori"¹⁵¹.

Ritornando quindi alla questione oggetto di discussione, il recepimento della Direttiva MiFID portò con sé una regolamentazione molto analitica, in particolare è di rilevanza in questo scritto, come già sottolineato, il nuovo Regolamento Intermediari. Questa precisazione di doveri ed obblighi dei diversi soggetti abilitati ha portato e porta "notevoli incertezze nel mercato, legate all'inevitabile discrezionalità dell'amministrazione delle clausole di correttezza e diligenza in sede giudiziaria"¹⁵². È importante notare, come altra dottrina abbia evidenziato che "una lettura che privilegiasse le *rules* rispetto alle clausole generali, o, meglio, leggesse le une (queste seconde) esclusivamente per mezzo, sotto la lente, delle altre (le prime) conferirebbe alla disciplina un'impronta protezionistica anche a vantaggio dell'intermediario, consentendogli di allineare il proprio operato a parametri predeterminati e soprattutto standardizzati [...]; in questa prospettiva, la disciplina verrebbe ad essere orientata spiccatamente nel senso dell'efficienza del mercato, secondo misure eterodefinite a livello normativo, rigorose quanto si vuole, ma entro le quali si chiuderebbe il cerchio della tutela dell'investitore"¹⁵³.

Le conclusioni che si possono trarre delineano un tema ancora molto dibattuto, con sfumature diverse ed al quale non è semplice dare una soluzione. Si ritiene che sia positivo il

¹⁵⁰ Quest'ultimo ragionamento vale anche per la "diligenza".

¹⁵¹ LENER R. e LUCANTONI P., *Commento all'art. 21*, in FRANTINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, op. cit., p. 380.

¹⁵² Idem, *ibidem*.

¹⁵³ CIAN M., *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., pp. 218 e ss.

presentarsi di regole più dettagliate alle quali far riferimento per un'applicazione meno discrezionale delle clausole generali (di cui all'art. 21 T.U.F.), che tuttavia non devono perdere il loro valore. Infatti l'applicazione di norme dettagliate non deve portare ad un puro e semplice formalismo (che si potrebbe quasi definire deleterio!), ma dev'essere applicazione di quei principi di *correttezza*, *diligenza* e *trasparenza* che devono essere tenuti in considerazione in ogni momento da chi deve rispettare la norma che li prescrive.

Si concorda quindi sulla definizione di quella dottrina che interpreta la *correttezza* “come buona fede o dovere di lealtà, [che] rappresenta un criterio oggettivo e flessibile di comportamento che deve informare la condotta delle parti e in particolare dell'intermediario finanziario, il cui contenuto può essere verificato solo *ex post*, sulla base di un'indagine degli interessi di riferimento e delle caratteristiche della fattispecie. Se così è, la correttezza (buona fede) può essere utilizzata quale raffinato strumento per calibrare gli interessi delle parti e, in ultima analisi, per garantire l'effettività della tutela civilistica del risparmiatore e l'integrità del mercato”¹⁵⁴.

Per quanto riguarda invece la *diligenza*, come già accennato, “con riferimento allo svolgimento dei servizi di investimento [questa] si risolverebbe nella professionalità¹⁵⁵: la prestazione cui l'intermediario sarebbe tenuto, infatti, consisterebbe nell'esecuzione di attività qualificate da esperienza e da cognizioni tecniche che, ben al di là della generica diligenza, integrerebbero il requisito della professionalità”¹⁵⁶.

La *diligenza* può essere valutata, secondo la dottrina, sia come criterio di responsabilità ed in tal caso “indicherebbe lo sforzo che il debitore deve impiegare per evitare l'inadempimento o l'inesattezza dell'adempimento”, sia come criterio di determinazione della prestazione, ed in questo caso invece “rappresenterebbe il modello di precisione cui il comportamento dovuto deve conformarsi”¹⁵⁷.

Vi è da evidenziare ulteriormente come “la collocazione della diligenza tra le regole generali di comportamento [...] rafforz[i] la particolare funzione di integrazione del contenuto dell'obbligazione attribuita al canone che, al pari della correttezza, deve connotare l'intera

¹⁵⁴ SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, cit., pp. 160 e ss.

¹⁵⁵ Ci si riferisce all'art. 1176, secondo comma del cod. civ., rubricato “*Diligenza nell'adempimento*”: “*Nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata*”.

¹⁵⁶ GANDINI C., *La nozione di intermediazione mobiliare*, op. cit., 153.

¹⁵⁷ RABITTI BEDOGNI C., *Commento all'art. 21*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria: commentario al D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, op. cit., p. 172.

attività dell'impresa di investimento anche nell'occasionale contatto con il potenziale cliente”¹⁵⁸.

Infine, la *trasparenza*, finalizzata “a risolvere, per quanto possibile, il problema delle asimmetrie informative che inevitabilmente caratterizza il rapporto tra intermediario ed investitore. Tale principio deve essere interpretato nel senso più ampio di informazione corretta, completa ed adeguata”¹⁵⁹; oltre che comprensibile. Infatti “[l]’esigenza di comprensibilità è particolarmente avvertita nell’ambito dell’intermediazione finanziaria dato proprio il tecnicismo della relazione negoziale, la quale presenta alti margini di opacità o di imprevedibilità”¹⁶⁰.

Si ricorda ancora una volta come il ruolo dell’informazione abbia un valore rilevante nella materia di cui si sta trattando, in quanto l’informazione ha la “capacità [...] di incidere positivamente in almeno tre direzioni: in direzione della tutela dell’investitore *uti singulus* (messo in grado di compiere attraverso l’informazione scelte patrimoniali consapevoli), in direzione della salvaguardia della funzionalità del mercato (inscindibilmente connessa al grado di sicurezza offerta ai singoli operatori, i quali più si sentono garantiti più si manifestano propensi a riversare sul mercato i propri risparmi per vederli trasformati in capitali d’impresa), in direzione infine dell’espansione del sistema economico complessivamente considerato (in quanto l’informazione, attirando i capitali verso i settori dove essi sono meglio remunerati, ne favorisce l’allocazione tendenzialmente ottimale)”¹⁶¹.

Secondo una dottrina l’obbligo di trasparenza “è tenuto distinto dall’obbligo di informazione, di cui *amplius* nell’art. 21 t.u.f. stesso [di cui si parlerà nel prossimo paragrafo] e nelle copiose disposizioni della normativa di dettaglio. Si deduce, presumibilmente, una autonoma valenza percettiva della trasparenza, con funzione di integrazione e ampliamento degli stessi obblighi informativi”¹⁶².

È interessante anche, l’interpretazione che un’altra dottrina ha dato del concetto di trasparenza: “[essa] potrebbe essere ascritta alla diligenza professionale, nel senso che *comportamento trasparente* significa enunciazione dei rischi dell’operazione, assicurarsi dell’intelligibilità delle clausole e dell’operazione nel suo complesso, assenza di sollecitazioni

¹⁵⁸ SALVATORE M., *Servizi di investimento e responsabilità civile*, op. cit., p. 270.

¹⁵⁹ INZITARI B. e PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, op. cit., pp. 38 e ss.

¹⁶⁰ GRECO F., *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria*, Milano, 2010, p. 61.

¹⁶¹ ABADESSA P., *Diffusione dell’informazione e doveri di informazione dell’intermediario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1982, I, 305.

¹⁶² LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., p. 256.

ad investire, e così via: ovviamente più *trasparente* è l'operazione, più *corretto* è il rapporto con il cliente”¹⁶³.

Si ritiene di abbracciare tale inciso, nell'interpretazione della trasparenza come “*trasparenza dei comportamenti*”, infatti solo tramite *un comportamento trasparente* e di conseguenza *corretto*, le norme che si stanno approfondendo, esplicano interamente la loro funzione. “[L]a trasparenza assurge [quindi] a modalità di comportamento degli intermediari finanziari”¹⁶⁴.

Concludendo quindi questo ampio paragrafo dedicato ai canoni di *correttezza*, *diligenza* e *trasparenza*, si è compreso come ad essi sia sempre necessario far riferimento nell'applicazione e nell'interpretazione delle norme. Inoltre è essenziale, ricordare e ripetere come essi siano un presidio per “l'interesse di tutti i clienti dell'intermediario. [...] [E]ssi [infatti] rivestono interesse generale in quanto influiscono sul funzionamento dei mercati: sia per le disfunzioni che la violazione di [questi] canoni può produrre sull'esecuzione delle contrattazioni; sia per i riflessi delle violazioni sull'affidabilità degli intermediari agli occhi del pubblico dei potenziali investitori [il c.d. “rischio reputazionale”], e per ciò per gli effetti deterrenti o incentivanti dell'investimento sui mercati finanziari. D'altro canto, l'integrità dei mercati è presupposto della soddisfazione delle aspettative riposte dai clienti dell'intermediario nell'investimento [...], sì che risulta funzionale sia all'interesse generale che a quello particolare degli investitori”¹⁶⁵.

3.3.2. Gli obblighi informativi

Gli obblighi informativi ai quali sia gli intermediari che gli stessi clienti devono sottostare, sono di origine sia legislativa che regolamentare. L'articolo 21, primo comma, lett. b) e c) del T.U.F. contiene il fulcro di tali obblighi. In particolare: “*Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:*

[...];

b) *acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;*

¹⁶³ CAPRIGLIONE F., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: Commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, op. cit., p. 140 (il corsivo è nostro).

¹⁶⁴ GRECO F., *Profili del contratto del consumatore*, Napoli, 2005, p. 88.

¹⁶⁵ CAPRIGLIONE F., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: Commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, op. cit., pp. 128 e ss.

c) *utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti.*

È chiaro, dalla lettura della lettera b), come gli obblighi informativi siano bidirezionali: l'intermediario deve sia ottenere informazioni da parte dei propri clienti (la c.d. regola del “*know your customer*”) che fornirle.

L'acquisizione delle informazioni necessarie dai clienti, oltre che “*intesa*” a realizzare la trasparenza *inter partes* [...], sul presupposto che tale tipo di conoscenza concorra a determinare condizioni ottimali di efficienza allocativa del risparmio, sia dal punto di vista dell'interesse del singolo investitore sia nella prospettiva del sistema economico complessivamente considerato”¹⁶⁶, richiama ed è funzionale alle regole di *adeguatezza* ed *appropriatezza*, di cui agli artt. 39-42 del nuovo Regolamento Intermediari, che verranno discusse *infra*¹⁶⁷.

Di introduzione successiva alla Direttiva MiFID, l'obbligo per gli intermediari di “*utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti*”, in questo modo estendendo l'ambito di operatività degli obblighi informativi anche al di fuori di un rapporto negoziale.

Si desidera analizzare in modo più puntuale l'obbligo di informazione attiva (dal soggetto abilitato – al cliente). Punti di analisi imprescindibili sono gli artt. 27-36 del Regolamento Intermediari¹⁶⁸. Si sottolinea come questi articoli non trovino applicazione per le controparti qualificate, a norma dell'articolo 58, terzo comma: “*Alla prestazione dei servizi di investimento, e dei servizi accessori ad essi connessi, a controparti qualificate, non si applicano le regole di condotta di cui agli articoli da 27 a 56, ad eccezione del comma 2 dell'articolo 49. Resta fermo quanto previsto dall'articolo 35*”.

L'art. 27 “*Requisiti generali delle informazioni*”, al primo comma, precisa immediatamente che “*tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti*” e prevede che le comunicazioni pubblicitarie e promozionali siano “*chiaramente identificabili come tali*”, quest'ultima precisazione ha la

¹⁶⁶ SCALISI V., *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in MAZZAMUTO S. e TERRANOVA G. (a cura di), *L'intermediazione mobiliare: Studi in onore di Aldo Maisano*, Napoli, 1993, p. 68.

¹⁶⁷ In particolare si rimanda al cap. III, par. 3.4.1. e 3.4.2.

¹⁶⁸ Precisamente contenuti nel Libro III “*Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori*”, Parte II “*Trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi/attività di investimento e dei servizi accessori*”, Capo I “*Informazioni e comunicazioni pubblicitarie e promozionali*”.

finalità di “allertare” i clienti sull’inevitabile natura persuasoria delle comunicazioni pubblicitarie.

Non sfugge ora la necessità di meglio specificare il significato di informazioni *corrette, chiare e non fuorvianti*¹⁶⁹, anche se per quanto riguarda le condizioni per fornire tale tipo di informazioni bisogna rinviare all’art. 28 “*Condizioni per informazioni corrette, chiare e non fuorvianti*”.

Per *informazione corretta* si intende un’informazione prima di tutto *vera*, realmente corrispondente ai fatti reali; per *informazione chiara*, un’informazione *comprensibile*, ed infine per *non fuorviante*, un’informazione che, seppur vera, non tragga in inganno il cliente (ad esempio il comportamento di un intermediario che metta in luce al cliente degli aspetti di un’importanza secondaria, rispetto ad altri più rilevanti per il suo interlocutore, fornisce informazioni *fuorvianti* che possono portare il cliente a prendere decisioni che non avrebbe altrimenti preso). Anche la Direttiva 2006/73/CE, chiarisce il significato che deve essere attribuito ad “informazione fuorviante”, il 47° Considerando infatti specifica: “*Ai fini della direttiva 2004/39/CE e della presente direttiva, le informazioni devono essere considerate fuorvianti se hanno la tendenza a indurre in errore la persona o le persone alle quali sono indirizzate o dalle quali verranno probabilmente ricevute, indipendentemente dal fatto che la persona che le fornisca le consideri fuorvianti o voglia che esse lo siano*”.

Inoltre, anche se non richiesto esplicitamente dal dettato dell’articolo, le informazioni devono essere *complete*, ma “si ritiene che il requisito della completezza delle informazioni risulti implicito nei requisiti di correttezza e chiarezza delle medesime e sufficientemente declinato nel [secondo] comma [...] dell’articolo in commento, ove si stabilisce che l’informativa richiesta debba porre la clientela in condizione di assumere decisioni di investimento consapevoli”¹⁷⁰.

Infatti l’art. 27, al secondo comma chiarisce la finalità alla quale la disciplina mira: “*Gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono:*

¹⁶⁹ Cfr. SANGIOVANNI V., *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell’intermediazione finanziaria dopo l’attuazione della direttiva MiFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785.

¹⁷⁰ Documento CONSOB, *Nuovo Regolamento Intermediari. Esito delle consultazioni*, 30 ottobre 2007, p. 39.

- a) all'impresa di investimento e ai relativi servizi;
- b) agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento;
- c) alle sedi di esecuzione, e
- d) ai costi e oneri connessi”.

Gli aspetti centrali dell'art. 27, in generale, sono i seguenti: la disciplina è rivolta a tutti i clienti o potenziali tali e di conseguenza essa vale sia per i clienti professionali che per quelli al dettaglio; la finalità che deve essere perseguita è quella di permettere ai clienti di poter “*prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole*” (il c.d. “paradigma del consenso informato”), i clienti quindi devono essere in possesso di tutte quelle informazioni rilevanti che possano influire sulle loro scelte di investimento o di non investimento; le informazioni possono essere fornite in formato standardizzato. Quest'ultimo aspetto, anche se previsto espressamente dal legislatore comunitario, (a tal proposito si rimanda alla lettura dell'art. 19, terzo paragrafo della Direttiva MiFID), può essere giustificato alla luce di “ragioni di efficienza allocativa, anche in riferimento ai possibili *legal costs* connessi alla previsione sull'inversione dell'onere della prova circa l'esatto adempimento degli obblighi di informazione (art. 23, comma 6°, t.u.f.) [...] [ma questa] disposizione [...] appare [comunque] non facile da coordinare con la prescrizione di un'informazione idonea a consentire in concreto scelte consapevoli di investimento”¹⁷¹.

Ritornando alle condizioni per ottenere informazioni corrette, chiare e non fuorvianti, si considera l'art. 28, già citato, che richiede che le informazioni e le comunicazioni pubblicitarie e promozionali rivolte ai clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio debbano soddisfare determinate condizioni, che vengono elencate in maniera dettagliata. Si osserva come quest'articolo, a differenza dell'art. 27, si riferisca alle informazioni e comunicazioni ricevute dai clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio (e quindi non trovi applicazione per i clienti professionali). La motivazione di tale differenza si suppone rintracciabile nella considerazione che le prescrizioni dell'art. 28 siano dettate in funzione della necessità di graduare gli obblighi informativi a seconda del bisogno di protezione della clientela, non per questo precludendo, a norma dell'art. 27, dei generali obblighi informativi a

¹⁷¹ PERRONE A., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006, 372, nt. 36.

carico degli intermediari verso tutte le possibili categorie di clienti (compresi quindi i clienti professionali).

Ancora l'art. 28, secondo comma, oltre a stabilire che le informazioni devono includere *“la denominazione dell’intermediario”*, *“non [sottolineare] gli eventuali vantaggi potenziali di un servizio di investimento o di uno strumento finanziario senza fornire anche un’indicazione corretta ed evidente di eventuali rischi rilevanti”* e *“non [celare, minimizzare od occultare] elementi o avvertenze importanti”*; stabilisce che le informazioni devono avere un contenuto ed essere presentate *“in modo da essere con ogni probabilità comprensibili per l’investitore medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute”*. Per quanto riguarda *“il concetto di ‘investitore medio’ appartenente ad un ‘gruppo’ determinato, alla luce delle finalità della disciplina (rendere informazioni comprensibili alla clientela potenziale o attuale), deve essere propriamente inteso come riferito al soggetto in possesso di conoscenze finanziarie medie nell’ambito dell’insieme di persone destinatarie delle comunicazioni. In altre parole, determinato dall’intermediario il bacino di persone raggiungibili dalla specifica comunicazione, le informazioni dovranno essere ‘tarate’ in modo da essere comprensibili avuto riguardo alle conoscenze comuni in materia finanziaria proprie di quel gruppo di persone”*¹⁷².

Il decalogo, contenuto all'art. 28, al quale gli intermediari sono tenuti ad attenersi nell'adempimento degli obblighi informativi, prosegue ai successivi commi, con l'indicazione delle condizioni che le informazioni devono soddisfare nel caso in cui raffrontino *“servizi di investimento o accessori, strumenti finanziari o soggetti che prestano servizi di investimento o accessori”* (art. 28, terzo comma); con l'indicazione delle condizioni che le informazioni devono soddisfare nel caso in cui contengano *“un’indicazione dei risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice finanziario o di un servizio di investimento”* (art. 28, quarto comma); con l'indicazione delle condizioni che devono soddisfare le informazioni, che devono riguardare uno strumento finanziario o un indice finanziario, nel caso in cui esse includano o facciano riferimento ad *“elaborazioni basate su dati storici”* (art. 28, quinto comma); con l'indicazione delle condizioni che le informazioni devono soddisfare quando contengono *“stime su risultati futuri”* (art. 28, sesto comma).

Completano il quadro degli obblighi informativi che i diversi intermediari sono tenuti a fornire ai propri clienti (viene specificato in ogni articolo se tali obblighi si applichino solo ai clienti al dettaglio od anche ai clienti professionali), l'art. 29 *“Informazioni*

¹⁷² Documento CONSOB, *Nuovo Regolamento Intermediari. Esito delle consultazioni*, 30 ottobre 2007, p. 43.

sull'intermediario e sui suoi servizi", l'art. 30 "Informazioni concernenti la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela", l'art. 31 "Informazioni sugli strumenti finanziari", l'art. 32 "Informazioni sui costi e sugli oneri". Brevemente si esaminano gli articoli appena richiamati, soffermandosi sui punti di maggior interesse.

L'art. 29 attiene alle informazioni (verso i clienti al dettaglio o potenziali tali) concernenti l'intermediario quali ad esempio il nome, l'indirizzo, una descrizione della politica seguita dallo stesso in materia di conflitto d'interessi (art. 29, primo comma, lett. a) ed i); od ancora, nel caso di fornitura del servizio di gestione di portafogli, le "informazioni sul metodo e sulla frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente", eventuali deleghe di gestione attribuite a terzi, "la descrizione del parametro di riferimento [(il c.d. benchmark)] al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente", "i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti", ed infine "gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità" (art. 29, terzo comma, lett. a) - e).

L'art. 30, riferendosi alle informazioni concernenti la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela, richiede agli intermediari di specificare le eventuali modalità di subdeposito degli strumenti finanziari e delle somme di denaro (art. 30, secondo comma), "l'esistenza e i termini di eventuali diritti di garanzia o privilegi che l'intermediario medesimo, o il subdepositario, vanta o può vantare sugli strumenti finanziari o sulle somme di denaro del cliente" (art. 30, quinto comma); od ancora "gli intermediari prima di utilizzare, per proprio conto o per conto di un altro cliente, strumenti finanziari detenuti per conto di un cliente al dettaglio, forniscono allo stesso in tempo utile, su un supporto duraturo, informazioni chiare, complete ed accurate sugli obblighi e sulle responsabilità che l'utilizzo di tali strumenti finanziari comporta per l'intermediario, comprese le condizioni di restituzione degli strumenti, e sui rischi che ne derivano" (art. 30, sesto comma).

L'art. 31, richiede agli intermediari di fornire "una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale". "La descrizione [deve illustrare] le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate" (art. 31, primo comma). "La descrizione dei rischi

include, ove pertinente per il tipo specifico di strumento e lo status ed il livello di conoscenza del cliente”: “*i rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell’effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell’investimento [(informazione che dev’essere considerata essenziale!)]*; *la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidabilità dei medesimi; il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti*”, [...] (art. 31, secondo comma).

L’art. 32, attiene alle informazioni (verso i clienti al dettaglio o potenziali tali) “*sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi*”, tra le quali si ricordano l’informazione da fornire “*sul corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio, [comprendente] tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le imposte che verranno pagate tramite l’intermediario o, [nel caso in cui non possa essere] indicato un corrispettivo esatto, la base per il calcolo dello stesso*” (art. 32, primo comma, lett. a)) e “*le modalità per il pagamento*” (art. 32, primo comma, lett. d)).

Per quanto riguarda i tempi ed i modi dell’adempimento gli articoli 34 “*Modalità e termini delle informazioni*” e 36 “*Informazioni su supporto duraturo e mediante sito internet*” risolvono queste questioni.

L’art. 34, in via generale distingue tra informazioni da fornirsi nella fase precontrattuale (art. 34, secondo e terzo comma) ed informazioni da fornirsi in tempo utile prima della prestazione del servizio (art. 34, quarto comma). Lo stesso art. 34, quinto comma, prescrive che le informazioni vengano fornite su un supporto duraturo o tramite il sito internet dell’intermediario (preso atto dei vincoli di cui all’art. 36, secondo comma). In particolare, ai sensi dell’art. 36, primo comma, il supporto duraturo, si potrebbe affermare, per *default* sia il supporto cartaceo ma può essere utilizzato un supporto duraturo non cartaceo a condizione che “*tale modalità risulti appropriata per il contesto in cui si svolge o si svolgerà il rapporto tra l’intermediario e il cliente*” e lo stesso cliente o potenziale tale “*sia stato avvertito della possibilità di scegliere tra il supporto duraturo cartaceo o non cartaceo, ed abbia scelto espressamente quest’ultimo*”.

L’art. 34, sesto comma, richiede inoltre che gli intermediari notifichino “*al cliente in tempo utile qualsiasi modifica rilevante delle informazioni fornite ai sensi degli articoli da 29 a 32*”. Si nota come “*la tempestività [sia] rispettata se il dato variato è trasmesso in modo che l’investitore possa efficacemente e, ancora, tempestivamente assumere le conseguenti*

decisioni in modo consapevole (di riallocazione dei capitali, di abbandono di determinati servizi, e via dicendo)”¹⁷³.

Ultimo articolo che si sottolinea in questo paragrafo, le cui regole in parte sono già state precedentemente oggetto di attenzione¹⁷⁴, è l’art. 35 “*Informazioni riguardanti la classificazione dei clienti*”. Secondo il dettato dell’articolo (che si riporta integralmente considerata l’importanza che riveste): “1. *Gli intermediari comunicano su supporto duraturo ai clienti la loro nuova classificazione in qualità di cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata.*

2. *Gli intermediari informano i clienti, su supporto duraturo, circa l’eventuale diritto a richiedere una diversa classificazione e circa gli eventuali limiti che ne deriverebbero sotto il profilo della tutela del cliente.*

3. *Gli intermediari possono, su loro iniziativa o su richiesta del cliente:*

a) *trattare come cliente professionale o cliente al dettaglio un cliente che potrebbe essere altrimenti classificato come controparte qualificata ai sensi dell’articolo 6, comma 2-quater, lettera d), numeri 1), 2), 3) e 5), del Testo Unico nonché ai sensi dell’articolo 58, comma 2;*

b) *trattare come cliente al dettaglio un cliente che è considerato come cliente professionale di diritto”.*

Concludendo, si condivide la dottrina laddove sostiene che: “al di là dell’analitica ricostruzione delle singole disposizioni in tema di informazioni, viene confermata la centralità che, nel sistema delle regole di condotta, assumono gli obblighi informativi, i quali ultimi vengono individuati in via non soltanto generale, ma anche attraverso la puntuale (talvolta, quasi ossessiva) indicazione dei *modi* e dei *tempi* dell’adempimento. Là dove si consideri, poi, che le regole in parola discendono direttamente dalla Direttiva, pare evidente il disegno del legislatore comunitario di introdurre uno *standard* comune che, puntualmente, disciplini l’adempimento degli obblighi in tutti gli Stati membri, introducendo norme di *massima armonizzazione*”¹⁷⁵. Inoltre “l’informazione, conferendo obiettività ai contenuti della relazione negoziale, assume (nell’impianto sistemico della disciplina speciale) un significato che va oltre la mera rendicontazione, assurgendo a misura «idonea» a rendere effettivo l’assioma della parità tra le parti negoziali; essa consente [...] di eliminare gli effetti (negativi)

¹⁷³ CIAN M., *L’informazione nella prestazione dei servizi d’investimento: gli obblighi degli intermediari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., p. 232.

¹⁷⁴ Si rimanda al cap. II, par. 2.3.

¹⁷⁵ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 130.

di una asimmetria relazionale che è contraria all'originaria logica del «contratto», dando spazio, su un piano generale, ad apprezzabili ragioni di «equità» sostanziale¹⁷⁶.

3.3.3. Gli obblighi attinenti all'organizzazione

L'articolo 21, primo comma, lett. d) prevede che “Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento i soggetti abilitati devono:

[...];

d) *disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività”.*

Questa disposizione fa riferimento non solo alle procedure da seguire per il rispetto delle regole di adeguatezza, appropriatezza e *best execution*, ma soprattutto si riferisce alle procedure di controllo interno, meglio specificate agli artt. 12 e seguenti del Regolamento congiunto del 29 ottobre 2007, approvato dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB “Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio” (emanato ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis del T.U.F.).

In particolare le procedure di controllo interno sono suddivise in tre funzioni: conformità (anche detta “*compliance*”), gestione del rischio (“*risk management*”) e revisione interna (“*internal audit*”); tra loro autonome, separate sotto il profilo organizzativo e non gerarchicamente subordinate rispetto a quelle sottoposte a controllo.

Per quanto riguarda la specificazione dei compiti attinenti alle diverse funzioni, definiti dal Regolamento congiunto: “i) alla *compliance* (art. 16) è assegnato il compito di valutare con regolarità l'adeguatezza e l'efficacia delle procedure adottate dall'intermediario al fine di garantire l'adempimento degli obblighi di correttezza e trasparenza e dei presidi adottati per mitigare il rischio di non conformità alle norme di condotta in materia di servizi di investimento e di gestione collettiva; [ii) al *risk management* (art. 13) è attribuito il compito di individuare, controllare e gestire i diversi rischi ai quali il soggetto abilitato è sottoposto]; ii[i)] all'*internal audit* (art. 14) spetta il compito di adottare, applicare e mantenere un piano di

¹⁷⁶ CAPRIGLIONE F., *Dalla trasparenza alla “best execution”*: il difficile percorso verso il “giusto prezzo”, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, I, 480.

audit per l'esame e la valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia dei sistemi, dei processi, delle procedure e dei meccanismi di controllo dell'intermediario"¹⁷⁷.

È da evidenziare come “il corretto assetto organizzativo e l'efficiente articolazione delle funzioni di controllo, che evitino in particolare confusione nell'attribuzione delle responsabilità e duplicazioni nello svolgimento dei compiti, s[ia]no essenziali per assicurare la sana e prudente gestione degli intermediari nonché trasparenza e correttezza dei rapporti con la clientela”¹⁷⁸.

Queste funzioni di cui si è appena discusso vengono svolte secondo il principio di proporzionalità, di cui all'art. 4, secondo comma del Regolamento congiunto: “*Gli intermediari applicano le disposizioni del presente Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati*”.

Questi obblighi organizzativi, sono funzionali anche alla protezione dei clienti poiché tramite l'applicazione di procedure e controlli, si possono individuare e gestire eventuali conflitti d'interesse; l'art. 18 del Regolamento congiunto, ad esempio, regola le operazioni personali svolte da soggetti rilevanti coinvolti in attività che possono dare origine a conflitti di interesse, dei quali si discuterà nel prossimo paragrafo.

3.3.4. La disciplina del conflitto d'interessi

La nozione di “conflitto d'interessi” non viene fornita dal legislatore. È per questo che la dottrina negli anni si è divisa, interpretandola in una maniera più o meno restrittiva, nell'ambito del diritto dei mercati finanziari in particolare¹⁷⁹.

¹⁷⁷ Comunicazione congiunta Banca d'Italia - CONSOB dell'8 marzo 2011 “*in materia di ripartizione delle competenze tra compliance e internal audit nella prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio*”.

¹⁷⁸ Comunicazione congiunta Banca d'Italia - CONSOB dell'8 marzo 2011, cit.

¹⁷⁹ Sul tema del conflitto d'interessi nella prestazione dei servizi d'investimento si rimanda (tra i tanti): D'AQUINO P. S., *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario. Parte II: valutazione di adeguatezza e di appropriatezza. Conflitti di interesse ante e post MiFID. Informazioni per i prodotti non negoziati nei mercati regolamentati. Obbligo di monitoraggio dei titoli acquistati dal cliente*, in *Giur. merito*, 2012, 1745; ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006, pp. 184 e ss.; LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario, op. cit.*, pp. 313 e ss. Anche se anteriori al recepimento della Direttiva MiFID, sono interessanti in questo paragrafo per alcune considerazioni generali: GRANELLI C. e STELLA G. (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007; MENTI P., *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 945.

La dottrina che interpreta la nozione in una maniera più ampia ritiene che la disciplina debba trovare applicazione anche nel caso di “semplice ‘concorrenza di interessi’ (quando cioè l’interesse di cui sia portatore l’intermediario non sia tale da pregiudicare l’interesse del cliente) [, questo] [...] in quanto la *ratio legis* sembra proprio quella di promuovere la fiducia del risparmiatore negli intermediari e quindi di assicurargli protezione anche in caso di mera concorrenza di interessi”¹⁸⁰.

La dottrina prevalente invece preferisce una nozione più restrittiva. Questa nozione si potrebbe basare, confrontando la disciplina generale del conflitto d’interessi e quella speciale, sulla considerazione che “nell’elaborazione tradizionale del concetto di conflitto di interessi nella rappresentanza (e nel mandato), il conflitto è considerato, tutto sommato, una anomalia nei rapporti fra rappresentante e rappresentato, una vera e propria devianza nell’esercizio dei poteri del rappresentante, tanto è vero che si parla di abuso da parte del rappresentante [...]. Nella disciplina dei servizi di investimento si parte dal presupposto, invece, che il conflitto di interessi sia un dato assolutamente normale, strutturale, fisiologico”¹⁸¹. Inoltre, è possibile notare come l’ampliamento eccessivo della nozione potrebbe essere pericoloso per gli stessi clienti che, “inondati” di prudenziali segnalazioni in merito ai diversi conflitti d’interesse sarebbero più difficilmente in grado di distinguere i conflitti di più lieve entità da quelli più gravi e realmente meritevoli di attenzione e di monitoraggio costante.

Si permetta quindi ora, di ricorrere ancora una volta alla dottrina per definire il conflitto d’interessi, il quale “sussiste allorché l’intermediario finanziario [sia] portatore di un interesse in conflitto perché incompatibile con quello dell’investitore. In sostanza [quindi], l’intermediario utilizza i poteri che gli vengono attribuiti dalle norme di legge non per il perseguimento dei fini per i quali [gli vengono conferiti] (e cioè il perseguimento degli interessi dell’investitore al fine di ottenere il migliore risultato possibile) ma per il perseguimento di utilità che gli sono proprie”¹⁸².

La motivazione per la quale nella prestazione dei servizi di investimento, è necessario prestare una particolare attenzione al sorgere di conflitti d’interesse all’interno del rapporto intermediario-cliente, è spiegata dal 29° Considerando della Direttiva MiFID, che afferma: “*La gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano*

¹⁸⁰ LUMINOSO A., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in GRANELLI C. e STELLA G. (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, op. cit., p. 50.

¹⁸¹ STELLA G., *Il conflitto di interesse nei rapporti di gestione e di rappresentanza. Principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento*, in GRANELLI C. e STELLA G. (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, op. cit., p. 4.

¹⁸² INZITARI B. e PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, op. cit., p. 119.

simultaneamente ha aumentato le possibilità che vi siano conflitti tra queste diverse attività e gli interessi dei clienti. È pertanto necessario prevedere regole volte a garantire che tali conflitti non si ripercuotano negativamente sugli interessi dei loro clienti". Si può quindi evidenziare e confermare come la polifunzionalità degli intermediari porti con sé il nascere di fisiologiche situazioni conflittuali.

Situazioni di conflitto d'interesse si rinvencono a titolo esemplificativo nel caso in cui una banca sia fortemente esposta nei confronti di una società ed allo stesso tempo si trovi a dover consigliare, vendere od operare discrezionalmente sui titoli emessi dalla società debitrice, in questo caso il pericolo sussiste quando questa banca suggerisca, consigli od effettui determinate operazioni non in quanto giudicate nell'interesse di un proprio cliente terzo, ma con la finalità di alleggerire la propria posizione di creditrice^{183 184}.

Ci si chiede quindi quale sia la disciplina vigente del conflitto d'interessi. È opportuno innanzitutto richiamare la normativa comunitaria, in particolare gli articoli 13 "*Requisiti di organizzazione*" e 18 "*Conflitti di interesse*" della Direttiva MiFID, recepiti nell'ordinamento interno con il D.L.vo. 17 settembre 2007, n. 164, che ha inserito il comma 1-*bis* dell'art. 21 del T.U.F. Si evidenzia come "il trattamento che [questa] Direttiva riserva al problema del conflitto di interessi [sia] strutturato attorno a quattro direttive fondamentali, che, di conseguenza, sono entrate a far parte del sistema del TUF: a) le misure organizzative ed amministrative da adottare ai sensi dell'art. 13 par. 3 onde evitare i conflitti di interesse; b) l'obbligo di identificare i conflitti, non evitabili per via organizzativa e amministrativa, che potrebbero insorgere con i clienti; c) l'obbligo di informarli «della natura generale e/o delle fonti» dei conflitti la cui nocività non sia con «ragionevole certezza» evitabile e d) il dovere di agire «in modo onesto, equo e professionale per servir[n]e al meglio gli interessi» sancito in via generale dall'art. 19 par. 1"¹⁸⁵.

Dopo aver richiamato la normativa comunitaria, si analizza il recepimento della stessa all'interno dell'ordinamento italiano, iniziando dall'art. 21, comma 1-*bis* del T.U.F., il quale prescrive:

¹⁸³ Esempio tratto (con alcune modifiche) da: ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 132, nt. 13.

¹⁸⁴ Anche il Tribunale di Taranto, con sentenza del 27 ottobre 2004, n. 2273, in www.adusbef.it, ha confermato come questa fattispecie possa essere ritenuta una situazione di conflitto d'interessi.

¹⁸⁵ BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio: l'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009, p. 98. La visione del quadro normativo come poggiate su quattro pilastri, è un'immagine di ENRIQUES L. (cfr.: ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, op. cit., pp. 184 e ss.).

“1-bis. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie:

a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;

b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;

c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati”.

Si può quindi comprendere la rilevanza attribuita agli obblighi organizzativi, che devono essere idonei non solo a prevenire gli eventuali conflitti di interesse, ma anche ad identificarli e gestirli. Nel caso in cui tali misure non siano sufficienti ad *“assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato”*, gli intermediari saranno tenuti ad informare (c.d. *“disclosure”*) i clienti del conflitto d’interessi sussistente¹⁸⁶. *“Le norme, [quindi], mirano, da un lato a prevenire e gestire le situazioni di conflitto di interessi degli intermediari, assicurando la loro indipendenza, e, dall’altro lato, a permettere l’esecuzione dell’operazione, purché vi sia la massima trasparenza circa l’esistenza del conflitto”*¹⁸⁷.

Si rivolge l’attenzione ora in modo specifico alla normativa regolamentare che si occupa della tematica, grazie alla delega di cui all’art. 6, comma 2-*bis* del T.U.F., il quale prevede che *“La Banca d’Italia e la Consob [, in funzione del loro compito di vigilanza regolamentare,] disciplin[i]no congiuntamente mediante regolamento, con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché alla gestione collettiva del*

¹⁸⁶ Sul punto si ritiene di abbracciare quella parte di dottrina (cfr. ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pp. 132 e ss.) che ritiene tale obbligo di prevenzione sottointeso alla luce della nuova normativa, anche se sul punto non vi è unanimità (cfr. CESR: gennaio 2005, riferimento CESR/05-024c, *“CESR’s Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments”*; questo documento è disponibile su: <<http://www.esma.europa.eu>> [Data di accesso: 20/07/2014].

¹⁸⁷ AMOROSINO S., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, op. cit., p. 111 (il corsivo è nostro).

risparmio, gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di: [...] l) gestione dei conflitti di interesse, potenzialmente pregiudizievoli per i clienti”. Ci si riferisce quindi, in particolare, agli articoli 23, 24, 25, 26 del Regolamento congiunto CONSOB - Banca d’Italia.

L’art. 23 “Principi generali” richiede agli intermediari di adottare “ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o tra clienti, al momento della prestazione di qualunque servizio ed attività di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi” (art. 23, primo comma). Inoltre i soggetti abilitati sono chiamati a gestire i conflitti di interesse anche “adottando idonee misure organizzative” (di cui si è già fatto cenno) “e assicurando che l’affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti¹⁸⁸ impegnati in attività che implic[hino] un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti” (art. 23, secondo comma). Quando le misure organizzative adottate “non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari [sono tenuti ad informare] chiaramente i clienti” (tramite un supporto duraturo e con un grado di dettaglio adeguato alla natura del cliente), “prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano” (art. 23, terzo e quarto comma).

L’art. 24 “Conflitti di interesse rilevanti” è rappresentativo di alcune situazioni che meritano un adeguato monitoraggio, è quindi un elenco di possibili situazioni conflittuali: “Ai fini dell’identificazione dei conflitti di interesse che possono insorgere nella prestazione dei servizi e che possono danneggiare gli interessi di un cliente, gli intermediari considerano, quale criterio minimo, se a seguito della prestazione di servizi, essi, un soggetto rilevante o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto:

¹⁸⁸ Per “soggetti rilevanti” si intendono ai sensi dell’art. 2, primo comma, lett. p) del Regolamento congiunto, i soggetti appartenenti ad una delle seguenti categorie:

“i) i componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell’entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell’intermediario;

ii) dipendenti dell’intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell’intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all’esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario;

iii) persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all’intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l’esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario”.

- a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente;
- b) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo;
- c) abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato;
- d) svolgano la medesima attività del cliente;
- e) ricevano o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio”.

Per quanto riguarda in particolare l'ultimo punto, la lett. e), si ricorda come il tema degli “incentivi” (anche conosciuti con la terminologia inglese “*inducements*”) sia disciplinato, a seguito del recepimento della Direttiva MiFID, in maniera autonoma dall'art. 52 del Regolamento Intermediari, che prevede che di regola gli intermediari non possano in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ad un cliente, *versare o percepire* compensi o commissioni oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie ad eccezione di tre casi, elencati nello stesso articolo¹⁸⁹.

Tornando alla disciplina presente nel Regolamento congiunto, l'art. 25 “*Politica di gestione dei conflitti di interesse*” si occupa di stabilire come gli intermediari debbano seguire un preciso *iter* (precisato in una procedura scritta) al fine di gestire i conflitti di interesse (tenendo in considerazione il principio di proporzionalità) (art. 25, primo comma). Questa politica di gestione deve (art. 25, secondo comma):

¹⁸⁹ Le eccezioni alle quali ci si sta riferendo riguardano:

- “a) compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un cliente o da chi agisca per conto di questi;
- b) compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un terzo o da chi agisca per conto di questi, qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni:
 - b1) l'esistenza, la natura e l'importo di compensi, commissioni o prestazioni, o qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo sono comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o accessorio;
 - b2) il pagamento di compensi o commissioni o la fornitura di prestazioni non monetarie è volta ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento da parte dell'intermediario dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente;
- c) compensi adeguati che rendano possibile la prestazione dei servizi o siano necessari a tal fine, come ad esempio i costi di custodia, le commissioni di regolamento e cambio, i prelievi obbligatori o le spese legali, e che, per loro natura, non possano entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti”.

- “a) consentire di individuare, in relazione ai servizi e alle attività di investimento e ai servizi accessori prestati, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti;*
- b) definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti”.*

Inoltre queste procedure e misure, appena richiamate, devono garantire che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività che implicano un conflitto di interesse *“svolgano tali attività con un grado di indipendenza appropriato, tenuto conto delle dimensioni e delle attività dell’intermediario e del suo gruppo nonché della rilevanza del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati”* (art. 25, terzo comma). Per garantire *“il grado di indipendenza appropriato”*, gli intermediari adottano, laddove appropriato, misure e procedure volte a:

- “a) impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più clienti;*
- b) garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni coinvolgono interessi potenzialmente in conflitto con quelli del cliente per conto del quale un servizio è prestato;*
- c) eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti rilevanti che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare tra loro situazioni di potenziale conflitto di interesse;*
- d) impedire o limitare l’esercizio di un’influenza indebita sullo svolgimento, da parte di un soggetto rilevante, di servizi o attività di investimento o servizi accessori;*
- e) impedire o controllare la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante a distinti servizi o attività di investimento o servizi accessori, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse”.*

Ed ancora, nel caso in cui le misure e le procedure elencate non assicurino l’indipendenza richiesta, *“gli intermediari devono adottare le misure e le procedure alternative o aggiuntive necessarie e appropriate a tal fine”* (art. 25, sesto comma).

Infine, l’art. 26 *“Registro”* prevede che gli intermediari istituiscano e aggiornino *“in modo regolare un registro nel quale [vengano riportate], annotando i tipi di servizi di investimento o accessori o di attività di investimento interessati, le situazioni nelle quali sia*

sorto, o, nel caso di un servizio o di un'attività in corso, possa sorgere un conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti”.

Concludendo quindi questa seppur breve disanima della normativa vigente sul conflitto d'interessi, si evidenzia come questa si applichi a tutti i clienti. “Infatti, appare da un lato logico che il cliente esperto benefici di minori protezioni e di minori obblighi informativi rispetto al cliente al dettaglio, ma dall'altro non apparirebbe giustificato consentire all'intermediario agire in situazioni sospette o addirittura di infedeltà per il solo fatto dell'esperienza del cliente”¹⁹⁰.

Tuttavia la nuova disciplina non risulta sempre essere accolta positivamente dalla dottrina laddove osserva come essa “renda la gestione del conflitto ‘opaca’: la situazione di conflitto, infatti, viene esternalizzata, e resa nota all'investitore, soltanto in casi estremi, di guisa che l'investitore in generale non saprà neppure che, in una determinata attività od operazione, l'intermediario è portatore di un conflitto”¹⁹¹.

3.4. La normativa regolamentare

I principi generali di cui all'art. 21 del T.U.F., trovano la loro più precisa applicazione nelle *rules* di adeguatezza, appropriatezza e *best execution*, disciplinate dall'art. 39 all'art. 48 del Regolamento Intermediari. “La funzione caratterizzante di queste regole risiede in ciò che esse rappresentano i momenti maggiormente qualificanti della condotta degli intermediari, ossia quelli su cui si misura, in primo luogo e innanzitutto, il rispetto da parte dei soggetti abilitati dei principi generali richiamati dall'art. 21 TUF”^{192 193}.

¹⁹⁰ CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, op. cit., p. 698.

¹⁹¹ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 137.

¹⁹² Idem, *ibidem*.

¹⁹³ Un approfondimento di questi temi è ricavabile (tra i tanti) da: ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pp. 137 e ss.; FRUMENTO L., *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva MIFID*, in *Contratti*, 2007, 583; LENER R. e LUCANTONI P., *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 369; SANGIOVANNI V., *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la MIFID*, in *Corr. giur.*, 2010, 1385; SANTOCCHI V., *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., pp. 281 e ss.

3.4.1. La regola di adeguatezza

La regola di adeguatezza (la c.d. “*suitability rule*”), dalla dottrina vista come “una sorta di «personalizzazione» delle operazioni di investimento”¹⁹⁴, già operante nel regime previgente, è stata profondamente rinnovata con il recepimento della Direttiva MiFID (si rimanda in particolare all’art. 19, quarto paragrafo della Direttiva, ed agli artt. 35 e 37 della corrispondente Direttiva attuativa 2006/73/CE).

La regola dell’adeguatezza, nell’ordinamento interno, è disciplinata, in via regolamentare, dagli artt. 39 “*Informazioni dai clienti nei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli*” e 40 “*Valutazione dell’adeguatezza*” del Regolamento Intermediari.

Innanzitutto, la regola di adeguatezza non si applica, a differenza di quanto avveniva nel sistema *pre-MiFID* a tutti i servizi, ma solo ai servizi di consulenza in materia di investimenti ed al servizio di gestione di portafogli, mentre agli altri servizi si applicherà la più “tenue” regola di appropriatezza. “Questa disparità di trattamento si giustifica con il fatto che la consulenza e la gestione sono servizi in cui rileva maggiormente la discrezionalità dell’intermediario finanziario. Nel caso della consulenza l’intermediario dà raccomandazioni personalizzate al cliente, potendolo – in ipotesi – spingere a effettuare investimenti particolarmente rischiosi. Nella fattispecie poi della gestione la discrezionalità [dell’intermediario] è di tutta evidenza, avendo il potere di gestire con autonomia il patrimonio che [gli] viene affidato. Di qui l’esigenza di una particolare tutela preventiva del cliente, che trova espressione nel principio di adeguatezza”¹⁹⁵.

Come si ha già avuto modo di sottolineare, gli intermediari per giudicare un servizio adatto o meno al profilo del cliente al quale prestano il servizio, necessitano di un insieme di informazioni, elencate all’art. 39 (la c.d. “*know your customer rule*”). *In primis* quindi l’intermediario deve ottenere informazioni in merito “*alla conoscenza ed all’esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio*”, ed ancora “*alla situazione finanziaria*” ed “*agli obiettivi di investimento*” del suo cliente o potenziale tale (art. 39, primo comma). Le informazioni necessarie vengono quindi specificate, tenendo conto “*delle caratteristiche del cliente, della natura e dell’importanza del servizio da fornire, del tipo di prodotto od operazione previsti, [...] della complessità e dei rischi [del] servizio,*

¹⁹⁴ COLLETTI A., *Il conflitto di interessi nella disciplina dei servizi di investimento*, in DI NELLA L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari: applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, Napoli, 2007, p. 116.

¹⁹⁵ SANGIOVANNI V., *L’adeguatezza degli investimenti prima e dopo la MiFID*, cit., 1393.

prodotto od operazione”. In particolare le informazioni ulteriori delle quali l’intermediario dovrebbe venire in possesso per poter esprimere un fondato giudizio di adeguatezza, per specificare la conoscenza ed esperienza nel settore di investimento concernono *“i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente”* (art. 39, secondo comma). Per quanto riguarda la situazione finanziaria del cliente o potenziale tale, l’intermediario, ove pertinente, dovrebbe ottenere informazioni *“sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo e dei suoi impegni finanziari”* (art. 39, terzo comma). Infine, le informazioni rilevanti sugli obiettivi di investimento, *“includono dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l’investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell’investimento, ove pertinenti”* (art. 39, quarto comma).

Gli intermediari quindi, ottenute le informazioni di cui sopra, e tenuti a fare affidamento su di esse, *“a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete”* (art. 39, quinto comma), *“valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente, sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all’investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all’operazione o alla gestione del suo portafoglio”*. L’intermediario, inoltre, deve considerare il fatto che un’operazione anche se *“considerata isolatamente”* risulta adeguata, può diventare inadeguata se compiuta con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente (art. 40, primo comma). Quando la valutazione di adeguatezza è fornita ad un cliente professionale i criteri da soddisfare sono solo i primi due elencati, perché il terzo è presunto (art. 40, secondo comma); mentre quando il cliente è professionale di diritto l’unico criterio che l’intermediario deve valutare è quello di corrispondenza tra l’operazione e gli obiettivi di investimento del cliente, essendo gli altri due anche in questo caso presunti (art. 40, terzo comma).

Da quanto discusso fino a questo momento, si ritiene di condividere la dottrina che afferma come *“l’articolazione delle condotte dovute dall’intermediario in relazione alla tipologia dell’investitore, in funzione della sua quanto più precisa «profilatura», si presenta*

altresì non solo nella fase anteriore alla conclusione del contratto e nella predisposizione del contratto medesimo, ma anche nel corso dell'intero svolgimento del rapporto, in occasione delle singole operazioni che vanno a svolgersi: fase, questa, in cui ci si spinge verso una tendenziale personalizzazione del comportamento a contenuto informativo e da attuarsi con l'appropriata trasparenza”¹⁹⁶.

Concludendo, il punto più innovativo del nuovo sistema è l'obbligo di astensione dell'intermediario nel caso in cui lo stesso ritenga l'operazione non adeguata al cliente. Anche nel caso in cui l'intermediario non ottenga le informazioni necessarie da parte del cliente l'astensione è l'unica soluzione possibile (art. 39, sesto comma). “Come dire, il nuovo sistema dell'adeguatezza è governato da un'unica regola, quella dell'astensione. Se l'operazione è considerata inadeguata, l'intermediario si astiene infatti dall'effettuarla. Punto”¹⁹⁷; e questa nemmeno a dirlo è una fonte di tutela che non può essere criticata.

3.4.2. La regola di appropriatezza

La regola di appropriatezza è una novità del nuovo sistema, ovviamente anch'essa di derivazione comunitaria (art. 19, quinto paragrafo della Direttiva MiFID ed artt. 36 e 37 della corrispondente Direttiva attuativa 2006/73/CE).

La regola di appropriatezza, nell'ordinamento interno, è disciplinata dagli artt. 41 “*Informazioni dai clienti nei servizi diversi da quelli di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli*” e 42 “*Valutazione dell'appropriatezza*” del Regolamento Intermediari, e si applica a tutti i servizi di investimento ad esclusione della consulenza e della gestione di portafogli.

L'art. 41 richiede agli intermediari di informarsi, per la pronuncia del giudizio di appropriatezza dal proprio cliente o potenziale tale, sulla “*sua conoscenza e esperienza nel settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto*”.

In questo caso, a differenza del giudizio di adeguatezza, l'intermediario deve giudicare solamente il fatto che “*il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto*”.

¹⁹⁶ JANNARELLI A., *Il contraente-risparmiatore*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, 73.

¹⁹⁷ SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p.55.

comporta” (art. 42, primo comma); questo livello di esperienza e conoscenza è presunto nel caso di clienti professionali (art. 42, secondo comma).

Qualora gli intermediari valutino lo strumento o il servizio non appropriato, avvertono di tale situazione il cliente o potenziale cliente, anche tramite un formato standardizzato (art. 42, terzo comma), ma possono comunque effettuare l’operazione o il servizio. Non sussiste quindi un obbligo di astensione a carico degli intermediari, come invece nel giudizio di adeguatezza.

L’ultima fattispecie disciplinata dall’art. 42, riguarda il caso in cui il cliente o potenziale cliente non fornisca le informazioni necessarie all’intermediario per formulare il giudizio di appropriatezza, in questo caso l’intermediario avvertirà il cliente o potenziale tale, con la possibilità di fornire l’informativa su formato standardizzato, che la mancanza delle informazioni richieste gli impedirà di *“determinare se il servizio o lo strumento sia per lui appropriato”* (art. 42, quarto comma).

La nuova regola di appropriatezza, non è stata apprezzata da parte della dottrina, che ritiene che questa *“riduc[a] significativamente il livello di tutela dell’investitore a fronte di uno sgravio degli adempimenti in capo agli intermediari”*¹⁹⁸. Questo a causa della più lieve disciplina dell’appropriatezza rispetto a quella dell’adeguatezza, che nel sistema previgente era applicata a tutti i servizi; ed al fatto che, sebbene un servizio o un’operazione siano inappropriati possano comunque essere effettuati, semplicemente avvertendo il cliente o potenziale tale, anche utilizzando un formato standardizzato.

3.4.3. I servizi di *“execution only”*

La Direttiva MiFID ha introdotto, insieme alla regola di appropriatezza, anche un’ulteriore previsione per quanto riguarda i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini, che consiste nell’esentare gli intermediari dal raccogliere le informazioni dai propri clienti o dal procedere alla valutazione di appropriatezza, a condizione che vengano soddisfatte *“le seguenti condizioni:*

a) i suddetti servizi [siano] connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, a strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di

¹⁹⁸ SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p.56.

debito che incorporano uno strumento derivato), OICR armonizzati ed altri strumenti finanziari non complessi¹⁹⁹;

b) il servizio [sia] prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente;

c) il cliente o potenziale cliente [sia] stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato;

d) l'intermediario rispett[i] gli obblighi in materia di conflitti di interesse” (art. 43 Regolamento Intermediari).

Questa modalità “*execution only*”, come è intuibile, ha la finalità di rendere più rapida l'esecuzione dei servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini nel caso in cui si rispettino le condizioni appena riportate e quindi di permettere una riduzione dei costi. Questa modalità di prestazione dei servizi è stata criticata laddove la stessa possa comportare anche una riduzione della tutela dei clienti, causata da “un abbassamento della qualità dei modi di svolgimento dei servizi d'investimento”²⁰⁰.

3.4.4. La *best execution*

La regola della *best execution*, che consiste nell'imporre agli intermediari di adottare tutte le misure ragionevoli (mettendo in atto meccanismi efficaci) al fine di ottenere, nell'esecuzione degli ordini dei clienti, il miglior risultato possibile (il c.d. “*best possible result*”), è stata ridefinita con l'introduzione della Direttiva MiFID, che la disciplina all'art. 21, rubricato “*Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente*”.

¹⁹⁹ La definizione di “*strumento finanziario non complesso*” si trova all'art. 44 del Regolamento Intermediari, appunto rubricato “*Strumenti finanziari non complessi*”, il cui dettato stabilisce: “*Uno strumento finanziario [...] è considerato non complesso se soddisfa i seguenti criteri:*

a) non rientra nelle definizioni di cui all'articolo 1, comma 1-bis), lettere c) e d), del Testo Unico, nonché nelle definizioni di cui all'articolo 1, comma 2, lettere d), e), f), g) h), i) e j) del Testo Unico;

b) esistono frequenti opportunità di cedere, riscattare od ottenere altrimenti il corrispettivo di tale strumento a prezzi che siano pubblicamente disponibili per i partecipanti al mercato. Tali prezzi devono essere quelli di mercato o quelli messi a disposizione, ovvero convalidati, da sistemi di valutazione indipendenti dall'emittente;

c) non implica alcuna passività effettiva o potenziale per il cliente che vada oltre il costo di acquisizione dello strumento;

d) sono pubblicamente disponibili informazioni sufficientemente complete e di agevole comprensione sulle sue caratteristiche in modo tale che il cliente al dettaglio medio possa prendere una decisione informata in merito alla realizzazione o meno di un'operazione su tale strumento”.

²⁰⁰ SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 58.

La disciplina della *best execution*, nell'ordinamento interno, è ora delineata agli artt. 45-48 del Regolamento Intermediari.

Bisogna sottolineare come “la ricerca delle condizioni di *best execution* debba [...] avvenire con riferimento alle possibili sedi di esecuzione cui l'intermediario ha accesso: sedi [*trading venues*] che vanno messe a confronto ed, eventualmente, in competizione tra di loro, al fine di ottenere il risultato richiesto dalla disciplina (“la miglior esecuzione”)^{201 202}. A questo fine, l'art. 45 “*Misure per l'esecuzione degli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente*”, definendo gli obblighi ai quali gli intermediari devono sottostare nel rispetto del criterio guida della *best execution*, richiede agli stessi di definire ed attuare una strategia di esecuzione degli ordini (la c.d. “*order execution policy*”) che permetta di ottenere il miglior risultato possibile per la clientela.

Vi è da rilevare che nel caso in cui il cliente intervenga nel servizio, impartendo lui stesso istruzioni, la regola della *best execution* trova di conseguenza disapplicazione.

La strategia di esecuzione degli ordini, oltre a dover rispettare i canoni minuziosi richiesti dall'art. 45²⁰³, deve essere comunicata, (insieme ad altre informazioni), ai sensi dell'art. 46 “*Informazioni sulla strategia di esecuzione degli ordini*” ai clienti, che devono approvarla.

È di considerevole rilevanza la previsione che pone in capo agli intermediari la dimostrazione ai clienti, su richiesta, di aver “*eseguito gli ordini in conformità della strategia*

²⁰¹ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 142.

²⁰² Per “*sedi di esecuzione*”, anche chiamate “*trading venues*”, “*execution venues*” od ancora “*entities*” si intendono principalmente: i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF - *Multilateral Trading Facilities*), i *market maker*, gli internalizzatori sistematici (“*soggett[i] che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia[no] per conto proprio eseguendo gli ordini de[i] client[i] al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione*” - ai sensi dell'art. 1, comma 5-ter del T.U.F.).

²⁰³ L'art. 45 del Regolamento Intermediari, in particolare nei primi tre commi, prescrive: “1. *Gli intermediari adottano tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, mettono in atto meccanismi efficaci, per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.*

2. *Per stabilire l'importanza relativa dei fattori di cui al comma 1, gli intermediari tengono conto dei seguenti criteri:*

- a) *caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale;*
- b) *caratteristiche dell'ordine del cliente;*
- c) *caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine;*
- d) *caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto.*

3. *Nel rispetto dei commi 1 e 2, gli intermediari adottano una strategia di esecuzione degli ordini finalizzata a:*

- a) *individuare, per ciascuna categoria di strumenti, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente;*
- b) *orientare la scelta della sede di esecuzione fra quelle individuate ai sensi della lettera a)”.*

di esecuzione” (art. 46, quinto comma). Inoltre, ai sensi del successivo art. 47 “*Verifica ed aggiornamento delle misure e della strategia di esecuzione*”, gli intermediari, oltre a controllare “*l’efficacia delle loro misure di esecuzione degli ordini e della loro strategia di esecuzione in modo da identificare e, se del caso, correggere eventuali carenze*” (art. 47, primo comma), “*riesaminano le misure e la strategia di esecuzione con periodicità almeno annuale, ed anche al verificarsi di circostanze rilevanti, tali da influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l’esecuzione degli ordini dei clienti utilizzando le sedi incluse nella strategia di esecuzione*” (art. 47, secondo comma), ed infine “*comunicano ai clienti qualsiasi modifica rilevante apportata alla strategia di esecuzione adottata*” (art. 47, terzo comma).

La regola della *best execution* si applica anche ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione di portafogli, ed in questo caso viene disciplinata dall’art. 48 “*Misure per la trasmissione degli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente*”, che in parte richiama l’art. 45 ed in parte adatta gli obblighi degli intermediari alle caratteristiche specifiche di questi due servizi, laddove la strategia non è più di “*esecuzione*” ma di “*trasmissione*”.

Concludendo si può dunque notare come la dottrina abbia evidenziato che “la direttiva MiFID pone, in sostanza, l’accento sulle misure organizzative e sui procedimenti adottati dall’intermediario per il conseguimento della *best execution*, piuttosto che sul risultato finale ottenuto nei singoli casi. Potrà, quindi, verificarsi che, in alcune circostanze, il risultato ottenuto non sia il migliore tra quelli astrattamente conseguibili, ad esempio nel caso in cui il prezzo avrebbe potuto essere migliore per il singolo cliente in una sede di negoziazione diversa da quelle contemplate nella strategia di esecuzione dell’intermediario e da questi utilizzate. Pertanto, la *best execution* ottenibile per il cliente viene definita dalla MiFID in termini ampi che fanno riferimento sia al prezzo che ad altri criteri di valutazione della convenienza di un’operazione in materia finanziaria”²⁰⁴.

²⁰⁴ VITELLI F., *Contratti derivati e tutela dell’acquirente*, op. cit., p. 248.

3.5. Cenni sulla normativa previgente: obblighi informativi, adeguatezza e conflitto d'interessi

Per l'importanza che ancora riveste il Regolamento CONSOB n. 11522/1998 a causa dei numerosi contenziosi sorti in materia nell'ultimo decennio, è necessario svolgere una breve analisi della disciplina (nei suoi aspetti più rilevanti), in particolare, relativa agli obblighi informativi, all'adeguatezza ed al conflitto d'interessi, per poi, nel capitolo che segue analizzare la giurisprudenza che consegue all'inadempimento degli obblighi correlati a queste discipline.

3.5.1 Gli obblighi informativi

Gli obblighi informativi si sostanziavano anche nel sistema previgente in un'ottica bidirezionale: richiedere e fornire informazioni (art. 21, primo comma, lett. *b*). Per quanto riguarda in particolare il “dovere di informarsi gravante sull'intermediario, funzionale all'esigenza di operare scelte calibrate sugli obiettivi di investimento del risparmiatore, [questo] si manifesta[va] in una duplice veste, sia nel senso del reperimento di informazioni riguardanti il cliente (c.d. *know your customer rule*), sia nel senso del reperimento di informazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto di operazioni di investimento (c.d. *know your merchandise rule*). Con riferimento alla *know your merchandise rule* si intende evidenziare la necessità che l'intermediario, soggetto professionalmente capace, acquisisca una conoscenza approfondita degli strumenti offerti sul mercato in funzione del servizio che andrà a svolgere in favore della clientela”²⁰⁵.

Quest'ultima regola era prescritta nel vecchio Regolamento Intermediari all'art. 26, primo comma, lett. *e*), rubricato “*Regole generali di comportamento*” il quale richiedeva: “*Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire*”.

²⁰⁵ SANTOCCHI V., *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., p. 289.

Quest'obbligo si rinveniva in maniera speculare, come obbligo di informare all'art. 28, secondo comma, rubricato "*Informazioni tra gli intermediari e gli investitori*" che disponeva per i clienti al dettaglio: "*Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento*". Gli intermediari erano inoltre tenuti a "*consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari*" (art. 28, primo comma, lett. b)).

La regola del "*know your merchandise*", a prima vista, sembrerebbe svanita nel sistema vigente. Ma non è così. Infatti viene semplicemente presupposta dall'art. 28, terzo comma e dall'art. 31 del nuovo Regolamento Intermediari. Infatti, il confronto di diversi servizi di investimento o accessori e strumenti finanziari presuppone la conoscenza degli stessi (art. 28, terzo comma).

Per quanto riguarda invece la cosiddetta regola del "*know your customer*", funzionale ai giudizi di adeguatezza ed appropriatezza nel sistema attuale, ed in quello previgente al solo giudizio di adeguatezza, questa era disciplinata in via regolamentare agli artt. 28 e 29 del vecchio Regolamento Intermediari. L'art. 28, sopra citato, in particolare prevedeva: "*Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono: a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore*" (art. 28, primo comma, lett. a)).

In particolare, si evidenzia che qualora il cliente al dettaglio non avesse fornito "le notizie richieste", l'intermediario non era esonerato "dall'obbligo di valutare l'adeguatezza delle operazioni [ai sensi dell'art. 29 "*Operazioni non adeguate*"] alla luce dei dati comunque disponibili ed alla particolare esperienza e qualificazione professionale dell'investitore"²⁰⁶. Di tale avviso anche una sentenza che condivide e riprende la comunicazione della CONSOB n. DI/30396 del 21 aprile 2000, affermando, in un estratto: "*in nessun caso gli intermediari sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dai clienti, neanche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione*

²⁰⁶ SALVATORE M., *Servizi di investimento e responsabilità civile*, op. cit., p. 304.

patrimoniale o finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso la valutazione andrà condotta in ossequio dei principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio anche alla luce dalla pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato'²⁰⁷. Un'altra sentenza, dal rifiuto dell'investitore di fornire le informazioni richieste dall'intermediario ne trae come conseguenza la presunzione di bassa propensione al rischio del cliente: *"Dal rifiuto dell'investitore di fornire all'intermediario informazioni sulla propria situazione finanziaria e propensione al rischio non possono discendere conseguenze sfavorevoli all'investitore stesso, nel senso che dall'assenza di informazioni, l'intermediario autorizzato non può che desumere una propensione al rischio minima o ridotta, una scarsa conoscenza degli strumenti finanziari e, di conseguenza, obiettivi di investimento orientati alla conservazione del capitale investito, piuttosto che alla massimizzazione della redditività, con l'unica salvezza dell'eventualità che le informazioni in argomento non siano desumibili aliunde, dalle scelte di investimento ed, in generale, dal comportamento in precedenza tenuto dall'investitore nel rapporto con la Banca*'^{208 209}.

Si può concludere ora questa breve analisi degli obblighi informativi della normativa previgente, notando come, il principio cardine, che si pone quale punto di raccordo delle differenti discipline, *pre* e *post*-MiFID, sia quello "consistente nella *funzionalizzazione* – e si può dire vera e propria *finalizzazione* – dei vari obblighi di informazione all'unico obiettivo ripetutamente dichiarato dal legislatore di assicurare al risparmiatore o investitore il massimo di conoscenze qualificate utili e rilevanti possibili, che valgano a porlo nella condizione ideale di effettuare consapevoli e ragionate scelte di investimento o disinvestimento, sul presupposto di una postulata correlazione funzionale della conoscenza quale guida alla volontà dell'agire

²⁰⁷ Trib. Roma, 8 ottobre 2004, in *Giur. comm.*, 2006, II, 699; in questo senso anche Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in www.ilcaso.it.

²⁰⁸ Trib. Monza, 16 dicembre 2004, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006, II, 498.

²⁰⁹ Cfr. COLLETTI A., *Il conflitto di interessi nella disciplina dei servizi di investimento*, in DI NELLA L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari: applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, *op. cit.*, p. 117, il quale afferma: "Il rifiuto proveniente da quest'ultimo [l'investitore] non vale ad esonerare l'intermediario dallo specifico dovere di informazione e dalla verifica dell'adeguatezza del prodotto finanziario oggetto della negoziazione. Semmai dal rifiuto del cliente sarà possibile desumere una propensione al rischio minima o ridotta, una scarsa conoscenza degli strumenti finanziari e, conseguentemente un obiettivo d'informazione orientato, più che all'incremento del guadagno, alla conservazione dello stesso. Da qui la minimizzazione del rischio per il cliente".

intenzionale e cosciente e momento costitutivo essenziale della intera esperienza pratica dell'uomo"²¹⁰.

3.5.2. L'adeguatezza

Proseguendo ora l'indagine, in materia di adeguatezza, l'art. 29 stabiliva: "*Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione*".

Il vecchio Regolamento Intermediari non specificava il significato dei termini "tipologia, oggetto, frequenza e dimensione".

La giurisprudenza, ha ritenuto inadeguata per "tipologia" un'operazione avvenuta successivamente al declassamento del *rating* del titolo acquistato "*dal quale poteva ragionevolmente desumersi la crisi economica esistente all'interno del Paese [l'Argentina] e la conseguente difficoltà dello Stato estero ad adempiere agli impegni economici assunti*"²¹¹.

L'oggetto invece sembra coincidere con "lo strumento finanziario che viene concretamente acquistato"²¹².

Il giudizio di inadeguatezza per "frequenza" (il c.d. "*churning*") "si realizza tipicamente quando il portafoglio del cliente viene movimentato in modo eccessivo (perseguendo l'intermediario il fine di guadagnare commissioni), senza che le operazioni poste in essere abbiano una reale giustificazione economica"²¹³.

Infine per quanto concerne la "dimensione" "in assenza di precisi indici normativi che specific[assero] il livello dimensionale oltre il quale un'operazione potesse ritenersi inadeguata, si sono registrate in giurisprudenza decisioni contrastanti e raramente supportate da solide basi economico-finanziarie"²¹⁴. Richiamando, a titolo esemplificativo, la sentenza del Tribunale di Milano, considerata per la definizione del concetto di "tipologia", l'operazione era stata ritenuta inadeguata per "dimensione" dato "*il fatto che l'operazione [avesse] impegnato circa un terzo del patrimonio complessivo degli attori*".

²¹⁰ SCALISI V., *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in MAZZAMUTO S. e TERRANOVA G. (a cura di), *L'intermediazione mobiliare: Studi in onore di Aldo Maisano*, op. cit., pp. 71 e ss.

²¹¹ Trib. Milano, 18 febbraio 2009, in *Giur. it.*, 2010, 338.

²¹² SANGIOVANNI V., *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la MIFID*, cit., 1386 e ss.

²¹³ Idem, *Ibidem*.

²¹⁴ FIORIO P., *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, in *Giur. it.*, 2010, 343, nt. 3.

Gli intermediari erano quindi tenuti ad effettuare il giudizio di adeguatezza tenendo in considerazione le informazioni raccolte ai sensi dell'art. 28; in questo modo confermando la funzionalità del preliminare dovere di “informarsi” a carico degli stessi.

La disciplina sull'adeguatezza si differenzia profondamente nel regime *pre*-MiFID rispetto a quello *post*-MiFID, nel prevedere la possibilità da parte dell'art. 29, terzo comma del vecchio Regolamento Intermediari, di rendere “superabile” il giudizio di inadeguatezza, ottenendo dai clienti un “consenso informato”: “*Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute*”.

Questa previsione, non fu accolta senza contestazioni dalla dottrina che sottolineava come la stessa non fosse sufficiente ad escludere l'azione di responsabilità nei confronti degli intermediari (nel caso ovviamente di operazioni inadeguate), ed ancora come la stessa si ponesse in contrasto con i principi della normativa primaria (l'art. 21 T.U.F.)²¹⁵.

Si ritiene quindi opportuno concludere questo paragrafo, condividendo il giudizio di chi ritiene che “da un punto di vista giuridico il concetto fondante la *suitability rule* [sia] quello della diligenza professionale, l'intermediario [infatti] è responsabile per il compimento di un'operazione non adatta, qualora non abbia utilizzato tutti i mezzi e gli accorgimenti necessari per attuare il tipo d'attività in cui è ravvisabile la soddisfazione dell'interesse dell'investitore”²¹⁶.

3.5.3. Il conflitto d'interessi

Il conflitto d'interessi era disciplinato nel sistema *pre*-MiFID, a livello di normativa primaria, dall'art. 21, primo comma, lett. c) del T.U.F., che stabiliva: *Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: [...] c) organizzarsi in modo tale*

²¹⁵ Cfr: LENER R. e LUCANTONI P., *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, cit., 369; SANGIOVANNI V., *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la MIFID*, cit., 1385.

²¹⁶ SARTORI F., *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, 57.

da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento”.

A livello regolamentare, invece, l’art. 27 del vecchio Regolamento Intermediari, rubricato proprio “*Conflitti di interessi*”, si occupava della materia, prevedendo: “1. *Gli intermediari autorizzati vigilano per l’individuazione dei conflitti di interesse. 2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l’investitore sulla natura e l’estensione del loro interesse nell’operazione e l’investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all’operazione [...]*”.

Il contenuto dell’articolo 27, era stato decifrato nel principio “*disclose or abstain*”, secondo il quale l’intermediario che si fosse trovato in una situazione di conflitto d’interessi aveva due alternative: o si asteneva dall’operazione oppure era tenuto ad informare il cliente *retail* della situazione di conflitto e ad ottenere dallo stesso il consenso all’effettuazione dell’operazione.

È necessario notare che, l’intermediario, ottenuta l’autorizzazione di cui sopra, era in ogni caso tenuto ad agire “*in modo da assicurare comunque a[l] client[e] trasparenza ed equo trattamento*”. “Si ritiene dai più che, in questa ultima ipotesi, qualora l’intermediario non [avesse adempiuto] l’obbligo di curare l’interesse del risparmiatore, spett[asse] a quest’ultimo l’azione di danni e anche l’azione di risoluzione del contratto per inadempimento [...]”²¹⁷; ma sul punto si avrà modo di tornare nel prossimo capitolo.

²¹⁷ LUMINOSO A., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in GRANELLI C. e STELLA G. (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, op. cit., pp. 52 e ss.

3.6. Le “norme relative ai contratti”

L’attuale articolo 23 del T.U.F., rubricato “*Contratti*” attiene anch’esso alla disciplina degli obblighi comportamentali degli intermediari. Il primo comma prevede: “*I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all’articolo 1, comma 5, lettera f) [il servizio di consulenza in materia di investimenti], e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d’Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo*”.

Con quest’articolo il legislatore si riferisce al cosiddetto “contratto quadro” o anche “*master agreement*” che si presenta come “un dettagliato regolamento contrattuale che costituisce la cornice all’interno della quale si iscriverà la conclusione di futuri (e soltanto eventuali) atti giuridici. A seguito della stipulazione dell’accordo-quadro non sorge in capo all’investitore un obbligo di impartire ordini di investimento o disinvestimento, ma in tale intesa i contraenti – oltre a disciplinare eventualmente reciproche obbligazioni scaturenti immediatamente dall’accordo – programmano e prefigurano talune regole che disciplineranno i rapporti derivanti dall’eventuale e successivo perfezionamento di atti esecutivi”²¹⁸.

L’art. 23, primo comma viene specificato dall’art. 37 del Regolamento Intermediari che conferma come l’obbligo di forma scritta del contratto si applichi ai soli clienti al dettaglio²¹⁹. Inoltre, si prevede un contenuto ancora più dettagliato per i contratti relativi alla gestione di portafogli, delineato all’art. 38 del Regolamento Intermediari, al quale si rinvia.

²¹⁸ DURANTE F., *I contratti di intermediazione finanziaria*, in CASSANO G. e DI GIANDOMENICO M. E., *I contratti di intermediazione*, Padova, 2009, p. 867.

²¹⁹ Continua l’articolo 37 del Regolamento Intermediari specificando gli elementi del contratto d’investimento:

“*Il contratto:*

- a) *specifica i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate;*
- b) *stabilisce il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso;*
- c) *indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni;*
- d) *prevede la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell’attività svolta;*
- e) *indica e disciplina, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente;*

Continuando la discussione dell'art. 23, si evidenzia come la mancanza della forma scritta determini la nullità del contratto, nullità che però è rilevabile solamente dal cliente (al dettaglio): tale tipo di nullità è per questo definita "relativa" (art. 23, terzo comma). Si vuole sottolineare come nell'ordinamento interno, un altro esempio di nullità relativa si ricavi dall'art. 36 "*Nullità di protezione*" del D.L.vo 6 settembre 2005, n. 206, meglio conosciuto come Codice del consumo. È importante citare quest'esempio perché nel caso in cui l'investitore sia un consumatore, trovano applicazione anche le previsioni del Codice del consumo, e quindi anche l'art. 36, terzo comma che prevede che la nullità operi soltanto a vantaggio del consumatore nel caso di clausole considerate vessatorie. Si sottolinea però come il concetto di investitore non sia coincidente a quello di consumatore; se ne avrà modo di discutere approfonditamente nel quinto capitolo.

Se l'intermediario rinvia agli usi "*per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico*", è previsto che nulla sia dovuto, poiché una pattuizione di questo genere viene considerata dal legislatore nulla (art. 23, secondo comma), nullità che comunque, anche in questa fattispecie, è relativa (art. 23, terzo comma). Si nota come sia "questa [...] l'unica disposizione del Testo Unico che limit[i] l'autonomia delle parti nel determinare il contenuto del contratto"²²⁰. Questa previsione è evidentemente a favore del cliente, che in questo modo può "difendersi" dall'imposizione da parte dell'intermediario di clausole di rinvio agli usi per lui pregiudizievoli.

L'art. 23, quarto comma, è già stato oggetto di analisi *retro*²²¹.

Mentre, si permetta, per l'analisi e la discussione dell'art. 23, sesto comma, il rinvio al prossimo capitolo, visto il più stretto collegamento con lo stesso.

f) indica le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti in conformità dell'articolo 52;

g) indica se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti;

h) indica le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio;

i) indica le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'articolo 32-ter del Testo Unico".

²²⁰ COSTI R., *Il mercato mobiliare*, cit., p.148.

²²¹ Cap. I, par. 1.4.4.

CAPITOLO IV

LA RESPONSABILITÀ DELL'INTERMEDIARIO IN CASO DI INADEMPIMENTO DELLE REGOLE DI COMPORTAMENTO

SOMMARIO: 4.1. La natura imperativa delle regole di comportamento. – 4.2. La dibattuta questione sulle conseguenze dell'inadempimento da parte dell'intermediario delle regole di comportamento: un'analisi della giurisprudenza antecedente alle sentenze gemelle della Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. – 4.2.1. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: il rimedio della nullità per violazione di norme imperative. – 4.2.2. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: la risoluzione del contratto e/o il risarcimento del danno. – 4.2.3. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: il risarcimento per responsabilità precontrattuale. – 4.2.4. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: cenni sul rimedio dell'annullabilità del contratto per errore. – 4.3. Le sentenze gemelle della Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725.

4.1. La natura imperativa delle regole di comportamento

Prima di ripercorrere gli aspetti essenziali del lungo dibattito dottrinale e giurisprudenziale che ha visto nell'ultimo decennio il sorgere del cosiddetto “*ambaradan* dei rimedi contrattuali”²²², espressione colorita per esprimere la confusione in merito a quali

²²² ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2005, 905. Espressione utilizzata dall'Autore anche in ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio, op. cit.*, pp. 135 e ss. In questo scritto, così l'Autore si esprime: “Il cuore del diritto civile è il contratto. E il cuore del contratto sono i rimedi contrattuali. Oggi come non mai mi sembra che questo cuore batta all'impazzata, di un battito sempre più tumultuoso e irregolare. Cresce e si rafforza in me l'idea che stiamo vivendo una fase in cui l'ordine che tradizionalmente presiedeva alla materia, tende a incrinarsi a intorbidarsi: le vecchie classificazioni e qualificazioni tengono sempre meno; i confini fra le aree di applicazione dei diversi rimedi si fanno mobili e indistinti, o addirittura saltano; un rimedio in fondo vale l'altro; invocarne l'uno e l'altro finisce per essere abbastanza indifferente, e obbedire molto più al criterio empirico del risultato sostanziale desiderato, che a quello di una verifica delle obiettive condizioni d'uso – secondo legge e dottrina – di ciascuno dei rimedi in gioco. [...]. I risparmiatori delusi non si rassegnano a perdere i soldi così malamente investiti, e per recuperarli agiscono in giudizio contro la banca. Per centrare l'obiettivo, occorre attaccare il contratto nato dall'ordine di acquisto dei titoli (poi rivelatisi) taroccati. A questo fine, tanti rimedi possono essere buoni; e gli attori non si fanno scrupolo nel prospettarne al giudice, in progressivo subordine, un ampio e variegatissimo ventaglio. Nell'ordine: nullità per vizio di forma; oppure nullità per contrasto con norme di ordine pubblico; oppure annullamento per dolo; oppure annullamento per conflitto d'interessi; oppure risoluzione per inadempimento. Oppure – senza attaccare il contratto – risarcimento a titolo di responsabilità precontrattuale. [...]. Volendo essere forbiti, conviene parlare di contiguità spinta fra i diversi rimedi contrattuali; di una loro certa qual fungibilità, di una (relativa) indifferenza della scelta fra l'uno e l'altro. A essere un po' più diretti e sbarazzini, può parlarsi di un vero e proprio *ambaradan* dei rimedi contrattuali”.

fossero i corretti rimedi applicabili di matrice civilistica nel caso di violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari, stante il silenzio sul punto delle norme di diritto speciale; è necessario confermare come le regole di comportamento si configurino come norme imperative²²³.

Si vedrà come la maggioranza delle sentenze oggetto di discussione siano antecedenti al recepimento nell'ordinamento interno della Direttiva MiFID (molte di queste sentenze si riferiscono infatti ai *default* della Repubblica Argentina, della Ciro e della Parmalat, si suole parlare di giurisprudenza sul cosiddetto "risparmio tradito"), per le quali quindi trova applicazione la normativa previgente, ma quanto si dirà ora ha valore indipendentemente dalla normativa applicabile.

Le regole di comportamento di cui si ha ampiamente discusso nei capitoli precedenti, hanno natura imperativa. Il carattere imperativo, al quale ci si sta riferendo, è rintracciabile nelle "norm[e] che [sono] inderogabili dall'autonomia privata perché [sono] post[e] a tutela di un interesse pubblico"²²⁴.

Tale "interesse pubblico e generale [...] deve essere [...] dedotto, attraverso un'azione ermeneutica, dalla valutazione e dallo scopo del precetto normativo. [...]. [L]e norme contenute nel T.U.F. e nei Regolamenti della Consob in materia devono essere considerate imperative, in quanto poste dal legislatore a salvaguardia di un interesse pubblico generale rappresentato dall'esigenza di tutela dei risparmiatori, del risparmio pubblico, dell'efficienza del mercato dei valori mobiliari; tutti beni, dunque, riconducibili al valore pubblico dell'economia nazionale [...]. La caratteristica dell'imperatività di queste disposizioni viene fatta derivare dalla considerazione che il fondamento della normativa disciplinante l'intermediazione mobiliare non trova ragione solamente nella tutela degli interessi degli investitori considerati *uti singuli*, ma anche dei più generali interessi al risparmio pubblico, considerato come elemento di valore dell'economia nazionale e all'integrità dei mercati"²²⁵.

In questo senso si è espressa anche la Suprema Corte di Cassazione nella sentenza a Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, n. 26724 (di fondamentale importanza per la materia oggetto di trattazione); che così si esprime in un estratto: "*Si deve certamente convenire [...] sul fatto che le norme dettate dal citato art. 6 della legge n. 1 del 1991 [in parte sovrapponibili alle attuali norme dell'art. 21 T.U.F.] (al pari di quelle che le hanno poi sostituite) hanno carattere imperativo: nel senso che esse, essendo dettate non solo*

²²³ Si è avuto modo di approfondire le regole di comportamento/condotta nel terzo capitolo, al quale si farà implicitamente riferimento nelle diverse sentenze che si avrà modo di richiamare in questo capitolo.

²²⁴ ZATTI P. e COLUSSI V., *Lineamenti di diritto privato*, Padova, 2009, p. 480.

²²⁵ VITELLI F., *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, op. cit., pp. 302 e ss.

nell'interesse del singolo contraente di volta in volta implicato ma anche nell'interesse generale all'integrità dei mercati finanziari (come è ora reso esplicito dalla formulazione dell'art. 21, lett. a, del d.lgs. n. 58 del 1998, ma poteva ben ricavarsi in via d'interpretazione sistematica già nel vigore della legislazione precedente), si impongono inderogabilmente alla volontà delle parti contraenti”.

4.2. La dibattuta questione sulle conseguenze dell'inadempimento da parte dell'intermediario delle regole di comportamento: un'analisi della giurisprudenza antecedente alle sentenze gemelle della Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725

Nei paragrafi che seguono si desidera delineare i principali orientamenti giurisprudenziali antecedenti alle sentenze gemelle della Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. È necessario però sottolineare, (seppur se ne discuterà nei prossimi paragrafi utilizzando un tempo verbale passato), come alcuni di questi orientamenti, anche se con minor vigore, sopravvivano ancora dopo l'interpretazione nomofilattica.

4.2.1. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: il rimedio della nullità per violazione di norme imperative

Una delle tesi fortemente sostenute prima delle sentenze gemelle della Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, affermava che le regole di comportamento degli intermediari finanziari previste dalla Legge S.I.M. e/o dal successivo T.U.F. e dai corrispondenti regolamenti di attuazione, in particolare il vecchio Regolamento Intermediari, essendo norme imperative, se violate, avrebbero determinato la nullità (c.d. nullità «virtuale» ex art. 1418, primo comma del cod. civ., dal fatto che essa non viene prevista espressamente dal legislatore) dei contratti di acquisto degli strumenti finanziari^{226 227}.

²²⁶ Alcuni esempi di sentenze che si sono poste in questa direzione (tra le tante): Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Contratti*, 2004, 717; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *www.ilcaso.it*; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *www.ilcaso.it*; Trib. Treviso, 10 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*. Per altri riferimenti giurisprudenziali cfr.: FEBBRAJO T., *Violazione delle regole di comportamento e rimedi civilistici*, in DI

Si ricorda in particolare la sentenza del Tribunale di Mantova del 18 marzo 2004 che si presenta come la prima sentenza che si riferisce all'acquisto di *bond* argentini da parte di clienti *retail*, la quale così recita in un estratto: “*la domanda attorea [richiesta di invalidità dei contratti di acquisto dei bond] risulta quindi fondata essendo stat[a] dimostrat[a] la violazione, da parte della banca, delle prescrizioni contenut[e] negli artt. 21 t.u.f., 28 e 29 reg. Consob da considerarsi come norme imperative ex art. 1418 c.c. in considerazione degli interessi tutelati [...] e della natura generale di siffatti interessi*”. Questa sentenza “inaugura il contenzioso giudiziario tra risparmiatori ed intermediari, [...], per il recupero delle somme investite nelle obbligazioni della Repubblica Argentina, della Cirio e della Parmalat ed andate perdute a causa del *default* degli emittenti. Essa dichiara per la prima volta, un'operazione di compravendita di titoli «virtualmente» nulla per violazione di norme imperative e condanna la banca, colpevole di non aver adempiuto agli obblighi previsti dalla disciplina speciale, a restituire la somma investita”^{228 229}.

È necessario notare come in molte delle sentenze che si esprimono a favore della nullità per violazione delle regole di comportamento dell'intermediario, la nullità non si riferisca al “contratto quadro”, ma ai singoli “ordini”, considerati come contratti “esecutivi”. Così si esprime il Tribunale di Treviso nella sentenza del 10 ottobre 2005: “*Sulle conseguenze della violazione, da parte [dell'intermediario], del dovere d'informazione del cliente, si condivide la giurisprudenza prevalente, secondo cui la violazione delle disposizioni imperative degli artt. 21 T.U.F. e 26 ss. Reg. Consob determina la nullità dei contratti relativi alle operazioni. Le singole operazioni con cui vengono impartiti ordini specifici, di acquisto o di vendita di titoli, costituiscono altrettanti contratti, non sono [...], 'meri atti di esecuzione del contratto', ossia dell'accordo quadro, che disciplina solo in via generale lo svolgimento*

NELLA L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari: applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, op. cit., pp. 137 e ss.; PERRONE A., *I soldi degli altri: servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, cit., p. 128; SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., pp. 37 e ss.

²²⁷ Aderiscono a questa tesi, in dottrina (tra i tanti): DE POLI M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, cit., pp. 177 e ss.; FIORIO P., *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, 2128; SARTORI F., *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, cit., 55; SARTORI F., *La ri(vincita) dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, in *Dir. Fall.*, 2008, II, 1.

²²⁸ Trib. Mantova, 18 marzo 2004, cit. Sul commento di questa sentenza si rimanda (fra i tanti) a: FIORIO P., *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, cit., 2124; SARTORI F., *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, cit., 55.

²²⁹ FEBBRAJO T., *Violazione delle regole di comportamento e rimedi civilistici*, in DI NELLA L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari: applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, op. cit., pp. 141 e ss., nt. 10.

dei servizi d'investimento. L'art. 28 Reg. Consob stabilisce che gli intermediari 'non possono effettuare operazioni', quindi le singole operazioni, 'se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate..', così ponendo un esplicito divieto alla conclusione del contratto; la norma è imperativa, in quanto tutela un interesse pubblico, di ordine generale, e diritti di rango costituzionale (tutela del risparmio), [...] il suo mancato rispetto è violazione di un divieto che determina la nullità degli ordini di acquisto dei titoli".

Un'altra sentenza, che colpisce per l'argomentazione sottesa alla sua motivazione, è del Tribunale di Teramo del 18 maggio 2006²³⁰. Secondo il Collegio *"la norma generale di cui all'art. 21 TUF, con i relativi obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza imposti alle banche quali intermediari finanziari (nonché, di riflesso, le derivate norme attuative di cui agli artt. 27, 28 e 29 del Reg. CONSOB) [è], a tutti gli effetti, norma imperativa di legge. Il principale scopo della regolamentazione nel campo dell'intermediazione finanziaria è quello di assicurare l'affidabilità delle informazioni fornite al cliente, garantendo l'accuratezza dei*

²³⁰ Questa sentenza è una delle molteplici avente ad oggetto il piano finanziario "4 You", purtroppo tristemente famoso insieme al "contratto gemello My Way", considerato l'abbondante contenzioso a cui hanno dato origine. In particolare la sentenza di cui sopra si discute vedeva contrapposti un cliente *retail* e Banca Monte dei Paschi Siena s.p.a.

Brevemente, i fatti ebbero origine nel mese di maggio del 2001, quando al cliente venne proposta la sottoscrizione del piano finanziario "4 You", una forma di investimento sviluppata dal Gruppo MPS, presentata dalla Banca come un investimento con finalità previdenziali che avrebbe consentito ai propri clienti di affrontare senza danni la negativa congiuntura dei mercati azionari internazionali e dell'economia mondiale. Il prodotto, infatti, *"avrebbe dovuto garantire buoni rendimenti, senza mettere a rischio il capitale e avrebbe comportato il versamento periodico di una somma che sarebbe stata investita in obbligazioni e quote di fondi comuni di investimento azionari"*.

Il cliente rilevava che non era stato messo a conoscenza del reale funzionamento dell'investimento, non essendo stato informato del fatto che aderendo al piano finanziario "4 You" stava in realtà stipulando un mutuo di Lire 33.579.600 (€ 17.342,42) al tasso nominale annuo del 6,693%, da rimborsare in 176 rate mensili di Lire 300.000 (€ 154,94), con decorrenza dal giugno 2001 fino al 31/01/2006. Grazie alla somma mutuata, peraltro mai entrata nella disponibilità del cliente, la Banca aveva acquistato *"una obbligazione Interbanca zero coupon 2016 per un controvalore di Euro 10.493,13, titolo privo di rating, con un prezzo di emissione di Euro 43,13 e venduto al [cliente] al prezzo di 'favore' di Euro 47,71, ossia con un sovrapprezzo del 10,59%; quote di fondi comuni di Ducato Portfolio Global Equity, per un controvalore di Euro 6.850,24"*.

Solo, alla fine del 2002, tramite i *mass media*, che diedero notizia delle contestazioni sollevate da migliaia di sottoscrittori dei contratti "4 You" e "My Way" il cliente scoprì il reale funzionamento del suo investimento. Il cliente quindi si rese conto che *"le somme versate periodicamente non erano destinate ad incrementare un piano di accumulo di capitale, bensì andavano ad estinguere le rate di un mutuo concesso dalla Banca [...] al fine dell'acquisto di strumenti finanziari emessi [...] da altre società del Gruppo MPS [e che] l'eventuale recesso dal contratto avrebbe comportato l'applicazione di una onerosa penale e la perdita delle somme già versate"*.

Nel marzo 2004, il cliente recedeva dal contratto con l'applicazione da parte della Banca della penale per l'anticipata estinzione e vendeva il titolo obbligazionario alla stessa Banca (ottenendo una perdita). Il cliente quindi, in giudizio, contestava il mancato rispetto da parte della Banca dell'art. 21 T.U.F. e delle relative norme attuative, richiedendo quindi la nullità del piano finanziario "4 You" e la restituzione delle relative somme investite.

consigli all'investimento da quest'ultimo ricevuti [...]. L'acquirente dei servizi finanziari confida, implicitamente, nel fatto che i soggetti sottoposti a vigilanza, quali le banche, stiano operando correttamente e professionalmente, ossia sulla base di informazioni che al cliente mancano, e non che, viceversa, si avvantaggino di tale condizione del potenziale cliente. Da ciò deriva, come considerazione condivisa da questo Tribunale, che i concetti di "correttezza", "diligenza" e "trasparenza" di cui all'art. 21 del TUF [...] hanno un significato più ampio di quelli di cui alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche, più in generale, in relazione allo svolgimento della attività economica, ossia come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire l'integrità del mercato [...]. Tutto ciò rende evidente [...] l'esistenza nella materia dell'intermediazione finanziaria, di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le regole di comportamento; può, quindi, dirsi che la normativa sopra richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, pertanto, è caratterizzata da norme imperative, la cui violazione impone la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere dalla esistenza di una espressa previsione [di legge] in tale senso. [...] [D]eve ritenersi, [...] che in presenza di un negozio che sia contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto sopperisce il disposto generale di cui all'art. 1418, 1° comma c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione di precetti imperativi non si accompagni una espressa previsione di nullità [...]. In conclusione, pertanto, un contratto di investimento in strumenti finanziari concluso senza l'osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa in precedenza richiamata, deve essere dichiarato nullo, perché, in ogni caso, contrario a norme imperative, ossia contrario all'esigenza di trasparenza dei servizi finanziari, intesa come esigenza di ordine pubblico".

Alle chiare motivazioni di questo tipo di sentenze, si contrapposero molte obiezioni da parte della dottrina e della giurisprudenza. Per iniziare con la dottrina²³¹, questa ha evidenziato come "[d]erivare la nullità del contratto dalla violazione di una regola di comportamento equivale [...] a trasformare in regole di validità norme che, di per sé, sono dirette, piuttosto, a imporre una determinata condotta nella fase delle trattative²³². Nulla,

²³¹ La discussione della giurisprudenza sarà ricavabile nei prossimi paragrafi.

²³² La distinzione tra *regole di validità* e *regole di comportamento* è importante perché solo le prime, secondo il tradizionale *principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento*, potrebbero incidere sulla validità del contratto, mentre le seconde rileverebbero solo su di un piano risarcitorio. Per essere

più chiari, aiutandosi con definizioni della dottrina: “le regole di validità, in quanto disciplina dell’atto, prevedono oneri dal cui mancato assolvimento deriva solo l’improduttività di effetti giuridici. La violazione dei doveri di comportamento ha invece conseguenze esclusivamente sul piano risarcitorio e non può costitutivamente incidere sulla validità dell’atto, che dipende dall’integrazione dei requisiti di struttura. L’invalidità non corrisponde alla violazione di un dovere ma alla mancata osservanza di una disposizione in ordine ai mezzi per conseguire un determinato effetto giuridico, e non può dunque essere collegata all’infrazione di un obbligo. Le regole di validità fissano limiti per l’autonomia privata, le regole di comportamento costituiscono obbligazioni per le parti. Proprio perché a non essere osservato non è un onere, previsto dall’ordinamento per conseguire un determinato effetto giuridico, ma un’obbligazione, dalla violazione del dovere di condotta può conseguire un effetto risarcitorio, o risolutorio del contratto stipulato, ma non la nullità del medesimo. Viceversa dalla non osservanza dell’onere discende una invalidità, ma non una pretesa risarcitoria, posto che in gioco è la produzione di effetti giuridici da parte dell’atto, e non la valutazione di liceità di un determinato comportamento. È evidente che le regole di validità attengono al profilo della fattispecie, le regole di comportamento a quello del rapporto. Le esigenze di certezza alla base del titolo valido nei confronti dell’ordinamento e dei terzi sono garantite dallo schema di fattispecie, mentre l’individualità del rapporto postula che per la regola del comportamento si faccia riferimento, come si è visto, all’elasticità della clausola generale” (così SCODITTI E., *Teoria e prassi nel diritto italiano su fattispecie e rapporto contrattuale*, in *Contratti*, 2010, 1157 e ss.).

Un’altra precisazione è fondamentale, possibile solo ora dopo aver individuato la differenza tra *regole di comportamento* e *regole di validità*. Nei capitoli precedenti, le locuzioni regole di condotta/regole di comportamento sono state utilizzate spesso come sinonimi (come ha fatto anche parte della dottrina e della giurisprudenza analizzata e che verrà analizzata), e come la stessa dottrina ha autorizzato a fare (si richiama Cap. I, par. 1.2.1., nt. 34). Bisogna però rilevare come dottrina abbia voluto sottolineare le differenze tra i due concetti, in particolare discutendo appunto sulla distinzione tra *regole di comportamento* e *regole di validità*: “[...] è del tutto ovvio che se si considera l’espressione ‘regole di comportamento’ nella sua estensione letterale, la contrapposizione alle ‘regole di validità’ perderebbe qualsiasi significato, perché – secondo un accreditato orientamento di teoria generale del diritto (tutte le regole giuridiche sono ‘regole di condotta’; e tali devono considerarsi anche le c.d. ‘regole di validità’ (cioè le regole dalla cui applicazione dipende il giudizio circa la validità/invalidità degli atti giuridici negoziali), come dimostra (a tacer d’altro) la circostanza che l’annullabilità per dolo o per violenza consegue certamente alla violazione di tipiche ‘regole di condotta’ (quali sono quelle che impongono di non usare inganni o minacce per indurre o costringere la controparte a concludere un contratto). Occorre, dunque, con tutta evidenza, assumere la locuzione ‘regole di comportamento’ in una accezione più ristretta, quale è effettivamente evocata da espressioni (cui sovente, e più appropriamente, si fa ricorso) come ‘regole di mero comportamento’, ovvero ‘regole di correttezza’. Il significato del principio di separazione (o di non interferenza) tra ‘regole di validità’ e c.d. ‘regole di comportamento’ consiste, allora, precisamente in ciò, che non è possibile derivare l’invalidità di un contratto dalla violazione di una ‘regola di mero comportamento’, ovverosia dalla violazione di una ‘regola di correttezza’ (o buona fede, che dir si voglia) o di un’altra regola generale di condotta (ad es.: ragionevolezza, trasparenza, onestà, ecc.). Esplicitando ulteriormente il contenuto del principio (e con ciò cominciando a farne intravedere anche la funzione), esso può altresì esprimersi dicendo che le ‘regole di validità’ non possono essere ricavate dal giudice in sede di concretizzazione della clausola generale di buona fede (cioè non possono discendere dalla violazione di una mera regola di comportamento, qual è la buona fede), violazione dalla quale potranno discendere altre conseguenze, ma non quella della invalidità dell’atto. Così si esprime: D’AMICO G., *Nullità virtuale – nullità di protezione (variazioni sulla nullità)*, in *Contratti*, 2009, 735 e ss.

In sostanza quindi, la dottrina e la giurisprudenza si dividono sul valore da attribuire al principio suddetto (e da qui quindi discendono differenti teorie sui rimedi applicabili alla violazione delle regole di comportamento), ossia se “far sopravvivere l’orientamento interpretativo che distingue le regole di validità dalle regole di comportamento, essendo le prime [è bene ripetere ancora] dirette – primieramente – ad incidere il vincolo contrattuale, e le seconde – primieramente – a salvare il vincolo comportando però una responsabilità (precontrattuale, contrattuale, extracontrattuale) a carico della parte inadempiente, oppure se non convenga distinguere fattispecie da fattispecie e, adottando un’ottica funzionale volta alla protezione dell’interesse pubblico e alla protezione dell’interesse del contraente più debole scegliere il rimedio più confacente alla

tuttavia, giustifica l'operazione: non la legge, giacché manca una previsione che disponga tale conversione (come invece avviene – [...] per una pura scelta 'politica' del legislatore – nel caso [...] dell'art. 23, comma 1°, t.u.f.); non l'art. 1418, comma 1°, c.c., che a livello di elementi costitutivi della fattispecie, richiede tanto l'esistenza di una norma imperativa, quanto la contrarietà alla medesima del contratto inteso come regolamento di interessi negoziato dalle parti: con la conseguenza che, se una norma imperativa sembra potersi dire certamente ricorrere per la strumentalità al buon funzionamento del mercato che delle regole di comportamento è propria, altrettanto non vale per il secondo elemento di fattispecie, attingendo nel caso in esame la violazione alla mancata conformità fra il comportamento di una delle parti e il corrispondente precetto legale²³³.

Sostanzialmente, quindi, si afferma come per aversi nullità virtuale, non sia sufficiente, la violazione di una norma imperativa, ma questa deve essere attinente “ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto”²³⁴, a meno che la nullità non sia prevista dal legislatore stesso, sulla base del brocardo latino “*ubi lex voluit, dixit, ubi noluit, tacuit*”.

Altre critiche che vengono sollevate al rimedio della nullità si collegano al fatto che essa comportando *ex art. 2033*, il diritto dell'investitore alla restituzione del capitale investito, in questo modo escluda “ogni considerazione sul rapporto di causalità fra il pregiudizio patrimoniale lamentato [dall'investitore] e la condotta dell'intermediario, nonché sul possibile concorso di colpa dell'investitore [*ex art. 1227*]: con la conseguenza economica, da un lato, di traslare in capo all'intermediario anche la componente della perdita che possa dipendere dal generale andamento del mercato e, dall'altro, di rendere inoperanti per l'investitore gli incentivi alla prevenzione del danno che vengono a determinarsi quando si attribuisca rilevanza giuridica al concorso del fatto colposo del danneggiato”²³⁵.

Ancora, altra dottrina evidenzia come il rimedio della nullità non sia quello adeguato considerato che “la condotta dell'intermediario non conforme alle regole di condotta è altresì colpita con una sanzione di tipo amministrativo. Infatti l'art. 190 TUF in tema di disciplina degli intermediari e dei mercati punisce con una sanzione amministrativa pecuniaria i soggetti

bisogna”. Così si esprime: ALPA G., *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. II, Padova, 2010, pp. 699 e ss.

²³³ PERRONE A., *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, I, 545.

²³⁴ PICCININI V., *I rapporti tra banca e clientela: asimmetria e condotte abusive*, cit., p. 261.

²³⁵ PERRONE A., *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, cit., 544.

che svolgono funzioni di amministrazione o direzione o i dipendenti di società o enti che non osservano, tra le altre, le disposizioni previste dall'art. 21 dello stesso TUF ovvero quelle generali e particolari emanate dalla Consob sulla base del medesimo articolo. Pare a questo punto lapalissiano che il legislatore abbia inteso tracciare un efficiente sistema di tutela degli investitori nelle ipotesi di violazione dei doveri di comportamento da parte degli intermediari [...]: sistema alternativo alla invalidità dei contratti di acquisto dei prodotti finanziari che non intacca, dunque, la genesi e la sopravvivenza di questi”²³⁶.

4.2.2. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: la risoluzione del contratto e/o il risarcimento del danno

Un secondo filone giurisprudenziale che merita attenzione è quello che alla violazione delle regole di comportamento degli intermediari faceva conseguire il risarcimento dei danni ex art. 1218 cod. civ., e/o la risoluzione del contratto, nel caso in cui l'inadempimento fosse di “non scarsa importanza” ex art. 1455 cod. civ.²³⁷

Si procede quindi ad analizzare il secondo caso, ossia quello dei contratti risolti per inadempimento²³⁸.

In tale prospettiva quindi, il giudice “*nell'esaminare i comportamenti tenuti dagli intermediari nelle singole fattispecie, potrà e dovrà valutare l'importanza dell'inadempimento dedotto dall'investitore, sia ai fini della condanna al risarcimento dei danni, sia ai fini della eventuale risoluzione del contratto, quando le violazioni commesse risulteranno di gravità tale da compromettere del tutto l'equilibrio del rapporto negoziale,*

²³⁶ MIRIELLO C., *La tutela dell'investitore tra scandali finanziari e pretese nullità virtuali dei contratti di intermediazione finanziaria*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, op. cit., p. 154.

²³⁷ Alcuni esempi di sentenze che si sono poste in questa direzione (tra le tante): Trib. Firenze, 21 febbraio 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 26 aprile 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Firenze, 23 ottobre 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Parma, 21 marzo 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Catania, 23 gennaio 2007 in *www.ilcaso.it*; Trib. Torino, 18 settembre 2007, n. 5930, in *Corr. mer.*, 2008, 24.

²³⁸ Per la dottrina, a favore del rimedio della responsabilità contrattuale, in particolare: CASTRONOVO C., *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, op. cit., 327; LOBUONO M., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, p. 146. Quest'ultima dottrina così afferma: “[...] muovendo dall'assunto che il significato ultimo dell'informazione è quello di consentire al cliente di non realizzare una relazione contrattuale indesiderata, non si potrà fondatamente dubitare del fatto che tale obbligo costituisca parte integrante del rapporto obbligatorio o, quanto meno, che caratterizzi il regolamento del contratto validamente concluso. Queste considerazioni inducono a ritenere pertanto che il comportamento dell'intermediario, il quale omette in questa fase di informare il cliente o gli offre informazioni incomplete o inesatte, è idoneo a determinare una responsabilità di tipo contrattuale”.

ovvero quando, pur prescindendo dal singolo rapporto obbligatorio con l'investitore teso alla tutela del soddisfacimento del suo interesse individuale, ledono il prioritario principio della integrità del mercato”²³⁹. Ed ancora sulla stessa direzione, un'altra sentenza: “Il rafforzamento degli obblighi di condotta imposti all'intermediario finanziario in nome delle regole di correttezza, lealtà e diligenza dettate dal diritto comune con riferimento alla fase di esecuzione del contratto appare diretto non solo a realizzare una riduzione del gap informativo che connota i rapporti tra investitore e intermediario ma anche a garantire un interesse della collettività quale quello della integrità dei mercati. Riconoscendo tuttavia a tali norme natura imperativa, si deve ritenere che la loro violazione non possa dar luogo a vizi genetici – incidenti cioè sulla conclusione del contratto – bensì a vizi funzionali inerenti alla fase esecutiva di un contratto già concluso. A fronte di una asserita violazione delle norme di condotta dell'intermediario, all'investitore spetta soltanto il rimedio della risoluzione del contratto per inadempimento e/o del risarcimento del danno, con la precisazione che:

1) oggetto della domanda di risoluzione dovrà essere il contratto base e non l'ordine di negoziazione che ne costituisce solo un momento esecutivo;

2) la gravità dell'inadempimento andrà vagliata tenendo conto della natura degli interessi tutelati, non esclusivamente riconducibili alla sfera soggettiva del contraente investitore. [...]”²⁴⁰.

Le sentenze appena citate, appartenevano a quel filone giurisprudenziale che sosteneva che l'inadempimento degli obblighi comportamentali posti a tutela degli investitori, fosse inadempimento del contratto-quadro²⁴¹. Secondo questa giurisprudenza e la dottrina che la appoggiava, le regole di comportamento integravano il contratto d'intermediazione finanziaria ex art. 1374 cod. civ., anche a prescindere dalla volontà delle parti, essendo quindi sia *obblighi legali* che *contrattuali*; di conseguenza, una loro violazione avrebbe comportato per l'intermediario un inadempimento per violazione del contratto-quadro^{242 243}.

²³⁹ Trib. Parma, 21 marzo 2007, cit.

²⁴⁰ Trib. Firenze, 23 ottobre 2006, cit.

²⁴¹ Trib. Firenze, 23 ottobre 2006, cit.; Trib. Catania, 23 gennaio 2007, cit.; Trib. Parma, 21 marzo 2007, cit.

²⁴² Cfr.: ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, op. cit., pp. 142 e ss.

²⁴³ Si rimanda, per quanto concerne le soluzioni che derivano dalla risoluzione del contratto-quadro, a: FEBBRAJO T., *Violazione delle regole di comportamento e rimedi civilistici*, in DI NELLA L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari: applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, op. cit., pp. 157 e ss.

In questo modo si esprimeva anche il Tribunale di Catania con la sentenza del 23 gennaio 2007: *“Va [...] sottolineato come [...] trattasi di violazioni legate a norme di condotta, id est a comportamenti imposti ex lege ai singoli contraenti e divenuti parte integrante dei relativi contatti a prescindere da specifici richiami giusta l’art 1374 cc; e la violazione di obblighi comportamentali in genere è destinata a provocare vizi non genetici – incidenti cioè sulla conclusione del contratto – bensì funzionali, inerenti quindi ad un contratto già perfezionato e strumentali a rimedi diversi dalla nullità quale la risoluzione del contratto e/o il risarcimento da inadempimento”*.

Un altro filone giurisprudenziale invece (sebbene sempre favorevole al rimedio del risarcimento dei danni ex art. 1218 cod. civ., e/o alla risoluzione del contratto), riteneva che la risoluzione dovesse riferirsi al singolo contratto di acquisto degli strumenti finanziari²⁴⁴. Così *“l’omessa informazione dell’investitore, concernente i rischi assunti con l’operazione, da parte dell’intermediario finanziario nell’ambito di un rapporto contrattuale di interest swap, in violazione degli artt. 21 del d.lgs. n. 58/1998 e 28 del Regolamento Consob n. 11522/1998, non configura causa di nullità del contratto ai sensi dell’art. 1418 c.c., bensì inadempimento contrattuale imputabile all’intermediario, che giustifica la risoluzione del contratto ai sensi dell’art. 1453 c.c. nonché il risarcimento del danno in favore dell’investitore”*²⁴⁵.

Quest’interpretazione giurisprudenziale veniva però criticata stante il fatto che “ad eccezione dei doveri di informazione aventi ad oggetto le operazioni di disinvestimento, gli obblighi di comportamento previsti dal t.u.f. a carico dell’intermediario si collocano tutti in una fase prodromica al perfezionamento del negozio di acquisto dello specifico prodotto finanziario. Solo rispetto al contratto-quadro, la violazione dei doveri di informazione può atteggiarsi alla stregua di un vizio funzionale che legittima la risoluzione. Viceversa, valutato con riferimento al contratto di acquisto dei servizi di investimento, l’inadempimento dell’intermediario sembra incidere più sulla fase di formazione del vincolo piuttosto che sulla sua esecuzione”²⁴⁶.

²⁴⁴ Trib. Milano, 26 aprile 2006, cit.; Trib. Firenze, 21 febbraio 2006, cit.; Trib. Torino, 18 settembre 2007, n. 5930, cit.

²⁴⁵ Trib. Torino, 18 settembre 2007, n. 5930, cit.

²⁴⁶ FEBBRAJO T., *Violazione delle regole di comportamento e rimedi civilistici*, in DI NELLA L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari: applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, op. cit., pp. 162 e ss.

4.2.3. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: il risarcimento per responsabilità precontrattuale

La sentenza della Suprema Corte di Cassazione del 29 settembre 2005, n. 19024 sarà ora oggetto di analisi, come sentenza rappresentativa della corrente giurisprudenziale che rispondeva, alla violazione delle regole di comportamento degli intermediari, con il rimedio del risarcimento per responsabilità precontrattuale^{247 248}.

La sentenza, riferendosi alla normativa che discendeva dalla Legge S.I.M., chiarì innanzitutto che dalla violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario non potesse conseguire la nullità del contratto, pur non negando il carattere imperativo delle stesse norme. In particolare, criticando implicitamente l'orientamento giurisprudenziale a favore del rimedio della nullità virtuale, la Cassazione così si espresse: *“La ‘contrarietà’ a norme imperative, considerata dall’art. 1418, primo comma, c.c. quale ‘causa di nullità’ del contratto, postula, infatti, che essa attenga ad elementi ‘intrinseci’ della fattispecie negoziale, che riguardano, cioè, la struttura o il contenuto del contratto (art. 1418, secondo comma, c.c.). I comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l’esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e s’intende, allora, che la loro eventuale illegittimità, quale che sia la natura delle norme violate, non può dar luogo alla nullità del contratto [...]; a meno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore (ad es., art. 1469 ter, quarto comma, c.c., in relazione all’art. 1469, quinquies, primo comma, stesso codice)”*²⁴⁹.

Quindi, dalla lettura dell'estratto appena riportato, si evince che la nullità, a parere della Cassazione, potesse essere dichiarata solo qualora la violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario avesse riguardato *“elementi ‘intrinseci’ della fattispecie negoziale”*, confermando in questo modo, seppur non esplicitamente, il tradizionale *principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento*.

²⁴⁷ Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Corr. giur.*, 2006, 669, con nota di GENOVESI G., *Limiti della “nullità virtuale” e contratti su strumenti finanziari*.

²⁴⁸ Si ricorda, in dottrina, favorevole a questo rimedio: PERRONE A., *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, cit., p. 552. L'Autore così si esprime: *“In questa prospettiva, una volta superati i tradizionali pregiudizi che limitano tralaticciamente l'ambito di operatività della responsabilità precontrattuale, il rimedio maggiormente adeguato appare essere il più semplice: una responsabilità da violazione di obblighi di comportamento gravanti ex lege sull'intermediario nella fase precedente la conclusione del contratto [...]”*.

²⁴⁹ Gli artt. 1469 ter e quinquies, sono oggi sostituiti dagli artt. 34 e 36 del Codice del consumo, e si riferiscono rispettivamente all'accertamento della vessatorietà delle clausole nei contratti tra professionisti e consumatori e al conseguente giudizio (al tempo) di inefficacia ed ora di *“nullità di protezione”* (o anche conosciuta come *“nullità relativa”*) delle clausole considerate vessatorie.

A questa previsione, la Cassazione aggiunse una precisazione: solo il legislatore avrebbe potuto prevedere espressamente dei casi nei quali la violazione delle regole di comportamento fosse potuta assurgere ad elemento intrinseco della fattispecie negoziale.

La Cassazione si soffermò quindi nell'affermare come il rimedio della responsabilità precontrattuale fosse esperibile anche nel caso in cui fosse stato concluso un negozio valido. Così: “[...] non è affatto vero che, in caso di violazione delle norme che impongono alle parti comportarsi secondo buona fede nel corso delle trattative e nella formazione del contratto, la parte danneggiata, quando il contratto sia stato validamente concluso, non avrebbe alcuna possibilità di ottenere il risarcimento dei danni subiti. Tale tesi [...] poggia sull'assunto che l'ambito di rilevanza della responsabilità contrattuale sia circoscritto alle ipotesi in cui il comportamento non conforme a buona fede abbia impedito la conclusione del contratto o abbia determinato la conclusione di un contratto invalido ovvero (originariamente) inefficace. Di qui la conclusione che, dopo la stipulazione del contratto, ogni questione relativa all'osservanza degli obblighi imposti alle parti nel corso delle trattative sarebbe preclusa, in quanto la tutela del contraente sarebbe affidata, a partire da quel momento, solo alle norme in tema di invalidità e di inefficacia del contratto, la cui applicazione, pur essendo in alcuni casi ricollegata a comportamenti certamente non conformi a 'buona fede', è tuttavia subordinata alla ricorrenza di presupposti ulteriori (artt. 1434-1437, 1439, 1447-1448). Si è però ormai chiarito che l'ambito di rilevanza della regola posta dall'art. 1337 c.c. va ben oltre l'ipotesi della rottura ingiustificata delle trattative e assume il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa, ma certamente implica il dovere di trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto”.

Concludendo, per quanto concerne i commenti successivi alla sentenza di cui si discute, si cita una dottrina per la quale: “[l]’intervento della Cassazione, pur se certo non risolutivo delle numerose questioni emerse nel contenzioso in esame – a cominciare dalla *vexata quaestio* relativa al campo di applicazione dell’art. 1418, comma 1°, c.c. – merita apprezzamento, se non altro, per il tentativo di arginare l’incontrollato straripamento della sanzione della nullità virtuale”²⁵⁰.

²⁵⁰ TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra “nullità virtuale”, culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, II, 641.

4.2.4. Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: cenni sul rimedio dell'annullabilità del contratto per errore

Si desidera solo accennare, la tesi giurisprudenziale minoritaria che fa conseguire alla violazione delle regole di comportamento degli intermediari l'annullamento del contratto; in particolare si considera in questa sede, l'annullamento del contratto per errore.

Questi rimedi, sono stati applicati in via residuale per la difficoltà insita nella dimostrazione della rilevanza dell'errore (che dev'essere *essenziale e riconoscibile*, ex artt. 1428, 1429, 1431 cod. civ.).

Come esemplificazione di tale rimedio, ci si riferisce ancora una volta ai prodotti “*My Way*” e “*4 You*”, al cui approfondimento svolto *retro* si rimanda²⁵¹.

È di notevole rilevanza, in particolare, la sentenza del Tribunale di Parma del 6 dicembre 2006. In questa fattispecie, il giudice rilevò come costituisse errore essenziale e riconoscibile, il consenso del cliente, convinto di aver concluso “*un piano di investimento basato sull'accantonamento di una somma mensile*”, quando invece lo stesso aveva concluso “*contratto un mutuo e [...] le somme da lui pagate mensilmente rappresentavano la rata di rimborso dello stesso*”. Sulla base di tali motivazioni, quindi, il contratto era annullabile ex art. 1427 cod. civ.²⁵²

La dottrina ha confermato come siano state “poche [...] le pronunce [di annullamento del contratto per errore], sia perché i giudici tendono a negare l'annullamento del contratto per errore che cada su meri profili di convenienza economica, sia per la difficoltà dell'onere probatorio: si è, difatti, talvolta evidenziato come si riveli difficoltosa per l'investitore la dimostrazione dell'essenzialità dell'errore, vale a dire che, qualora l'intermediario avesse ottemperato agli obblighi informativi, questi non avrebbe compiuto quell'investimento”²⁵³.

²⁵¹ Si rimanda a: Cap. IV, par. 4.2.1., nt. 230.

²⁵² Trib. Parma, 6 dicembre 2006, n. 1442, in *www.ilcaso.it*.

²⁵³ D'ALFONSO G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.*, 2008, 965.

4.3. Le sentenze gemelle della Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725

La Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite con le sentenze gemelle del 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, tentò, finalmente, di risolvere l'annosa questione sui rimedi civilistici applicabili alla violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari²⁵⁴.

Riguardando la medesima vicenda, si farà riferimento d'ora in poi alla prima sentenza delle due citate. La fattispecie al vaglio della Cassazione si riferisce all'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dall'art. 6 della Legge S.I.M. da parte di un intermediario finanziario (l'Istituto Bancario San Paolo). Bisogna tener conto come quanto affermato nella sentenza in commento, valga anche per la violazione degli obblighi informativi stabiliti dal successivo T.U.F.

La prima sezione civile della Corte di Cassazione (con ordinanza del 16 febbraio 2007, n. 3683) aveva rimesso gli atti del procedimento alla sezioni unite *“per dirimere il ravvisato contrasto di giurisprudenza sull’interferenza tra regole di comportamento e regole di validità del contratto”*. Infatti, la prima sezione, aveva confermato come dall'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dall'art. 6 della Legge S.I.M., non potesse derivare la nullità del negozio (richiamando la sentenza sempre della Suprema Corte del 29 settembre 2005, n. 19024), notando però come *“il tradizionale principio di non interferenza delle regole di comportamento con quelle di validità del negozio [...] [apparisse] incrinato da molteplici recenti interventi del legislatore, che [assegnavano] rilievo al comportamento contrattuale anche ai fini della validità del contratto”* (citando come esempio anche l'art. 34 del Codice del consumo, in tema di clausole vessatorie).

Nella fattispecie in analisi Fincom valori s.r.l. ed Edilcentro s.r.l. ricorrevano avverso la sentenza n. 1476/2011 della Corte d'Appello di Torino, che aveva concluso per l'esclusione del rimedio della nullità nel caso di inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dalla Legge S.I.M.

²⁵⁴ Cass., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Contratti*, 2008, 221. Numerosi i commenti, tra i quali si citano: MAZZINI F., *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Dir. Banc.*, 2008, I, 703; NATOLI R., *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 165; SARTORI F., *La ri(vincita) dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, cit.; VESPASIANI F. T., *La violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario finanziario: il rimedio risarcitorio*, in *Resp. civ.*, 2008, 525.

I ricorrenti “[lamentavano] la violazione dell’art. 1418 c.c. e dell’art. 6 della legge 2 gennaio 1991, n. 1, nonché vizi di motivazione dell’impugnata sentenza, [criticando] la corte d’appello per aver affermato che la violazione delle prescrizioni con cui il citato art. 6 impone[va] determinati comportamenti agli intermediari finanziari nei riguardi dei propri clienti, incidendo tali prescrizioni sul momento prenegoziale o su quello esecutivo ma non sul contenuto del contratto, non [potessero] determinarne la nullità [...]”. I ricorrenti censuravano anche la sentenza impugnata per “avere erroneamente ritenuto che le violazioni contestate alla banca riguardassero soltanto attività prenegoziali o esecutive di contratti già conclusi. Quelle violazioni invece – a parere dei ricorrenti – concernevano comportamenti incidenti sulla formazione del consenso delle parti, e quindi sul contenuto dell’accordo che del contratto è uno degli elementi essenziali”.

Ancora, Fincom valori s.r.l. ed Edilcentro s.r.l. sostenevano che “l’istituto bancario [...] [avesse] suggerito, e poi direttamente eseguito in veste di controparte, operazioni nelle quali aveva un interesse conflittuale con quello della cliente Fincom [...], ed [avesse] consigliato ed eseguito operazioni eccessivamente rischiose, se rapportate alla situazione patrimoniale della medesima Fincom [...]. Su tale presupposto i ricorrenti afferma[vano] che i contratti mediante i quali il San Paolo [avesse], di volta in volta, compiuto dette operazioni [fossero] da ritenere nulli, in quanto contrari a norme imperative”.

La Cassazione, a Sezioni Unite, fu quindi chiamata ad un intervento in chiave nomofilattica “in presenza di una questione di massima e particolare importanza, appunto perché chiama[va] in causa profili di principio: ciò che, d’altronde [era] confermato anche dall’incertezza affiorata sul punto nella giurisprudenza di merito”.

Innanzitutto la Corte confermò la natura imperativa delle regole di comportamento, specificando però come questa non fosse sufficiente a comportare la nullità dei contratti stipulati, tenendo anche conto del fatto che se il legislatore avesse voluto derivare tale conseguenza, avrebbe potuto esplicitamente stabilirlo (non rientrando quindi la fattispecie in quei casi di nullità testuale *ex art. 1418*, terzo comma del cod. civ.). Tale fattispecie non rientrava nemmeno nelle previsioni dell’art. 1418, secondo comma del cod. civ., considerato che “ove pure si [volesse] ammettere che nella fase prenegoziale la violazione dei doveri di comportamento dell’intermediario [...] [fosse idonea] ad influire sul consenso della controparte contrattuale, inquinandolo, [appariva] arduo sostenere che sol per questo il consenso [mancasse] del tutto”.

Per quanto concerne invece la questione più dibattuta, ossia se la violazione delle regole di comportamento potesse comportare la nullità virtuale del contratto (intendendosi per

contratto, come specificato dalla Corte, il contratto-quadro, dato il fatto che *“le successive operazioni che l’intermediario compie per conto del cliente, benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto di intermediazione”*), la Cassazione riprese la già menzionata sentenza n. 19024/2005, tenendo in considerazione anche le *“tendenze legislative emerse in questo ed in altri settori”*.

La Cassazione si espresse quindi, in linea con la precedente sentenza n. 19024/2005, confermando ancora una volta la distinzione tra regole di comportamento e regole di validità, e sottolineando come *“i doveri di comportamento in generale, [siano] troppo immancabilmente legati alle circostanze del caso concreto per poter assurgere, in via di principio, a requisiti di validità che la certezza dei rapporti impone di verificare secondo regole predefinite”*. E sebbene, negli ultimi anni, anche per l’influenza della normativa europea, il confine tra regole di comportamento e regole di validità stia diventando più sfuocato, *“un conto è una tendenza altro conto è un’acquisizione”*.

La Corte concluse quindi negando che alla violazione degli obblighi di comportamento (tra questi comprendendo anche quelli relativi al divieto da parte dell’intermediario di operare in conflitto d’interessi) potesse conseguire la nullità del contratto d’intermediazione finanziaria. La violazione delle regole di comportamento, sebbene imperative, poteva invece comportare una responsabilità precontrattuale ovvero contrattuale.

La responsabilità è precontrattuale, *“non osta a ciò l’avvenuta stipulazione del contratto”*, quando gli obblighi di comportamento *“precedono ed accompagnano la stipulazione del contratto di intermediazione [...] (ove non si traduca addirittura in situazioni tali da determinare l’annullabilità – mai comunque la nullità – del contratto per vizi del consenso)”*, contrattuale quando invece è collegata agli obblighi che *“si riferiscono alla successiva fase esecutiva”* del contratto di intermediazione. Con la precisazione che, la responsabilità precontrattuale comporta il risarcimento del danno che *“deve essere commisurato al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento tenuto in violazione [degli obblighi di comportamento], salvo che sia dimostrata l’esistenza di ulteriori danni che risultino collegati a dett[i] comportament[i] da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto”*; mentre *“la violazione dei doveri dell’intermediario riguardanti invece la fase successiva alla stipulazione del contratto d’intermediazione può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale: giacché quei doveri, pur essendo di fonte legale, derivano da norme inderogabili e sono quindi destinati ad integrare a tutti gli effetti il regolamento*

negoziale vigente tra le parti. Ne consegue che l'eventuale loro violazione, oltre a generare eventuali obblighi risarcitori in forza dei principi generali sull'inadempimento contrattuale, può, ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c., condurre alla risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria in corso".

Un problema che la Cassazione non riuscì a risolvere ed è per questo stata soggetta a critiche, riguardava (e riguarda tuttora) il valore da attribuire all'art. 23, sesto comma del T.U.F.: *"Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta"*. Rimane infatti ancora il dubbio, se l'art. 23, sesto comma non sia altro che la riproduzione della regola "già presente in ambito contrattuale, ai sensi degli artt. 1218 e 1176 c.c., secondo cui l'onere della prova dell'esatto e corretto adempimento (ovvero della causa non imputabile dell'inadempimento) è a carico del debitore (l'intermediario) e a vantaggio del creditore (cliente)"²⁵⁵ oppure, se "l'onere della prova spett[i] sempre [...] all'intermediario"²⁵⁶; anche se la prima ipotesi ricostruttiva sembra prevalere.

4.4. La giurisprudenza successiva all'intervento della Suprema Corte di Cassazione: in particolare alcune sentenze *post-MiFID*

Per ragioni di economia espositiva, non è possibile in questa sede un'analisi approfondita della giurisprudenza successiva all'intervento della Cassazione con le sentenze del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725; oltre ad affermare, come dopo queste sentenze, il rimedio dalle stesse stabilito sia stato quello maggiormente accolto dalla giurisprudenza di merito.

Si avrà però modo di esaminare qualche sentenza "*post-MiFID*", alle quali quindi è stata applicata la normativa successiva al recepimento nell'ordinamento interno della Direttiva 2004/39/CE²⁵⁷.

Si rende necessaria una premessa. Le sentenze per violazione degli obblighi comportamentali degli intermediari *ex art. 21 T.U.F.* e regolamenti attuativi (*post-MiFID*),

²⁵⁵ RULLI E., *L'onere della prova nei giudizi di risarcimento danni nella prestazione dei servizi di investimento*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., p. 343.

²⁵⁶ MASTROPAOLO E. M., *I servizi di investimento e gli intermediari professionali*, Milano, 2003, p. 579.

²⁵⁷ Per l'approfondimento della normativa *post-MiFID* si rimanda al Cap. III.

sono ancora limitate, a differenza ovviamente della sterminata giurisprudenza che si riferisce al c.d. “risparmio tradito” degli anni precedenti e che ancora non ha fine.

Come prima sentenza, si considera quella recentissima del Tribunale di Milano, del 27 febbraio 2014, n. 2145; promossa da RO.TA Immobiliare S.r.l. contro Banca Nazionale del lavoro S.p.a., per aver la Banca violato gli obblighi previsti dall’art. 21 del T.U.F. e dalle disposizioni contenute nel nuovo Regolamento Intermediari²⁵⁸. L’attrice chiedeva in via principale la risoluzione del contratto “*Collar in & out*” (con il quale la RO.TA Immobiliare S.r.l. aveva proceduto in data 17/06/2008 all’acquisto di uno strumento derivato su tassi di interesse) e la restituzione delle somme indebitamente percepite dalla Banca pari a € 232.922,58 [...].

Secondo RO.TA Immobiliare S.r.l. (classificata dalla banca come “cliente al dettaglio” con un profilo di investimento “prudente”), la Banca non avrebbe rispettato il principio di adeguatezza nella prestazione del servizio di consulenza disciplinato negli artt. 39 e ss. del Regolamento Intermediari, avendo la stessa consigliato uno strumento finanziario derivato inadatto al cliente, e in generale non avrebbe rispettato i principi di diligenza, correttezza e trasparenza prescritti nell’art. 21 del T.U.F.

Il giudice con la suddetta sentenza ritenne fondate e accolse le domande di RO.TA Immobiliare S.r.l.; ritenendo che *“nel caso di specie il prodotto era inadeguato non solo perché la copertura cessava (ed anzi subentrava il flusso negativo per la società) ove il tasso variabile giungesse a superare il 5,70% (quando al momento della stipula era già oltre il 5%), così avendosi un prodotto speculativo che in realtà scommetteva sul fatto che il tasso di interesse rimanesse entro un certo range, ma anche perché non vi era nessuna congruenza tra il nozionale del derivato, pari a € 3.000.000, e l’esposizione debitoria complessiva della società (pari a € 598.810,00)”*.

Inoltre *“La Banca convenuta non [aveva] provato e non [aveva] chiesto di provare di essersi dotata di procedure idonee a valutare l’adeguatezza dell’operazione raccomandata con riguardo alle reali necessità dei clienti ed a suggerire i prodotti più idonei sotto il profilo dell’efficacia e dell’efficienza, tenuto anche conto del costo delle opportunità alternative. Non [aveva] fornito pertanto alcuna spiegazione in merito al perché non [aveva] suggerito al cliente di utilizzare una struttura meno complessa, con rischi bidirezionali, o comunque di avvicinare di più il nozionale all’effettivo indebitamento”*.

Risulta evidente dalle motivazioni della sentenza qui riportata che, il comportamento della Banca risulta essere stato speculativo e completamente slegato all’interesse del cliente,

²⁵⁸ Trib. Milano, 27 febbraio 2014, n. 2145, in www.ilsole24ore.it.

anzi contrario ad esso (da sottolineare anche come il prodotto complesso consigliato fosse stato “costruito” dalla Banca e quindi come la stessa si trovasse in una situazione di conflitto di interessi).

La Banca quindi, aveva violato l’obbligo di astenersi dall’operazione (e non aveva neppure illustrato i rischi relativi al prodotto derivato o.t.c.). Di conseguenza, il Tribunale aveva ritenuto che *“la violazione [degli] obblighi comportamentali risulta[va] essere di notevole gravità, incidendo su aspetti essenziali della conoscenza e della valutazione del prodotto finanziario”*.

Il Tribunale quindi decise di attribuire all’attrice il diritto al risarcimento dei danni (affermando di non poter risolvere il contratto, risultando lo stesso essere stato già sciolto).

La seconda sentenza di cui si discute brevemente è del Tribunale di Verona del 19 marzo 2013²⁵⁹. In questo caso la domanda della parte attrice era finalizzata a far accertare la nullità o a far dichiarare l’annullamento del contratto quadro relativo ad un deposito titoli concluso con la convenuta nonché di un’operazione di investimento in obbligazioni Lehman Brothers, per un controvalore pari a € 100.149,00 (effettuata in data 30 aprile 2008); nonché in subordine la parte attrice richiedeva la risoluzione del contratto e dell’operazione di investimento per grave inadempimento contrattuale della banca intermediaria.

La convenuta era accusata di non aver adempiuto agli obblighi comportamentali a suo carico (ad esempio, tra i molti addebiti le veniva contestato come essa avesse operato in conflitto d’interessi e non avesse adempiuto agli obblighi informativi, come avesse violato la regola di *best execution*, come l’investimento fosse inadeguato per l’investitore...).

Senza la necessità di riportare ogni passo della sentenza del Tribunale veronese, se ne riportano le conclusioni, che sono molto interessanti quali esemplificazione di come la giurisprudenza di merito abbia “recepito” le sentenze della Cassazione nn. 26724 e 26725.

Il Tribunale accolse solo alcuni addebiti sollevati dalla parte attrice: tra i quali la violazione della convenuta dell’obbligo di *best execution* e dell’art. 32 del Regolamento Intermediari, quest’ultima violazione in particolare per non aver esplicitato le commissioni applicate nell’ordine di acquisto degli strumenti finanziari (previsione innovativa introdotta con la Direttiva MiFID).

Tale accoglimento fu però sufficiente a risolvere il contratto-quadro per grave inadempimento della convenuta. Si riporta un estratto delle motivazioni: *“Una volta accertata la violazione da parte della convenuta dell’obbligo di acquisire la preventiva autorizzazione dell’attore ad operare su un mercato non regolamentato e di quello informativo circa la*

²⁵⁹ Trib. Verona, 19 marzo 2013, in www.dirittobancario.it.

misura della commissione applicatagli si tratta di stabilire quali siano le conseguenze giuridiche di esse, con la precisazione che esse non possono che investire il contratto di intermediazione o contratto quadro, dovendosi condividere la tesi, richiamata diffusamente dalla difesa della convenuta, che gli ordini di borsa costituiscono atti meramente esecutivi. Innanzitutto i ravvisati inadempimenti possono sicuramente essere qualificati come gravi [...]. Ciò precisato, sullo specifico profilo sopra indicato deve essere richiamato l'orientamento espresso dalla Suprema Corte di Cassazione a Sezioni Unite nelle note sentenze nn. 26724 e 26725 del 19.12.2007 secondo cui in nessun caso la violazione dei doveri di comportamento ai quali è tenuto l'intermediario finanziario può determinare la nullità del contratto di intermediazione o dei singoli atti negoziali conseguenti. Sempre secondo il predetto indirizzo la violazione delle norme di comportamento dei contraenti 'tanto nella fase prenegoziale quanto in quella attuativa del rapporto, ove non sia altrimenti stabilito dalla legge, genera responsabilità e può essere causa di risoluzione del contratto'. È opportuno chiarire che l'inadempimento anche grave da parte dell'intermediario agli obblighi di comportamento può giustificare una declaratoria di risoluzione o una pronuncia risarcitoria [...]. A [questa] conclusione può giungersi [...] con riferimento alla violazione da parte della convenuta dell'obbligo informativo sulle commissioni applicate poiché [la parte attrice] ha spiegato e dimostrato adeguatamente che la conoscenza di quel particolare l'avrebbe trattenut[a] dal compiere l'operazione. Il contratto quadro va quindi dichiarato risolto in accoglimento della domanda attorea e per effetto di tale pronuncia va ripristinata la situazione in cui l'attore si trovava al momento della sua conclusione''²⁶⁰.

²⁶⁰ Un'altra sentenza *post-MiFID* interessante per il richiamo delle sentenze gemelle della Cassazione è: Trib. Cuneo, 31 maggio 2012, n. 358, in www.ilcaso.it.

In questa sentenza (a differenza di quella di cui sopra), il giudice si discosta parzialmente dal giudizio nomofilattico; pur concordando con il rimedio del "risarcimento/risoluzione", afferma come l'eventuale invalidità del negozio non si riferisca al contratto-quadro ma ai singoli atti esecutivi: "Il rapporto intercorso fra le parti deve essere qualificato come mandato di intermediazione di valori mobiliari collegato ad un contratto, accessorio e in funzione servente, di deposito di titoli in custodia e amministrazione. Pertanto, risulta applicabile alla fattispecie l'insegnamento di Cass. SS.UU. n. 26724/07 e successive conformi, secondo cui: 'in tema di intermediazione finanziaria, la violazione del dovere d'informazione del cliente di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento finanziario [...] può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguenze risarcitorie, ove dette violazioni avvengano nella fase antecedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti (cd. 'contratto quadro', il quale, per taluni aspetti può essere accostato alla figura del mandato); può dar luogo, invece, a responsabilità contrattuali, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto suddetto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del 'contratto quadro'; in ogni caso, deve escludersi che, mancando un'esplicita previsione normativa, la violazione dei menzionati doveri di comportamento possa determinare, a norma dell'art. 1418, primo comma, c.c., la nullità del cosiddetto 'contratto quadro' o dei singoli atti negoziali posti in essere in base ad esso'.

Comune alle sentenze esaminate, in via generale, come già più volte sottolineato, è il richiamo ai precedenti della Cassazione. Per quanto riguarda invece l'applicazione delle regole del nuovo Regolamento Intermediari, quest'ultimo avendo previsto maggiori oneri informativi a carico degli intermediari (ad esempio quello di fornire le informazioni sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione del servizio di investimento *ex art. 32*), permette all'organo giudicante di avere dei parametri più dettagliati su cui fondare il suo giudizio.

È d'altronde intuibile la negatività di un aspetto, molto rilevante per i clienti: l'arretramento della nuova disciplina dell'adeguatezza ai due soli servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli rende più deboli le tutele prestate agli investitori, considerando il fatto che la maggior parte delle sentenze a sfavore degli intermediari, antecedenti al recepimento della Direttiva MiFID si riferivano ai servizi di esecuzione di ordini da parte dei clienti. Come la dottrina ha evidenziato: "tutte [le sentenze sul risparmio tradito *pre-MiFID*] non hanno mai avuto ad oggetto contestazioni relative né a contratti di gestione su base individuale di portafogli di investimento né a contratti di consulenza, ma sempre contratti relativi a servizi di esecuzione di ordini da parte dei clienti. Il dato è significativo perché, [...] la disciplina *post-Mifid* esclude, a certe condizioni, che per tali servizi l'investitore debba fornire informazioni all'impresa di investimento [nei casi di "*execution only*"] [...]."²⁶¹

Quindi il problema deriva da un'attenuazione degli obblighi comportamentali degli intermediari per tali servizi, presentandosi di conseguenza il rischio che i clienti siano meno tutelati (anche a causa del comportamento di intermediari che in via informale suggeriscono l'investimento al cliente *retail*, eludendo in tal modo la disciplina).

Recente giurisprudenza di merito ha tratto da tale arresto della Suprema Corte la conseguenza '(...) che i singoli ordini d'acquisto costituiscono atti dell'esecuzione dell'unico mandato, e non già contratti autonomi (s'intende, nel rapporto tra le parti in causa), il che esclude in partenza che le denunciate violazioni degli obblighi previsti dalla disciplina di settore costituiscano altrettante causa di invalidità (sub specie di nullità o di annullabilità) degli stessi ordini [...]. Di diverso avviso è questo Giudice, in quanto la finalità esecutiva dei singoli atti, posti in essere nell'ambito del rapporto di intermediazione finanziaria, non per questo ne esclude la natura negoziale, con la conseguenza della possibilità di agire per la dichiarazione di risoluzione per inadempimento del singolo ordine".

²⁶¹ NATOLI R., *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio"*, in *Contratti*, 2010, I, 68.

CAPITOLO V

IL CLIENTE È (ANCHE) UN CONSUMATORE?

SOMMARIO: 5.1. Cliente al dettaglio e consumatore: le due fattispecie a confronto. – 5.2. L’art. 32-bis T.U.F.: una breve analisi. – 5.3. La disciplina della “*class action*” italiana: premessa. – 5.3.1. La disciplina della “*class action*” italiana. – 5.4. Un breve cenno sull’applicazione “ad oggi” dell’azione di classe e prospettive future.

5.1. Cliente al dettaglio e consumatore: le due fattispecie a confronto

L’art. 7 del D.L.vo 17 settembre 2007, n. 164, ha inserito nel T.U.F., all’interno della Parte II “*Disciplina degli intermediari*”, Titolo II “*Servizi e attività di investimento*”, il Capo IV-bis “*Tutela degli investitori*”, composto da due articoli, l’art. 32-bis “*Tutela degli interessi collettivi degli investitori*” e l’art. 32-ter “*Risoluzione stragiudiziale delle controversie*”; ci si occuperà in particolare dell’art. 32-bis.

Si premette, inoltre, come anche l’inserimento nel T.U.F. del Capo IV-bis “*Tutela degli investitori*” sia stato successivo al recepimento nell’ordinamento interno della Direttiva MiFID²⁶².

L’art. 32-bis così si esprime: “*1. Le associazioni dei consumatori inserite nell’elenco di cui all’articolo 137 del decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206, sono legittimate ad agire per la tutela degli interessi collettivi degli investitori, connessi alla prestazione di servizi e attività di investimento e di servizi accessori e di gestione collettiva del risparmio, nelle forme previste dagli articoli 139 e 140 del predetto decreto legislativo*”.

Vi è quindi un richiamo esplicito al D.L.vo 6 settembre 2005, n. 206, ossia al Codice del consumo, ma non così immediato ne appare il collegamento, considerato che la disciplina

²⁶² Ci si sta riferendo alle previsioni contenute nella Direttiva MiFID all’art. 52, secondo comma della stessa per quanto riguarda l’art. 32-bis T.U.F. ed all’art. 53 per l’art. 32-ter T.U.F.

In particolare, (vista la delimitazione dell’oggetto di analisi), l’art. 52 “*Diritto di ricorso*”, secondo comma, così si esprime: “*Gli Stati membri prevedono che uno o più dei seguenti organismi, in funzione di quanto stabilito dal diritto nazionale, possano, nell’interesse dei consumatori e conformemente al diritto nazionale, adire i tribunali o fare ricorso ai competenti organismi amministrativi per ottenere che le disposizioni nazionali di attuazione della presente direttiva siano applicate:*

- a) *organismi pubblici o loro rappresentanti;*
- b) *organizzazioni di consumatori aventi un legittimo interesse a proteggere i consumatori;*
- c) *organizzazioni professionali aventi un legittimo interesse a proteggere i loro membri*”.

consumeristica disciplina i rapporti tra professionisti e consumatori; ed i consumatori non coincidono con gli investitori quali clienti destinatari di servizi ed attività d'investimento.

Il consumatore *ex art. 3, primo comma, lett. a)* del Codice del Consumo è solo “*la persona fisica che agisce per scopi estranei all’attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta*”, in questo modo escludendo i piccoli imprenditori o i liberi professionisti, o ancora gli enti non aventi scopo di lucro, ecc. È una figura, utilizzando un’espressione della dottrina, “ritagliata in negativo [...] [alla quale] si contrappone il ‘professionista’, cioè un soggetto – persona fisica o giuridica – che agisce nel quadro della propria attività imprenditoriale [, commerciale, artigianale] o professionale o in nome o per conto di altro professionista [art. 3, primo comma, lett. c) del Codice del consumo]”²⁶³.

Sebbene la nozione di investitore che si richiede per l’applicazione dell’art. 32-*bis* del T.U.F., sia stata ristretta, in maniera condivisibile, a quella di cliente al dettaglio (nozione anch’essa come quella di consumatore, “ritagliata in negativo”, a differenza di quella generica di “cliente destinatario di servizi ed attività d’investimento”); le due fattispecie consumatore-cliente al dettaglio non sono comunque sovrapponibili (ad esempio una società o una persona fisica che agisca per scopi inerenti all’attività professionale può rientrare nella categoria di cliente al dettaglio, ma non in quella di consumatore).

Queste differenze delineate tra le due fattispecie sono innegabili, ma parte della dottrina sostiene come sia necessario “in questo quadro, [riferire] la terminologia generica ‘investitori’ [...] sia agli investitori-consumatori, sia agli investitori persone giuridiche o enti di fatto o che, pur essendo persone fisiche, concludano contratti di investimento finanziario anche per fini rientranti nell’attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale. È proprio tale allargamento dell’ambito soggettivo che costituisce la *ratio* della disposizione normativa inserita nel TUF. In questo senso, l’intento legislativo non è semplicemente quello di riunire nel contesto unitario e sistematico del TUF disposizioni normative, presenti altrove in un diverso testo legislativo, che prevedono strumenti di tutela applicabili anche nel settore finanziario, ma, principalmente, di estendere alla categoria più ampia degli investitori rimedi predisposti per la categoria dei consumatori”²⁶⁴.

²⁶³ MEO G., *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche commerciali scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 720.

²⁶⁴ CANDIAN A., *Art. 32 bis. Tutela degli interessi collettivi dei consumatori*, in FRANTINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 518.

Condivide questa prospettiva: MEO G., *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche commerciali scorrette e ordine giuridico del mercato*, *op. cit.*

Pur ammettendo che possa essere condivisibile quest'ipotesi, si sottolinea, ancora una volta, come per investitori debbano intendersi soltanto i “clienti al dettaglio” e non i “clienti professionali”, in virtù della situazione di asimmetria informativa superiore nella quale versano i primi rispetto ai secondi, che spiega anche la graduazione delle tutele individuata nel T.U.F.

5.2. L'art. 32-bis T.U.F.: una breve analisi

Tornando all'art. 32-bis del T.U.F., si ritiene opportuno svolgere una breve analisi della forma di tutela collettiva degli investitori prevista con il richiamo degli artt. 139 e 140 del Codice del consumo. Gli articoli appena citati, si riferiscono alle azioni collettive essenzialmente con funzione preventiva ed inibitoria esperibili dalle associazioni dei consumatori e degli utenti inserite nell'elenco di cui all'art. 137 del Codice del consumo²⁶⁵.

Contra GIOIA G., *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, op. cit., p. 63, nt. 29, che così afferma: “I nuovi artt. 32 bis e 32 ter t.u.f. vanno a costituire un capo per la tutela degli investitori, che sostanzialmente nulla innova, in quanto estende l'azione inibitoria collettiva già prevista a tutela dei contratti dei consumatori, ex artt. 139 e 140 c. cons., anche per la tutela dei consumatori parti possibili di contratti finanziari”; in questo modo affermando come gli artt. 139 e 140 del Codice del consumo vadano pur sempre applicati solo a soggetti “consumatori”; SANGIOVANNI V., *Class action e tutela contrattuale degli investitori*, in *Obbl. e Contr.*, 2010, 611.

²⁶⁵ L'elenco delle associazioni dei consumatori e degli utenti rappresentative a livello nazionale è contenuto, come detto, all'art. 137 del Codice del consumo. Le associazioni al fine di rientrare tra quelle rappresentative a livello nazionale, devono rispettare determinati requisiti che possano permettere la loro rappresentatività e terzietà. I criteri che devono presiedere alla definizione delle associazioni rilevanti ai fini dell'applicazione degli artt. 139 e 140 di cui si discute, sono elencati all'art. 137, secondo e terzo comma: “2. L'iscrizione nell'elenco [delle associazioni dei consumatori e degli utenti rappresentative a livello nazionale, istituito presso il Ministero delle attività produttive] è subordinata al possesso [...] dei seguenti requisiti:

- a) avvenuta costituzione, per atto pubblico o per scrittura privata autenticata, da almeno tre anni e possesso di uno statuto che sancisca un ordinamento interno a base democratica e preveda come scopo esclusivo la tutela dei consumatori e degli utenti, senza fine di lucro;
- b) tenuta di un elenco degli iscritti, aggiornato annualmente con l'indicazione delle quote versate direttamente all'associazione per scopi statutari;
- c) numero non inferiore allo 0,5 per mille della popolazione nazionale e presenza sul territorio di almeno cinque regioni o province autonome, con un numero di iscritti non inferiore allo 0,2 per mille degli abitanti di ciascuna di esse [...];
- d) elaborazione di un bilancio annuale delle entrate e delle uscite con indicazione delle quote versate dagli associati e tenuta dei libri contabili [...];
- e) svolgimento di un'attività continuativa nei tre anni precedenti;
- f) non avere i suoi rappresentanti legali subito alcuna condanna, passata in giudicato, in relazione all'attività dell'associazione medesima, e non investire i medesimi rappresentanti la qualifica di imprenditori o di amministratori di imprese di produzione e servizi in qualsiasi forma costituite, per gli stessi settori in cui opera l'associazione.

Con l'inibitoria collettiva si tutelano gli "*interessi collettivi dei consumatori e degli utenti*", ma qual è il significato preciso di questa locuzione? La Direttiva 98/27/CE "*Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa a provvedimenti inibitori a tutela degli interessi dei consumatori*", al 2° Considerando lo specifica: "*per interessi collettivi si intendono gli interessi che non ricomprendono la somma degli interessi di individui lesi da una violazione*"; questo è un punto di differenziazione rispetto all'azione di classe *ex art. 140 bis* che invece è principalmente una forma di tutela collettiva di interessi pur sempre individuali.

Tornando alla legittimazione attiva, ai sensi dell'art. 140, "*a tutela degli interessi collettivi dei consumatori e degli utenti*"²⁶⁶ questa è conferita alle associazioni dei consumatori e degli utenti rappresentative a livello nazionale (art. 139, primo comma), oltre che agli "*organismi pubblici indipendenti nazionali e [al]le organizzazioni riconosciuti in un altro Stato dell'Unione europea ed inseriti nell'elenco degli enti legittimati a proporre azioni inibitorie a tutela degli interessi collettivi dei consumatori, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee [...] nei confronti di atti o comportamenti lesivi per i consumatori del proprio Paese, posti in essere in tutto o in parte sul territorio dello Stato*".

L'azione collettiva inibitoria *ex art. 140* ha un ambito di applicazione generale, che si riferisce alle azioni od omissioni che violano gli interessi collettivi dei consumatori; si applica, ad esempio, nei casi di violazione dei diritti fondamentali riconosciuti ai consumatori dall'art. 2 del Codice del consumo. In particolare nell'ambito dei mercati finanziari, i diritti dei consumatori che potrebbero essere violati sono quelli relativi ad un'adeguata informazione e ad una corretta pubblicità (art. 2, secondo comma, lett. *c*), quelli relativi all'esercizio delle pratiche commerciali secondo principi di *buona fede, correttezza e lealtà* (art. 2, secondo comma, lett. *c-bis*), quelli relativi all'educazione al consumo (di prodotti finanziari s'intende) (art. 2, secondo comma, lett. *d*), quelli collegati alla *correttezza, alla trasparenza ed all'equità nei rapporti contrattuali* (tra intermediario finanziario ed investitore) (art. 2, secondo comma, lett. *e*).

Quest'azione permette, tramite la richiesta delle associazioni dei consumatori rappresentative a livello nazionale al tribunale: "*a) di inibire gli atti e i comportamenti lesivi degli interessi dei consumatori e degli utenti; b) di adottare le misure idonee a correggere o*

3. Alle associazioni dei consumatori e degli utenti è preclusa ogni attività di promozione o pubblicità commerciale avente per oggetto beni o servizi prodotti da terzi ed ogni connessione di interessi con imprese di produzione o di distribuzione".

²⁶⁶ Tra i quali si è detto rientrano anche "*i consumatori di servizi finanziari*", con il dubbio se quest'azione possa essere o meno esperita a favore dei clienti al dettaglio non rientranti nella categoria di consumatori *ex art. 3*, primo comma, lett. *a*) del Codice del consumo.

eliminare gli effetti dannosi delle violazioni accertate; c) di ordinare la pubblicazione del provvedimento su uno o più quotidiani a diffusione nazionale oppure locale nei casi in cui la pubblicità del provvedimento p[ossa] contribuire a correggere o eliminare gli effetti dannosi delle violazioni accertate” (art. 140, primo comma).

Un accenno merita anche l'azione inibitoria *ex art. 37* del Codice del consumo, anche se non viene richiamata nel T.U.F., si ritiene che questa trovi applicazione nei confronti dei soli consumatori “in senso stretto” di servizi ed attività d'investimento, quando vengano utilizzate o si raccomandi l'utilizzo da parte di professionisti o associazioni di professionisti di condizioni generali di contratto accertate abusive ai sensi degli artt. 33-36 del Codice del consumo. Non si ha modo in questa sede di approfondire il giudizio di vessatorietà delle clausole, ma si vuole evidenziare come, ai sensi dell'art. 33, rubricato “*Clausole vessatorie nel contratto tra professionista e consumatore*”, 3°, 4°, 5° e 6° comma, il legislatore preveda delle deroghe alle presunzioni di vessatorietà di alcune clausole (art. 33, secondo comma) “*se il contratto ha ad oggetto la prestazione di servizi finanziari a tempo indeterminato*”. Con questa previsione, le tutele poste a carico dei consumatori diminuiscono, in un regime si potrebbe affermare “di specialità” della norma che si riferisce al consumatore di servizi finanziari rispetto al semplice consumatore²⁶⁷.

Nell'azione inibitoria *ex art. 37*, la legittimazione attiva è più estesa rispetto all'azione generale, prevedendo che la richiesta al giudice competente di inibire l'uso delle condizioni di cui sia accertata l'abusività, possa essere effettuata non solo dalle associazioni rappresentative dei consumatori (di cui all'art. 137) ma anche dalle associazioni rappresentative dei professionisti e dalle camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura (le associazioni dei professionisti potrebbero essere interessate a far cessare il comportamento anticoncorrenziale lesivo, mentre è un compito delle camere di commercio vigilare che non siano presenti clausole inique nei contratti dei consumatori).

Il giudice, con una finalità in questo caso deterrente “*può ordinare che il provvedimento sia pubblicato in uno o più giornali, di cui almeno uno a diffusione nazionale*” (art. 37, terzo comma). È interessante il richiamo operato dall'art. 37 all'art. 140 per quanto non espressamente disciplinato (art. 37, quarto comma), che si ritrova in maniera speculare all'art. 140, decimo comma.

²⁶⁷ A proposito delle regole previste nell'art. 33 Cod. cons., applicate ai consumatori di strumenti finanziari, si richiama: SEPE M., *Clausole vessatorie e abusive nei contratti relativi ai “servizi finanziari”*: il regime di specialità, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. II, *op. cit.*, pp. 787 e ss. In tema anche (ma antecedente all'entrata in vigore del Codice del consumo): COSTI R. e ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in COTTINO G., *Trattato di diritto commerciale*, Vol. VIII, Padova, 2004, pp. 363 e ss.

Per far sì che il provvedimento definito in giudizio venga rispettato “*il giudice fissa un termine per l’adempimento degli obblighi stabiliti e, anche su domanda della parte che ha agito in giudizio, dispone, in caso di inadempimento, il pagamento di una somma di denaro da 516 euro a 1.032 euro, per ogni inadempimento ovvero giorno di ritardo rapportati alla gravità del fatto*”; è importante sottolineare come questa sanzione non abbia funzione risarcitoria, considerato che le somme in questo modo raccolte vengono gestite dal Ministero delle attività produttive per finanziare iniziative a vantaggio dei consumatori (art. 140, settimo comma).

5.3. La “*class action*” italiana: premessa

“Quale incidenza potranno avere nel nostro ordinamento, alla vigilia dell’imminente partenza di quella che ormai anche il legislatore qualifica [...] *class action*, gli strumenti processuali finalizzati alla tutela collettiva, di tipo non meramente inibitorio, delle vittime di operazioni finanziarie poco accorte [?]”²⁶⁸.

Questa era in sintesi la domanda che la dottrina si poneva nel 2009, all’entrata in vigore della tanto discussa disciplina dell’azione di classe (anche conosciuta, e secondo alcuni impropriamente come “*class action*”)²⁶⁹, disciplinata all’art. 140-bis del Codice del consumo e mirante a tutelare in maniera collettiva gli interessi individuali dei consumatori.

“Malgrado l’ampio risalto conferito al danno finanziario nel dibattito che ha preceduto l’emanazione della disciplina inserita nel codice del consumo e nonostante la copiosa esperienza maturata sul punto in altri sistemi giuridici, primo fra tutti quello statunitense, la formulazione della norma sull’azione collettiva risarcitoria suscita numerosi interrogativi circa la sua idoneità a far fronte alle perdite risentite da gruppi omogenei di risparmiatori ed investitori, specie con riferimento alla delimitazione del relativo ambito applicativo, al requisito della serialità del pregiudizio e al riscontro di un’adeguata rappresentatività degli interessi lesi in capo ai soggetti promotori della controversia”²⁷⁰.

Questi erano i dubbi che la stessa dottrina esprimeva ed ai quali si tenterà di dare una risposta, tramite un’analisi dei caratteri principali dell’istituto vigente.

²⁶⁸ PALMIERI A., *La class action da danno finanziario*, in *Danno e Resp.*, 2009, 377.

²⁶⁹ CONTE G., *I “diritti individuali omogenei” nella disciplina dell’azione di classe*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2011, 609.

²⁷⁰ PALMIERI A., *La class action da danno finanziario*, *op. cit.*, 377.

5.3.1. La disciplina della “class action” italiana

L'introduzione della “class action” nell'ordinamento italiano non è stata semplice. L'istituto è stato introdotto, come è conosciuto oggi (salvo qualche modifica intervenuta nel 2012 con il Decreto Legge del 24 gennaio 2012, n. 1, poi convertito con modificazioni nella Legge del 24 marzo 2012, n. 27) con l'art. 49, primo comma della Legge 23 luglio 2009, n. 99. Da anni, si sentiva l'esigenza di un istituto al quale facesse capo una tutela collettiva di interessi individuali, con funzione principalmente risarcitoria.

La disciplina dell'azione di classe, come detto, è delineata dall'art. 140-*bis* del Codice del consumo. In questo paragrafo se ne desidera tratteggiare i principali aspetti, ed avanzare qualche ipotesi sulla modalità di applicazione della stessa al mercato finanziario²⁷¹.

Innanzitutto, bisogna condividere la tesi che propone l'applicabilità di quest'istituto al mercato finanziario, e che nega che sia essenziale un esplicito richiamo da parte del T.U.F. all'art. 140-*bis* del Codice del consumo per l'applicazione della disciplina. “La mancanza, nel testo dell'art. 32 *bis* t.u.f., di un richiamo all'art. 140 *bis* c. cons. non può certamente essere utilizzata quale motivo per negare l'applicabilità di questa norma nella prestazione dei servizi finanziari. In primo luogo, perché il legislatore non poteva includere un tale richiamo nell'art. 32 *bis* t.u.f., giacché l'art. 140 *bis* c. cons. non esisteva ancora quando il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, è stato promulgato. Non si può, dunque, interpretare la mancanza di questo richiamo come il frutto di una precisa scelta del legislatore delegato, da un lato diretta ad escludere l'applicabilità dell'art. 140 *bis* in questa materia, e dall'altro a consentire solo l'esperibilità dell'inibitoria prevista dall'art. 140 c. cons.”²⁷².

L'azione di classe è diretta a tutelare *i diritti individuali omogenei dei consumatori e degli utenti nonché gli interessi collettivi*, ma solo per alcune fattispecie tassativamente previste, l'azione infatti tutela: “*a) i diritti contrattuali di una pluralità di consumatori e utenti che versano nei confronti di una stessa impresa in situazione omogenea, inclusi i*

²⁷¹ Per le discussioni dottrinali che precedono l'introduzione dell'istituto dell'azione di classe nell'ordinamento interno, principalmente in materia finanziaria, si rimanda a: BELLINI E. e PONZANELLI G., *I limiti delle class actions nell'esperienza nordamericana. Un monito per il legislatore italiano*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio, op. cit.*, 337; CHIARLONI S., *La tutela del risparmiatore alla luce delle recenti iniziative legislative*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio, op. cit.*, p. 319; FAZIO F., *Class action. Note a margine del caso Parmalat*, in *Foro Pad.*, 2004, II, 55; LENER R., *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 269; PALMIERI M., *Azione di «classe» e tutela degli investitori: prospettive italiane*, in *Banca, impresa e società*, 2007, 227; UCCIARDELLO G., *La tutela dei risparmiatori*, in AMOROSINO S., *Manuale di diritto del mercato finanziario, op. cit.*, p. 35.

²⁷² MUNHOZ DE MELLO R., *Brevi osservazioni in tema di tutela degli interessi collettivi degli investitori ex art. 32 bis, T.U.F.*, in *Riv. Dir. Proc.*, 2009, II, 939, nt. 20.

contratti stipulati ai sensi degli articoli 1341 e 1342 del codice civile; b) i diritti omogenei spettanti ai consumatori finali di un determinato prodotto o servizio nei confronti del relativo produttore, anche a prescindere da un diretto rapporto contrattuale; c) i diritti omogenei al ristoro del pregiudizio derivante agli stessi consumatori e utenti da pratiche commerciali scorrette o da comportamenti anticoncorrenziali” (art. 140-bis, secondo comma).

Ciascun componente della classe è un legittimato attivo a far valere l’azione, anche mediante associazioni cui dà mandato o comitati ai quali partecipa, e può quindi “*agire per l’accertamento della responsabilità e per la condanna al risarcimento del danno e alle restituzioni*” (art. 140-bis, primo comma).

Per quanto concerne la legittimazione attiva, si presenta lo stesso problema già evidenziato per l’art. 32-bis del T.U.F.: i clienti al dettaglio non strettamente “consumatori”, hanno diritto a far valere l’azione? La dottrina si divide sull’argomento.

Un filone dottrinale ritiene, che l’azione si riferisca ai soli consumatori: “[g]ià sulla base di questa definizione [la definizione di consumatore], l’utilità della nuova azione di classe nella protezione degli investitori si riduce. Bisogna infatti escludere dal campo di applicazione della disposizione tutti i soggetti che non possono qualificarsi come consumatori. In particolare le persone giuridiche non rientrano nella definizione legislativa e non possono dunque assumere la qualità di legittimate attive all’azione di classe”²⁷³. Ed ancora, della stessa opinione, un altro Autore: “già il fatto che gli strumenti di tutela di massa [siano] inseriti nel codice del consumo denuncia la riferibilità degli stessi ai soli consumatori”²⁷⁴.

Un altro filone invece amplia la legittimazione a tutti i clienti al dettaglio, ricordando come tale istituto sia stato ritenuto necessario dopo le vicende finanziarie che hanno caratterizzato il precedente decennio e collegando quindi l’ampliamento della legittimazione attiva alla finalità del nuovo istituto: “All’origine di questa innovazione legislativa sono stati soprattutto i recenti scandali finanziari. Si tratta di uno strumento processuale del tutto nuovo per l’ordinamento italiano, che consente di aggregare e trattare in un *unico procedimento* domande di risarcimento connesse ad un medesimo evento illecito (ad esempio: la malamministrazione di risparmi affidati). In questo modo si realizzano importanti economie

²⁷³ SANGIOVANNI V., *Class action e tutela contrattuale degli investitori*, op. cit., 611 e ss.

²⁷⁴ BOCCHINI F., *Le controversie seriali. Mediazione e azione di classe*, in CESARO E. e BOCCHINI F. (a cura di), *La nuova class action a tutela dei consumatori e degli utenti: commentario all’art. 140 bis del Codice del consumo: modificato dall’art. 49 della legge 23 luglio 2009, n. 99 e dall’art. 6 del decreto legge n. 1/2012 convertito con legge n. 27/2012*, Padova, 2012, p. XIII.

di scala evitando di far gravare una miriade di azioni individuali sul già ingorgato sistema giudiziario italiano, e si circoscrive anche il rischio di decisioni difformi²⁷⁵.

Tornando all'applicazione dell'azione di classe nel mercato finanziario, soprattutto per quanto concerne l'argomento trattato in questa tesi, ossia volendo limitare l'attenzione al rapporto intermediario-cliente; essendo questo rapporto di natura contrattuale (alla base del rapporto, infatti, vi è il contratto di intermediazione finanziaria ex art. 23 T.U.F.), l'azione di classe potrà essere fatta valere ex art. 140-bis, secondo comma, lett. a), per tutelare quindi i *diritti contrattuali di una pluralità di consumatori e utenti che versano nei confronti di una stessa impresa in situazione omogenea*. Intendo per impresa l'intermediario e per situazione omogenea, una situazione nella quale i “diritti [sono] ‘simili’, ma non necessariamente ‘identici’ [, quali] sono tipicamente [i] diritti che hanno una fonte unitaria, ad esempio un contratto standard sottoscritto da più consumatori di cui più soggetti chiedono la declaratoria d'invalidità²⁷⁶.

Altre situazioni tutelabili, riguardano le violazioni degli obblighi di comportamento da parte degli intermediari, come ad esempio il mancato rispetto della regola di adeguatezza, ipotesi questa, confermata dalla dottrina: “la questione da porsi è se l'inosservanza della regola di adeguatezza possa essere contestata mediante l'azione di classe. A me pare che a questa domanda possa darsi risposta positiva. [...] anche per l'inadeguatezza vale il principio che essa va valutata (non in generale, ma) sulla base delle singole operazioni poste in essere e in riferimento alle caratteristiche di ogni singolo cliente. Tutte le persone che ritengono che un determinato intermediario finanziario abbia posto in essere un'operazione inadeguata possono aderire all'azione di classe nei confronti dell'intermediario^{277 278}.

²⁷⁵ UCCIARDELLO G., *La tutela dei risparmiatori*, in AMOROSINO S. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, op. cit., pp. 38 e ss.

²⁷⁶ SANGIOVANNI V., *Class action e tutela contrattuale degli investitori*, op. cit., 613.

²⁷⁷ *Ivi*, 619.

²⁷⁸ Condivide la tesi dell'applicabilità dell'azione di classe qualora gli intermediari suggeriscano investimenti inadeguati o in conflitto d'interessi: GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, in *Class action: il nuovo volto della tutela collettiva in Italia: atti del Convegno Fondazione Centro Internazionale su Diritto Società e Economia Courmayeur*, Milano, 2011, pp. 202 e ss.

Interessante anche il pensiero di un'altra dottrina (BARRA CARACCILO F., *L'esperienza delle class action e i diritti identici: un primo bilancio e l'impatto con i mercati finanziari*, in *Contr. e impr.*, 2012, 7 e ss.), che sebbene ammetta la possibilità di un'azione di classe in caso di violazione delle regole di condotta da parte degli intermediari (tra le quali cita la regola di adeguatezza), la considera “una forzatura”, per differenti ordini di ragioni. “In merito alla violazione da parte dell'intermediario finanziario delle regole di condotta (diligenza, trasparenza e correttezza), la Cassazione ha statuito che può sussistere sia la responsabilità contrattuale che quella precontrattuale e che si possono ravvisare sia vizi genetici – che comportano l'annullabilità ma non la nullità – sia vizi funzionali che comportano la risolubilità. Pongo un problema: può essere ravvisato il requisito dell'[...] omogeneità delle situazioni tra gli investitori? Ed essi costituiscono una classe omogenea? Nella mia

Altra dottrina ancora, seppur negando l'applicazione dell'azione di classe a soggetti diversi dai consumatori ("la tutela di classe è esclusa per gli investitori non consumatori"), la considera applicabile nei casi di violazione dei doveri informativi da parte degli intermediari finanziari: "sembra plausibile sostenere che, oltre al caso di contratti conclusi mediante moduli o formulari, possa ravvisarsi ad esempio in fattispecie di omessa o non corretta informazione sulla natura o rischiosità dell'investimento o del prodotto finanziario (da parte [...] dell'intermediario a titolo contrattuale, nel quadro degli obblighi di protezione individuati dalla più recente giurisprudenza sopra citata [l'Autore si sta riferendo alle sentenze della Corte di Cassazione nn. 27624 e 27625 del 19 dicembre 2007]) o comunque in ipotesi di danno conseguente alla diffusione di informazioni economiche inesatte, una delle più tipiche fattispecie di pratiche commerciali scorrette, inquadrabili [...] quale presupposto della proponibilità di un'azione di classe"^{279 280}.

Ravvisa violazione dei "diritti contrattuali" anche quella dottrina che "argomenta l'ammissibilità di domande *ex art. 140-bis* cod. cons. fondate sulla violazione da parte dell'intermediario convenuto della stessa regola di condotta relativamente ad accordi-quadro di intermediazione finanziaria che abbiano [portato] alla negoziazione di identici strumenti finanziari"^{281 282}. Così la stessa collega la violazione dei doveri informativi dell'intermediario

esperienza professionale ho avuto modo di verificare come siano diverse le situazioni di ciascun investitore per livello di esperienza, composizione del proprio portafoglio, propensione al rischio. [...]"

²⁷⁹ GUERNELLI M., *Class action e competenza antitrust*, in *Dir. Industriale*, 2010, 251.

²⁸⁰ Ed ancora, altra dottrina favorevole all'applicazione dell'art. 140-bis del Codice del consumo ai mercati finanziari (sebbene in questo caso riferendosi alla versione dell'articolo 140-bis, introdotta con la Legge finanziaria del 2008, versione mai effettivamente entrata in vigore), così si esprime: "[...] occorre domandarsi se il rimedio in analisi possa estendersi fino a ricomprendere la tutela del risparmiatore quanto alla collocazione sul mercato di strumenti finanziari. La dottrina che si è pronunciata non appare univoca, non foss'altro perché la questione richiede una chiarificazione in ordine al contesto sistematico ed all'ambito applicativo della norma. [...]. Ad avviso di chi scrive, la tutela collettiva in analisi può essere esperita anche nell'ambito dei mercati finanziari. L'esigenza di fondo è quella di attenuare le asimmetrie informative tra impresa e singolo investitore e tutelarne la libertà di informazione. D'altra parte, le disposizioni del TUF non appaiono incompatibili con la tutela collettiva, né la collocazione sistematica dell'art. 140-bis risulta ostativa, come conferma la natura di rimedio e, dunque, di risposta ai bisogni qualificati di tutela. Lo stesso contenuto della norma manifesta la propria vocazione espansiva, avvalorata dall'autonoma rilevanza del titolo II, rubricato «Accesso alla giustizia». Resta pur sempre il limite soggettivo, da più parti criticato quale espressione di un approccio limitato al *consumerism*, relativo alla figura dell'investitore quale persona fisica, il quale ad ogni modo rientra coerentemente nella nozione di cui all'art. 140-bis" (il corsivo è nostro); MEUCCI S., *Art. 140-bis, commi 1,2: Commento*, in VETTORI G. (a cura di), *Codice del consumo: aggiornamento: pratiche commerciali scorrette e azione collettiva*, Padova, 2009, p. 200.

²⁸¹ CONSOLO C. e ZUFFI B., *L'azione di classe ex art. 140-bis Codice del consumo: lineamenti processuali*, Padova, 2012, p. 97, nt. 45.

²⁸² Una precisazione è d'obbligo. Successivamente alla modifica attuata con D.L. 24 gennaio 2012, n. 1, poi convertito nella L. 24 marzo 2012, n. 27, non si richiede più che i diritti siano "identici" ma "omogenei"; in questo modo ampliando l'ambito applicativo dell'azione a più fattispecie (non quindi necessariamente identiche).

alla stipulazione del contratto-quadro, in questo modo facendo rientrare le violazioni nell'ambito di un rapporto contrattuale: "l'intermediario finanziario [...] nel momento in cui propone l'investimento al singolo risparmiatore – previa stipulazione dell'accordo quadro – è *contrattualmente* obbligato ad adempiere secondo quanto è stato reso oggetto di informazioni in relazione allo specifico strumento finanziario proposto come oggetto del contratto di investimento. La tutela risarcitoria dell'investitore è *contrattuale*, proprio perché il danno è derivato dall'esecuzione di un contratto nel quale sono confluite informazioni false o ingannevoli da parte dell'intermediario (in violazione di obblighi pur già di fonte contrattuale, rispetto all'accordo quadro), sebbene temporalmente rese *prima* della conclusione del contratto stesso. Alla stregua di questa interpretazione sembra così elidersi la principale ragione di esclusione dall'ambito applicativo dell'azione collettiva risarcitoria delle controversie finanziarie"²⁸³.

Vagliate le ipotesi nelle quali si ipotizza applicabile l'azione di classe nel mercato finanziario (pur essendosi limitati al rapporto contrattuale intermediario-cliente), merita un accenno la procedura (nei suoi principali aspetti), attraverso la quale è possibile far valere l'azione.

È importante evidenziare (e se così non fosse la finalità dell'istituto di alleggerire il corso della giustizia sarebbe vanificato), come l'adesione dei singoli all'azione di classe comporti la "*rinuncia a ogni azione restitutoria o risarcitoria individuale fondata sul medesimo titolo*" (art. 140-bis, terzo comma).

I singoli quindi, al fine di partecipare all'azione (e affinché gli effetti della sentenza valgano nei loro confronti), devono aderirvi tramite *un atto di adesione*: opera nel sistema italiano il cosiddetto meccanismo dell'*opt-in*. Questo meccanismo è uno dei molti aspetti differenti tra l'azione di classe italiana e quella nordamericana: "[è] noto che la *class action* nordamericana opera [...] secondo l'opposto meccanismo dell'*opt-out*[:]; [l]'azione legale viene esercitata da uno o più soggetti membri della "classe", preventivamente autorizzati dalla Corte Federale, che si propongono come rappresentanti dell'intera classe di danneggiati i cui singoli componenti, se rimasti inerti, saranno assoggettati al vincolo del giudicato sia favorevole che sfavorevole. Per sottrarsi all'effetto del giudicato i singoli dovranno espressamente dichiarare di non volersi avvalere della *class action (opt-out right)*"²⁸⁴.

²⁸³ CAVALLINI C., *Azione collettiva risarcitoria e controversie finanziarie*, in *Riv. Società*, 2010, 1118 e ss.

²⁸⁴ MAJELLO P., *Art. 140 bis, comma 3*, in CESARO E. e BOCCHINI F. (a cura di), *La nuova class action a tutela dei consumatori e degli utenti: commentario all'art. 140 bis del Codice del consumo: modificato*

La domanda viene proposta presso il tribunale ordinario con sede nel capoluogo della regione nella quale ha sede l'impresa (salvo alcune eccezioni) (art. 140-*bis*, quarto comma).

Il tribunale all'esito della prima udienza deve decidere sull'ammissibilità o meno dell'azione di classe. La domanda viene dichiarata inammissibile in tre casi: quando sia manifestamente infondata, quando sussiste un conflitto d'interessi (anche se non si comprende bene cosa intenda il legislatore per "conflitto d'interessi" in questa fattispecie)²⁸⁵, quando l'omogeneità dei diritti individuali posti a fondamento della domanda non sussiste e quando il proponente non appare in grado di curare adeguatamente l'interesse della classe (art. 140-*bis*, sesto comma). È importante l'ultima previsione perché è il solo proponente dell'azione a diventare parte processuale del giudizio, ne restano quindi esclusi gli altri aderenti.

Se invece la domanda è ammissibile, il tribunale fissa i termini e le modalità tramite le quali la pubblicità dell'azione deve essere effettuata, pubblicità essenziale per effettuare il meccanismo sopra accennato dell'*opt-in*. Con la stessa ordinanza con la quale il tribunale ammette l'azione, lo stesso: "*a) definisce i caratteri dei diritti individuali oggetto del giudizio, specificando i criteri in base ai quali i soggetti che chiedono di aderire sono inclusi nella classe o devono ritenersi esclusi dall'azione; b) fissa un termine perentorio, non superiore a centoventi giorni dalla scadenza di quello per la pubblicità, entro il quale gli atti di adesione, anche a mezzo dell'attore, sono depositati in cancelleria. Copia dell'ordinanza è trasmessa, a cura della cancelleria, al Ministero dello sviluppo economico che ne cura ulteriori forme di pubblicità, anche mediante la pubblicazione sul relativo sito internet*" (art. 140-*bis*, nono comma).

Successivamente, il tribunale se intende accogliere la domanda dell'attore, "*pronuncia [una] sentenza di condanna con cui liquida, ai sensi dell'art. 1226 del codice civile, le somme definitive dovute a coloro che hanno aderito all'azione o stabilisce il criterio omogeneo di calcolo per la liquidazione di dette somme. In questo ultimo caso il giudice assegna alle parti un termine, non superiore a novanta giorni, per addivenire ad un accordo sulla liquidazione del danno. Il processo verbale dell'accordo, sottoscritto dalle parti e dal giudice, costituisce titolo esecutivo. Scaduto il termine senza che l'accordo sia stato raggiunto, il giudice, su*

dall'art. 49 della legge 23 luglio 2009, n. 99 e dall'art. 6 del decreto legge n. 1/2012 convertito con legge n. 27/2012, *op. cit.*, p. 84, nt. 1.

²⁸⁵ In particolare FERRANTE E., *L'azione di classe nel diritto italiano: profili sostanziali*, Padova, 2012, pp. 78 e ss., così afferma: "[...] è opportuno esaminare fin d'ora anche altra causa d'inammissibilità *ex art. 140-bis*, comma 6, proposizione 2^a, c. cons., vale a dire il conflitto d'interessi; non senza premettere che il requisito appare a dir poco polisenso, e non è semplice comprendere che cosa avesse di mira il legislatore con la sua introduzione".

istanza di almeno una delle parti, liquida le somme dovute ai singoli aderenti [...]” (art. 140-bis, dodicesimo comma).

5.4. Un breve cenno sull’applicazione “ad oggi” dell’azione di classe e prospettive future

L’azione di classe, ad oggi, è risultata purtroppo essere deludente. A più di quattro anni dalla sua entrata in vigore (1° gennaio 2010 per gli illeciti compiuti successivamente alla data del 15 agosto 2009), solo tre azioni hanno avuto esito positivo (e non si riferiscono alla materia che in questa sede è stata fatta oggetto d’indagine)²⁸⁶.

La disciplina non è retroattiva, con ciò limitando in maniera considerevole l’ambito nel quale la stessa avrebbe potuto rilevare: si pensi agli scandali finanziari del precedente decennio, accennati nel quarto capitolo. È da questi scandali che prese spunto la discussione sull’opportunità di introdurre o meno nell’ordinamento interno una disciplina che potesse ispirarsi alla *class action* di origine nordamericana. Così, dottrina, nel 2005, discuteva dell’eventuale introduzione di uno *strumento risarcitorio “di classe”*: “[l]o strumento risarcitorio può svolgere una funzione di completamento delle norme che regolano il funzionamento dei mercati finanziari, non soltanto reintegrando il patrimonio degli investitori nel caso di violazione delle norme primarie, ma altresì svolgendo un ruolo deterrente rispetto

²⁸⁶ *Maggi/Wecan Tour di Goa*, è la prima azione di classe che ha avuto esito positivo. Il Tribunale di Napoli con sentenza del 18 febbraio 2013, n. 2195, ha condannato un’agenzia di viaggi al risarcimento dei danni non patrimoniali per “vacanza rovinata” nei confronti dei proponenti dell’azione e degli aderenti alla stessa.

Codacons/Voden Medical Instruments, promossa per pratiche commerciali scorrette (l’attrice chiedeva di “accertare la responsabilità [dell’azienda farmaceutica] per avere commercializzato un prodotto privo delle qualità funzionali necessarie a soddisfare i bisogni dell’acquirente e quindi inidoneo ad assolvere la funzione economico-sociale che gli è propria [si trattava di un test influenzale per rilevare la presenza del virus dell’influenza suina]”. Mentre nel primo grado di giudizio l’attrice era stata condannata (in solido con l’unico aderente) alle spese di giudizio ed al risarcimento del danno per lite temeraria; la sentenza è stata riformata dalla Corte d’Appello di Milano: “la corte ritiene che sussistano i presupposti per accogliere la domanda dell’appellante e condannare Voden alla rifusione di euro 14,50 in favore della sig. Zacchei, a titolo di risarcimento per il danno subito in seguito alla pratica commerciale ingannevole del prodotto Ego Test Flu, da essa distribuito”. Il risarcimento del danno non è stato concesso all’altro aderente perché non aveva conservato lo scontrino fiscale. (App. Milano, 26 agosto 2013, in *Foro It.*, 2013, I, 3326). È evidente come questa non fosse l’azione di classe che aveva in mente il legislatore... Un solo aderente ed un risarcimento danni di 14,50 €!

Altroconsumo/Intesa Sanpaolo, l’azione di classe in questo caso era stata intrapresa per dichiarare la nullità e/o l’inefficacia di alcune clausole contrattuali imposte dalla Banca (queste clausole imponevano la commissione di massimo scoperto). La sentenza del Tribunale di Torino del 28 marzo 2014, ha ritenuto illegittimo il comportamento della Banca e l’ha condannata alla restituzione degli importi addebitati. Tuttavia è negativo il fatto che su decine di migliaia di potenziali aderenti all’azione, la pubblicità della stessa sia stata purtroppo poco efficace, portando all’adesione di 104 correntisti (oltre ai tre proponenti); inoltre il giudice ha rimborsato solo i tre proponenti e tre dei 104 consumatori che avevano aderito all’azione.

a condotte potenzialmente dannose. Affinché l'azione [...] possa svolgere una funzione deterrente, peraltro, essa deve apparire una credibile minaccia, non uno strumento “spuntato” nelle mani degli investitori. È questo il punto centrale per comprendere l'importanza dell'istituto della *class action* e le ragioni che hanno indotto a proporre l'introduzione nel nostro ordinamento, sia pure sull'onda emotiva di recenti scandali finanziari”²⁸⁷.

È evidente da quanto discusso *retro*, come lo strumento nelle mani degli investitori purtroppo sia ad oggi inefficace; infatti si è sottolineato come la dottrina discuta ancora se lo stesso possa applicarsi o meno a tutti gli investitori. L'azione, quindi, inizialmente pensata proprio nell'ambito dei mercati finanziari, presenta troppe lacune e troppi dubbi applicativi per essere davvero operativa.

Le prospettive non sono delle più rosee, o il legislatore interviene chiarendo l'ambito applicativo (ed auspicabilmente ampliandolo) oppure la “*class action*” italiana rimarrà “un'arma spuntata nelle mani di pochi”.

²⁸⁷ LENER R., *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, cit., 270.

CAPITOLO VI

LA NECESSARIA INSCINDIBILITÀ TRA ETICA E TRASPARENZA FINANZIARIA ED IL RUOLO DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE NEI PROCESSI DECISIONALI DEGLI INVESTITORI

SOMMARIO: 6.1. Premessa. – 6.2. Il concetto di etica. – 6.3. Un'interpretazione di trasparenza ed un'applicazione della norma che tenga in considerazione l'etica al fine di una tutela sostanziale del contraente debole e dell'integrità dei mercati. – 6.4. Dove l'etica non è sufficiente: il questionario MiFID. – 6.4.1. Le principali indicazioni della finanza comportamentale nella compilazione dei questionari MiFID. – 6.4.2. *MINDSPACE*.

6.1. Premessa

È arrivato il momento di avviarsi verso la conclusione di questo lavoro. In quest'ultimo capitolo verrà delineato un concetto di etica e si tenterà di applicarlo al mercato finanziario (pur sempre limitandosi al rapporto intermediario-cliente).

Si spera si sia compreso, tramite l'analisi di parte della normativa di questa materia, come essa sia complessa e sempre in continua trasformazione, oltre ad essere interconnessa con altre discipline (ad esempio con quella generale del codice civile, quella bancaria, quella consumeristica).

La necessità di così numerose norme poste a tutela dei differenti contraenti deboli è dettata molto spesso da una controparte contrattuale che mette in pratica *comportamenti non trasparenti*; come ad esempio l'intermediario che mette in evidenza solo le informazioni per lui più convenienti ma che nella realtà dei fatti potrebbero essere fuorvianti per il cliente al dettaglio.

Questa è un'enorme problematica considerando che “la trasparenza [...] è un requisito fondamentale di ogni disciplina dei mercati, e soprattutto di quelli finanziari”²⁸⁸.

Il legislatore, in questa materia, interviene con norme stringenti a favore dei soggetti più deboli, per tutelare loro ed il mercato nella sua interezza.

²⁸⁸ ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 132.

È in quest'ottica che si è posto l'art. 21 T.U.F. La trasparenza finanziaria è quindi funzionale sia all'interesse dei clienti che all'integrità dei mercati.

Si consideri un ulteriore esempio, simile al precedente, ripreso direttamente dalla dottrina, introduttivo dei ragionamenti che seguiranno: “[p]oniamo che fra i tanti documenti che il cliente deve firmare per investire con una banca del denaro, uno sia molto più importante, in quanto il cliente, firmandolo, rinuncia ad alcuni diritti a suo vantaggio [si pensi ad esempio alle clausole vessatorie]. La legge non sembra richiedere all'intermediario di porre in evidenza questa circostanza, ma solo che il cliente sia messo nella condizione di firmare quel documento. L'intermediario agisce legittimamente se sottopone questo documento, magari insieme agli altri, al cliente senza richiamare la sua attenzione sull'importanza di ciò che sta per firmare. Questo è un comportamento *corretto*? Cioè, la mera osservanza della legge è sufficiente? Oppure la correttezza impone un comportamento aggiuntivo e quindi la mera osservanza della legge diventa un comportamento illegittimo e sanzionabile”²⁸⁹.

L'esempio appena richiamato è stato oggetto di analisi anche da parte della terza sezione della Suprema Corte di Cassazione, che in una recente sentenza dello scorso 3 aprile, così si è espressa: *“Il dovere di chiarezza ovviamente non è fine a sé stesso: esso è un corollario indefettibile del dovere di informazione, e l'uno e l'altro hanno lo scopo di colmare le ‘asimmetrie informative’ tra risparmiatore ed intermediario. [...]. L'obbligo di informazione si ridurrebbe tuttavia ad una lustra se, come non di rado avviene nella prassi, fosse assolto in modo puramente formale. Ad esempio, attraverso la sottoposizione al risparmiatore di proluvi di documenti disseminati di tecnicismi e solecismi, senza che alcuno si prenda la briga di fargliene chiaro il senso. Adempiuto in tal guisa, l'obbligo di informazione non potrebbe mai raggiungere lo scopo di consentire al risparmiatore una scelta consapevole: e dunque non potrebbe dirsi davvero adempiuto. [...]. Il requisito di chiarezza [...] può mancare sia sul piano morfologico (ad esempio, impiego di lemmi di uso non comune); sia sul piano sintattico (ad esempio, per l'adozione di periodi oscuri, rinvii, ipotassi, anacoluti). Sul piano sintattico la forma più tipica di mancanza di chiarezza è l'ambiguità, ovvero la possibilità che il testo sia interpretato in modi alternativi e divergenti”*²⁹⁰.

²⁸⁹ LUPOI A., *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, cit., pp. 27 e ss.

²⁹⁰ Cass., sez. III, 4 aprile 2014, n. 7776, in www.cortedicassazione.it.

6.2. Il concetto di etica

Esistono differenti sfumature del concetto di etica. In questo scritto si è definito il significato di etica come comportamento morale²⁹¹. Intendendosi per tale, un comportamento “che riguarda l’agire, il comportamento umano, considerati in rapporto all’idea che si ha del bene e del male” e “che è conforme ai principi del giusto e dell’onesto”²⁹². L’etimologia del termine etica infatti è, *èthos* (dalla traslitterazione del greco ἦθος), il cui significato in senso più generale è quello di “comportamento”.

La necessità di un agire etico, è stata evidenziata anche dalla dottrina: “è dato altresì rinvenire nel nostro ordinamento diverse disposizioni che impongono il rispetto di regole *metaeconomiche* di vario tipo, rilevano, ad esempio, i richiami ai concetti di “*lealtà*” e “*buona fede*” (cfr. artt. 1337, 1358, 1366, 1375, [...]), di “*comportamento secondo correttezza*” nei rapporti debitori (cfr. art. 1175 c.c.) e di “*diligenza del buon padre di famiglia*” nell’adempimento delle obbligazioni (cfr. art. 1176 c.c.), nonché l’elevazione tra i “*diritti fondamentali*” dei consumatori e degli utenti dei diritti alla “*buona fede, correttezza e lealtà*” nelle pratiche commerciali e alla “*trasparenza ed equità*” nei rapporti contrattuali (art. 2, co. 2, del D.lgs. 6.9.2005, n. 206). Nello specifico ambito dei ‘servizi e delle attività di investimento’, la disciplina di settore impone ai ‘soggetti abilitati’ di “*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati*”, di rendere *adeguate informazioni*, di “*utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti*”, di *gestire i conflitti di interesse* in modo da “*evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti*”. [...]. Ciò che si vuole porre in evidenza è che l’efficienza nei rapporti economici e patrimoniali presuppone sempre un *contesto sociale ordinato* in termini di correttezza dei comportamenti e delle informazioni. Il buon funzionamento di un’*economia di mercato* [...] necessita in modo particolare di regole, anche etiche, su cui fondarsi”²⁹³.

L’etica, è bene sottolineare come sia e debba sempre essere punto di riferimento per l’*interpretazione della legge*. Lo stesso codice civile, prevede all’art. 1366 che “[i]l contratto [debba] essere interpretato secondo buona fede [buona fede intesa come *correttezza*]”. Essendo la correttezza, un aspetto dell’etica, questo significa che “nel momento

²⁹¹ Si è accennato all’argomento nel Cap. I, par. 1.3.

²⁹² Definizione tratta dal Dizionario Garzanti Linguistica, voce “Morale”. Disponibile su: <<http://www.garzantilinguistica.it/ricerca/?q=morale>> [Data di accesso: 15/08/2014].

²⁹³ MEZZACAPO S., *Etica e “responsabilità sociale” nella governance del mercato finanziario globale*, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. I, *op. cit.*, pp. 92 e ss.

dell'interpretazione essa rappresenta un importante parametro per la valutazione del [...] comportamento dei contraenti. [...]. [Essa] consente all'interprete di stigmatizzare un comportamento che, sia pure astrattamente consentito dal regolamento contrattuale, si traduca in un'esecuzione del programma squilibrata per uno dei contraenti [a maggior ragione in un rapporto quale quello d'intermediazione finanziaria, nel quale le posizioni tra i contraenti sono già di partenza squilibrate]”²⁹⁴.

Il dovere dei contraenti di interpretare il contratto tramite le lenti della buona fede/correttezza è legato ai principi solidaristici di matrice costituzionale²⁹⁵. Infatti, generalmente, sulla base di quanto affermato dalla giurisprudenza di legittimità: “*ciascuno dei contraenti è tenuto a salvaguardare l'interesse dell'altro, se ciò non comporti un apprezzabile sacrificio dell'interesse proprio*”²⁹⁶; ma nei rapporti intermediario-cliente al dettaglio (in *primis*), sembra essere più labile il limite dell'apprezzabile sacrificio dell'interesse dell'intermediario, richiedendo l'art. 21 T.U.F. che l'interesse del cliente debba essere servito “al meglio”.

6.3. Un'interpretazione di trasparenza ed un'applicazione della norma che tenga in considerazione l'etica al fine di una tutela sostanziale del contraente debole e dell'integrità dei mercati

Una dottrina ha notato come “l'evoluzione dei mercati, e della loro disciplina, hanno mostrato come alla trasparenza e all'informazione non possano di per sé assegnarsi poteri miracolosi: il mito del risparmiatore ‘informato’, e dunque ‘consapevole’, è destinato spesso a scontrarsi con realtà in cui tale soggetto ha scarsa capacità di elaborare le complesse informazioni che vengono trasmesse, di guisa che egli tende sempre di più ad affidare le proprie decisioni ad intermediari professionali”²⁹⁷.

Quindi, da quest'affermazione, se ne deve trarre come conseguenza che tutte le regole approfondite a tutela dei clienti-contraenti deboli del rapporto, in quest'ottica siano superflue, inutili? In fondo come non condividere l'idea che effettivamente una persona (ad esempio) di medie-basse conoscenze possa non comprendere l'investimento che sta per compiere, anche se in possesso di tutte le informazioni disponibili. È perfettamente possibile, anzi

²⁹⁴ DE MEO R., *La buona fede nell'ermeneutica contrattuale*, in *Contratti*, 2004, 765.

²⁹⁵ Cfr.: art. 2 Cost.

²⁹⁶ Cass. 20 aprile 1994, n. 3775, in *Giust. civ.*, 1994, I, 2164.

²⁹⁷ ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 338.

pericolosamente possibile. Però è qui che il discorso che si sta tentando di svolgere si inserisce. Come nota la Cassazione “[I]’obbligo di informazione si ridurrebbe tuttavia ad una lustra se, come non di rado avviene nella prassi, fosse assolto in modo puramente formale”²⁹⁸.

È quindi necessario, anzi essenziale che si inseriscano nel rapporto intermediario-cliente quei principi “etici”, tra i quali la *correttezza* e la più generale *trasparenza dei comportamenti degli intermediari*²⁹⁹. Anche la dottrina si è già visto come qualifichi la *correttezza* come un principio etico di rilevanza costituzionale: “[I]a correttezza, considerata come buona fede oggettiva [...] rappresenta [...] uno dei principi portanti del nostro ordinamento, e il *fondamento etico* che le viene riconosciuto trova rispondenza nell’idea di una morale sociale attiva o solidale”³⁰⁰.

Questi principi “etici”, è bene sottolineare come non siano positivi solo per i clienti che in questo modo possono compiere davvero “investimenti o disinvestimenti in modo consapevole”, ma anche per gli intermediari che ne possono giovare tramite un beneficio reputazionale.

Tale “beneficio reputazionale” ha un valore economico. La dottrina ha evidenziato l’importanza di questo valore (riferendosi alle banche, ma il discorso è senza dubbi estendibile anche per gli altri intermediari finanziari): “[i] prodotti finanziari che le banche collocano, sia quelli tradizionali sia, e a maggior ragione, quelli innovativi presentano, per definizione, un grado di opacità oggettiva difficilmente eliminabile. Si determina perciò nel consumatore dei prodotti finanziari un affidamento decisivo sulla credibilità e correttezza dell’impresa bancaria. In altri termini, la reputazione della banca è una condizione per il suo successo e lo stesso passa necessariamente attraverso un’adeguata tutela di quello che viene normalmente e complessivamente definito il cliente”³⁰¹.

Altra recente dottrina, in un paragrafo appositamente dedicato dal titolo “*L’esigenza di condotte improntate a regolarità e coerenza etica*”, ha evidenziato come “[l]a regola di condotta va considerata [...] una norma iscritta nel codice della deontologia operativa dell’intermediario finanziario ancor prima che costituire parte significativa del sistema disciplinare posto a presidio di un corretto e trasparente *modus agendi*. È infatti nell’interiorità della coscienza degli operatori che devono essere radicati taluni principi-guida,

²⁹⁸ Cass., sez. III, 4 aprile 2014, n. 7776, cit.

²⁹⁹ Cfr.: art. 21 T.U.F.

³⁰⁰ BIANCA M., *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, op. cit., 206 (il corsivo è nostro).

³⁰¹ COSTI R., *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, I, 177.

di rilevanza etica (*neminem laedere, suum cuique tribuere*, ecc.), cui ispirare i propri comportamenti. A ben considerare, la rispondenza ai canoni di un'azione rispettosa della dignità della persona costituisce l'imperativo categorico cui devono conformarsi coloro che, nelle relazioni intersoggettive, intendano essere coerenti con le indicazioni di una cultura che ravvisa nella costruzione di un mercato sano uno dei presupposti della costruzione del 'bene comune', quale è dato conseguire in una società fondata su valori che hanno di mira l'uomo. È in tale premessa che vanno analizzate le disposizioni che disciplinano la vendita di strumenti finanziari ai risparmiatori/investitori³⁰².

L'etica quindi, in questa sede vuole essere termine di utilizzo quotidiano. In fondo ciò che si chiede agli intermediari è solo di rispettare ciò che il legislatore ha previsto, ossia: *“comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”*³⁰³.

6.4. Dove l'etica non è sufficiente: il questionario MiFID

I ragionamenti svolti hanno come “presupposto” che l'unico ostacolo per avere scambi efficienti che tutelino i contraenti deboli ed il mercato nella sua interezza, sia il comportamento non trasparente degli intermediari. Ma si presupponga ora che il comportamento degli intermediari sia nutrito di eticità e quindi gli stessi agiscano veramente nel miglior interesse dei propri clienti. Sono tutelati davvero i clienti (particolarmente quelli al dettaglio) in questa circostanza? Non ancora.

I problemi in realtà possono nascere dall'autovalutazione alla quale, tramite il questionario MiFID, sono tenuti gli stessi clienti.

Il servizio di consulenza, insieme al servizio di gestione di portafogli, richiedono all'intermediario di svolgere un giudizio di adeguatezza *“al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente”*, ma per far ciò necessitano di alcune informazioni da parte dei clienti (o potenziali tali), in merito: *“a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento”*^{304 305}.

³⁰² PELLEGRINI M., *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, p. 196.

³⁰³ Cfr.: art. 21 T.U.F.

³⁰⁴ L'importanza attribuita al giudizio di adeguatezza è centrale anche nella Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), la quale a 71° Considerando, prevede: *“Gli Stati membri dovrebbero provvedere affinché le imprese*

Per venire a conoscenza di queste informazioni, l'intermediario sottopone al cliente (o potenziale tale) un questionario con la funzione di individuare la tolleranza al rischio definita come "il livello di rischio finanziario che il soggetto è disposto a sostenere"³⁰⁶ ed insieme ad altre informazioni, l'intero profilo finanziario del cliente sul quale basare i futuri giudizi di adeguatezza³⁰⁷. Il questionario-MiFID è solitamente suddiviso nelle tre sezioni previste dalla stessa Direttiva³⁰⁸.

Il problema, del quale si discute, sorge dal fatto che il cliente può non comprendere realmente il questionario al quale è invitato a rispondere. Di conseguenza il profilo finanziario dello stesso risulterà errato, pur essendo l'eventuale giudizio di adeguatezza successivo svolto correttamente.

Nelle circostanze in cui il profilo finanziario del cliente risulterà errato a causa di alcuni suoi sbagli nella compilazione del questionario, l'intermediario non sarà responsabile del giudizio di adeguatezza perché il giudizio sarà corretto (se si assume che non intervengano ulteriori errori di valutazione da parte dell'intermediario che agisca utilizzando la massima

di investimento agiscano nel migliore interesse dei clienti e siano in grado di rispettare gli obblighi stabiliti dalla presente direttiva. Le imprese di investimento dovrebbero conseguentemente comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati nonché istituire e riesaminare politiche e disposizioni efficaci per identificare la categoria di cliente alla quale fornire i prodotti e i servizi. Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari garantiscano che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti, adottino provvedimenti ragionevoli per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato e riesaminino regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono e il loro rendimento. Le imprese di investimento che offrono o raccomandano ai clienti strumenti finanziari che non sono state loro a realizzare dovrebbero disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le pertinenti informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto che offrono o raccomandano. Tale obbligo dovrebbe applicarsi senza arrecare pregiudizio alla valutazione dell'adeguatezza o idoneità che le imprese di investimento dovranno successivamente effettuare nella fornitura di servizi di investimento a ciascun cliente, sulla base delle sue esigenze, caratteristiche e obiettivi personali".

³⁰⁵ Di questo tema (giudizio di adeguatezza) si è già discusso *retro* (cap. III, par. 3.4.1.).

³⁰⁶ LINCiano N. e SOCCORSO P., Documento CONSOB, *Discussion paper n. 4, La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Luglio 2012, p. 5.

³⁰⁷ Sulla validità dei questionari come mezzo per rilevare la tolleranza al rischio degli investitori: ROSZKOWSKI M. J., DAVEY G. e GRABLE J. E., *Insights from Psychology Psychometrics on Measuring Risk Tolerance*, in *Journal of Financial Planning*, 2005, 66. Gli Autori in particolare rilevano: "Our position is that appropriately designed questionnaires can validly and reliably assess risk tolerance provided that no inappropriate questions are asked and that enough appropriate questions are asked. In fact, we would go further and say that best practice requires the use of a valid and reliable questionnaire".

³⁰⁸ Art. 19, quarto paragrafo della Direttiva MiFID.

La tipica suddivisione in tre sezioni del questionario-MiFID: 1) esperienze e conoscenze; 2) situazione finanziaria; 3) obiettivi di investimento; è auspicabile che venga approfondita tramite domande che si basano sulle indicazioni contenute nella Direttiva di secondo livello 2006/73/CE, in particolare ci si riferisce agli artt. 35 e 37 della stessa.

diligenza professionale). La sua “responsabilità” (se di responsabilità si può parlare, considerato come alcuni questionari possano risultare inefficaci anche se “costruiti” seguendo le linee guida della Direttiva MiFID), si porrà più a monte, sarà correlata alla predisposizione di un questionario che può risultare “oscuro” al cliente per l’utilizzo di tecnicismi, di domande non sempre dal significato e dai termini “univoci”, ed ancora queste domande potrebbero essere poste in una maniera tale da condurre il cliente all’utilizzo di *euristiche*, che potrebbero portare lo stesso a compiere errori di autovalutazione anche dalle gravi conseguenze.

In particolare, le *euristiche* sono delle “regole, frutto di approssimazioni, [che] permettono di ridurre le complessità del problema ma possono, al tempo stesso, generare errori sistematici e significativi”³⁰⁹.

Per risolvere le problematiche generate dalle *euristiche*, si chiede aiuto alla finanza comportamentale, la quale mette in dubbio alcuni degli assunti principali delle teorie classiche, in particolare l’ipotesi che gli individui siano razionali³¹⁰.

Basandosi su risultati empirici, si è affermato come gli investitori “sembr[i]no commettere sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l’assunto di razionalità delle scelte. [...] [gli investitori sono quindi soggetti] ad errori di percezione ed elaborazione dell’informazione stessa [le già richiamate *euristiche*]”³¹¹.

³⁰⁹ LINCiano N., Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 66, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento del risparmiatore retail: le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, Gennaio 2010, p. 4. Definizione tratta dallo studio di KAHNEMAN D. e TVERSKY A., *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *Science*, 1974, 185, 1124.

³¹⁰ Sul tema della finanza comportamentale applicata alle decisioni di investimento, sono rilevanti (tra i tanti): GRAZIADEI M., *Investitori e fiducia*, in CATERINA R. (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto: percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, Milano, 2008, pp. 55 e ss.; Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 68, Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010, La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori: le implicazioni per gli Intermediari e le Autorità*, Maggio 2011; FRANZOSINI G. F. e FRANZOSINI S., *Finanza comportamentale: psicologia delle scelte: le nuove strategie per gli operatori finanziari, bancari e assicurativi e per i consumatori*, Padova, 2010; LEGRENZI P., *Psicologia e investimenti finanziari: come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, Milano, 2006; LINCiano N., Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 66, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento del risparmiatore retail: le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit.; LINCiano N. e SOCCORSO P., Documento CONSOB, *Discussion paper n. 4, La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, cit.; RIZZELLO S. e SPADA A., *Behavioral finance e finanza cognitiva*, in CATERINA R. (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto: percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, op. cit., pp. 69 e ss.

³¹¹ LINCiano N., Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 66, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento del risparmiatore retail: le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit., p. 1.

La finanza comportamentale consiste nello “studio dei comportamenti delle persone poste di fronte ad alcune scelte economiche e finanziarie”³¹²; ed il suo compito principale è quello di “creare le condizioni perché [le] scelte [dei consumatori, degli investitori...] siano ponderate, consapevoli, informate”³¹³.

L’importanza di questo nuovo ambito di studio è stata sottolineata anche da autorevoli fonti.

In un primo articolo “*Rethinking thinking*”, pubblicato in *The Economist* il 16 dicembre 1999, viene discusso come i modelli tradizionali che assumono la razionalità degli agenti debbano essere influenzati dai più recenti modelli che invece in alcune situazioni la negano e viceversa (in questo modo trovando dei modelli che possano essere più coerenti con le differenti evidenze empiriche): “*In fact, the battle between rationalists and behaviouralists may be largely in the past. Those who believe in homo economicus no longer routinely ignore his emotional and spiritual dimensions. Nor do behaviouralists any longer assume people are wholly irrational. Instead, most now view them as “quasi-rational”: trying as hard as they can to be rational but making the same mistakes over and over*”³¹⁴.

In un altro famoso articolo del *Financial Times* del 4 gennaio 2010, dall’eloquente titolo “*More respect for behavioural studies*”, si legge: “[...] *mathematical models assume the outcomes will be received by rational investors. These mythical beings are not uniform – they can be risk averse or risk seeking – but they value what they may gain at the same rate as what they may lose, and their level of risk aversion is unaffected by how other people are doing. Unfortunately for the number-crunchers, this is not the case. End-investors are ultimately human, and it is becoming clear that humans are irretrievably subject to impulses and vagaries that do not fit the neat description of rationality. The growing field of behavioural finance is attempting to explore the bounds of rationality in decision-making, working out whether our irrationality is systematic (it is) and whether a better understanding of it can improve investments [...]*”³¹⁵.

La finanza comportamentale viene richiamata in questo scritto perché si ritiene che la stessa possa essere un ulteriore strumento a tutela degli investitori (soprattutto dei clienti *retail*), è condivisibile ritenere che la comprensione dei “meccanismi di acquisizione ed elaborazione delle informazioni e [de]i processi decisionali degli individui [sia] un importante

³¹² LEGRENZI P., *Psicologia e investimenti finanziari: come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, op. cit., p. 1.

³¹³ CATERINA R. (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto: percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, op. cit., p. 2.

³¹⁴ *The Economist*, *Rethinking thinking*, 16 dicembre 1999.

³¹⁵ GRENE S., *More respect for behavioural studies*, in *Financial Times*, 4 gennaio 2010.

presupposto per la definizione di regole in grado di aumentare la preparazione, l'attenzione e la consapevolezza dei risparmiatori nel momento delle scelte"³¹⁶; ma allo stesso tempo è essenziale al fine di mettere in guardia anche gli stessi consulenti, i quali non sono esclusi da errori cognitivi rintracciabili nei processi decisionali.

Sin dall'introduzione di questa tesi inoltre, si è evidenziato come il rapporto tra clienti ed intermediari debba essere basato sulla *fiducia*. La "fiducia" tra cliente ed intermediario è determinata e connessa alla natura dei prodotti finanziari ed alla presenza di errori cognitivi nell'assunzione delle decisioni. "È fondamentale che [...] [la natura fiduciaria del rapporto intermediario-cliente] non risulti alterat[a] da opacità indotte dalla complessità dei prodotti e da *bias* comportamentali"³¹⁷.

È quindi utile procedere ad un'osservazione più attenta dei differenti errori cognitivi che possono presentarsi durante la compilazione del questionario MiFID da parte dei clienti.

Se gli intermediari prenderanno consapevolezza delle distorsioni causate dalle euristiche che nel prossimo paragrafo verranno descritte (sottolineando come verranno prese in considerazione solamente le più rilevanti per il tema trattato), gli stessi potranno redigere questionari più efficaci, ed utili a delineare il reale profilo di rischio dei propri clienti.

Se invece, nella denegata ipotesi in cui i questionari non subiscano modifiche, il consulente, consapevole delle differenti euristiche che potrebbero influire nel processo decisionale (risposta alle domande del questionario in questa fattispecie), potrà avvisare il cliente dei "pericoli" insiti nelle eventuali risposte (sempre tentando di rimanere neutrale e di non influenzare l'investitore).

Anche gli intermediari possono trarre beneficio dalla finanza comportamentale; infatti se gli stessi, tramite la comprensione dei *bias* decisionali, riuscissero a ridurli (con i mezzi appena discussi), aumenterebbero la loro reputazione (grazie alla rinnovata fiducia da parte dei propri clienti). Ma questo è solo uno dei molteplici benefici, in generale infatti le scelte degli stessi intermediari nel mercato potrebbero diventare più attente e consapevoli.

³¹⁶ Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 68*, Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010, *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori: le implicazioni per gli Intermediari e le Autorità*, cit., p. 6.

³¹⁷ Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 68*, Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010, *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori: le implicazioni per gli Intermediari e le Autorità*, cit., p. 6.

6.4.1. Le principali indicazioni della finanza comportamentale nella compilazione dei questionari MiFID

I principali errori cognitivi che un investitore potrebbe essere portato a compiere nella compilazione del questionario MiFID, sono principalmente dettati dall'effetto *framing*, da fattori emotivi in generale, da una situazione di *overconfidence* ed infine dall'euristica dell'ancoraggio.

L'effetto *framing*, è stato definito come quel fenomeno per il quale “le preferenze e le scelte variano a seconda di come è posto un problema (linguaggio utilizzato, contesto, presentazione [...])”^{318 319}. Questo fenomeno colpisce anche il consulente, ed è per questo che si ritiene necessario che lo stesso lo conosca per poterlo efficacemente evitare, o per lo meno depotenziare.

Una curiosa applicazione di questo effetto è stata fornita in ambito medico; lo studio svolto da McNeil, Pauker, Sox, ed il già citato Tversky, ha dimostrato come presentare la possibilità di un intervento chirurgico in termini positivi (ad esempio tasso di sopravvivenza pari al 90%) o negativi (tasso di mortalità pari al 10%) influisca sulle scelte dei pazienti e degli stessi dottori, che tendono a prediligere la scelta dell'intervento quando essa viene presentata in percentuale di sopravvivenza: “*Perhaps our most notable finding is the effect on people's choices of presenting the data in terms of survival or death. Surgery appeared to be much more attractive when the outcomes were framed in terms of the probability of survival rather than in terms of the probability of death. We attribute this result to the fact that the risk of perioperative death looms larger when it is presented in terms of mortality than when it is presented in terms of survival. [...] this effect of using different terminology to describe outcome represents a cognitive illusion*”³²⁰.

L'effetto *framing* implica che, l'intermediario debba prestare attenzione alla modalità con la quale lo stesso formula le domande del questionario, essendo consapevole che la stessa influisce sulle stesse risposte.

³¹⁸ LINCIANO N., Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 66, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento del risparmiatore retail: le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit., p. 15.

³¹⁹ L'effetto *framing* (anche definito effetto “inquadramento”) è stato applicato da Kahneman e Tversky nel 1979 alle scelte economiche in condizioni di incertezza, negli articoli: KAHNEMAN D. e TVERSKY A., *Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 1979, 47, 263; ID., *Choices, Values and Frames*, in *American Psychologist*, 1984, 39, 341.

³²⁰ MCNEIL B. J., PAUKER S. G., SOX H. C. e TVERSKY A., *On the elicitation of Preferences for Alternatives Therapies*, in *New England Journal of Medicine*, 1982, 306, 1262.

Sulle scelte degli investitori, un ruolo fondamentale assume lo stato emotivo degli stessi, gli studiosi Loewenstein, Weber, Hsee e Welch hanno infatti evidenziato come: “*In contrast with the historical view of emotions (and other “passions”) as destructive influences on decision making, much of the new work highlights the role played by emotions as informational inputs into decision making and the negative consequences that result when such inputs are blocked*”³²¹. La conclusione che se ne può trarre da queste osservazioni è quella di dare importanza e soprattutto di assumere consapevolezza del fatto che emozioni quali ad esempio la paura (o ancora la vergogna e le preoccupazioni), possono influire sul processo decisionale degli investitori.

Un altro errore cognitivo, di assoluta importanza nella compilazione del questionario è dettato dall’*overconfidence* (e deriva sia dall’euristica della rappresentatività che da quella dell’ancoraggio)³²². L’*overconfidence* (conosciuta anche come “baldanza cognitiva”) è stata definita come quella “[t]endenza a essere più sicuri delle nostre conoscenze rispetto a quanto dovremmo oggettivamente esserlo. Si traduce nello stabilire degli intervalli di risposta troppo stretti quando ci si chiede di stimare in termini probabilistici la nostra certezza rispetto a quello che sappiamo [...]”³²³.

È bene ora fare un esempio. Si consideri una domanda (in particolare la prima) appartenente alla sezione “Conoscenza ed esperienza” di un questionario MiFID (è da evidenziare come la scelta del questionario sia stata puramente casuale)³²⁴. La domanda è la seguente:

³²¹ LOEWENSTEIN G. F., WEBER E. U., HSEE C. K. e WELCH E. S., *Risk as Feelings*, in *Psychological Bulletin*, 2001, n. 127, 269.

³²² L’euristica della rappresentatività “descrive l’attitudine degli individui a formulare giudizi di probabilità sulla base di stereotipi e situazioni familiari” (tra le varie definizioni si è individuata quella di: LINCiano N., Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 66, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento del risparmiatore retail: le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit., p. 7); mentre l’euristica dell’ancoraggio consiste nella “stima di un valore influenzata da un sistema di riferimento mentale” (tra le varie definizioni si è individuata quella di: LEGRENZI P., *Psicologia e investimenti finanziari: come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, op. cit., p. 220).

³²³ Tra le varie definizioni si è individuata quella di: LEGRENZI P., *Psicologia e investimenti finanziari: come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, op. cit., p. 221.

³²⁴ Questionario “Analisi del profilo finanziario – Persone Fisiche”. Disponibile su: <http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/isInvestor/ita/mifid/ita_mifid.jsp> [Data di accesso: 10 settembre 2014].

Quali prodotti finanziari conosce?

Oltre ad una conoscenza di base delle caratteristiche e dei rischi dei prodotti finanziari semplici, quali, ad esempio, azioni, obbligazioni, titoli di Stato, fondi comuni di investimento, polizze vita unit linked e gestioni di portafogli, conosco anche le caratteristiche ed i rischi delle obbligazioni la cui indicizzazione è facilmente comprensibile (ad esempio, con cedola minima e/o massima).

Sì

No

L'investitore che si trova di fronte ad una domanda di questo tipo (la prima di 12 in questo caso, ma si nota come il numero di domande dipenda dal tipo di questionario predisposto dall'intermediario), potrebbe trovarsi di fronte a differenti contesti che potrebbero influenzare le proprie risposte, quali, tra i tanti: limiti temporali (non necessariamente imposti dall'intermediario, sarebbe grave nel caso in cui lo fossero!); presenza del consulente al momento della compilazione (da un lato la presenza del consulente "potrebbe" essere d'aiuto nella comprensione dei quesiti, da un altro punto di vista potrebbe essere un ulteriore fonte di influenza nelle scelte del cliente)³²⁵.

Se si pone attenzione poi alla modalità con la quale la domanda è stata posta, si nota come la stessa, essendo dicotomica può portare il cliente a rispondere "Sì" anche nel caso in cui lo stesso non sia davvero a conoscenza di tutti i prodotti elencati, ma ad esempio non abbia nemmeno una conoscenza base delle "polizze vita unit linked" (ma invece la abbia degli altri prodotti); o ancora ci si potrebbe chiedere come un cliente di medie conoscenze possa interpretare lo stesso concetto di "conoscenza di base". Queste problematiche possono essere collegate al c.d. effetto *framing*.

La risposta al quesito potrebbe anche essere influenzata dallo stato emotivo del cliente, infatti lo stesso potrebbe rispondere "sì" solo per vergogna di fronte al consulente di rispondere negativamente, o potrebbe rispondere "no" per paura, magari una paura connessa ad esperienze negative di perdite in investimenti precedenti (anche se effettivamente in questo caso il cliente potrebbe possedere le "conoscenze di base" dei prodotti elencati), in questa circostanza l'euristica che si presenterebbe si identifica con l'ancoraggio.

³²⁵ Il condizionale "potrebbe" è d'obbligo, infatti anche i consulenti, "potrebbero" non essere immuni dai possibili *bias* decisionali che influiscono sulle risposte ai quesiti, se non sono a conoscenza della loro possibile esistenza (è anche per questo che la finanza comportamentale sta assumendo sempre più rilevanza).

Il cliente potrebbe essere anche colpito da *overconfidence* ed eccessivo ottimismo, sopravvalutando le proprie conoscenze ed esperienze; quando nella realtà dei fatti le stesse non sono sufficienti a renderlo un cliente realmente esperto.

È quindi fondamentale osservare come “[l]a percezione del rischio, [...] [sia] influenzata da molteplici fattori quali le euristiche, [l’] *overconfidence* e [l’] illusione del controllo, [gli] stati emotivi negativi (*worry*), [l’] avversione alle perdite; [e come] sembr[ino] rilevanti anche il livello di cultura finanziaria e la *fiducia nei consulenti*”³²⁶.

6.4.2. *MINDSPACE*

Merita attenzione un’ulteriore considerazione, non strettamente legata alla compilazione dei questionari MiFID ma all’importanza attribuita anche dai Governi ai comportamenti dei soggetti ed alla comprensione degli stessi al fine di orientare le loro scelte.

Il Governo inglese, nel 2010, ha presentato un report dal titolo “*MINDSPACE*”. Nella premessa viene affermato: “*Influencing people’s behaviour is nothing new to Government, which has often used tools such as legislation, regulation or taxation to achieve desired policy outcomes. But many of the biggest policy challenges we are now facing – such as the increase in people with chronic health conditions – will only be resolved if we are successful in persuading people to change their behaviour, their lifestyles or their existing habits. Fortunately, over the last decade, our understanding of influences on behaviour has increased significantly and this points the way to new approaches and new solutions. So whilst behavioural theory has already been deployed to good effect in some areas, it has much greater potential to help us. To realise that potential, we have to build our capacity and ensure that we have a sophisticated understanding of what does influence behaviour. This report is an important step in that direction because it shows how behavioural theory could help achieve better outcomes for citizens, either by complementing more established policy tools, or by suggesting more innovative interventions*”³²⁷.

Il Governo inglese quindi, tramite questo report analizza le principali determinanti del comportamento degli individui al fine di individuare alcune *policy* efficaci per introdurre

³²⁶ Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 68*, Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010, *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori: le implicazioni per gli Intermediari e le Autorità*, cit., p. 86. (Il corsivo è nostro).

³²⁷ DOLAN P., HALLSWORTH M., HALPERN D., KING D., VLAEV I., *MINDSPACE: influencing behaviour through public policy*, Institute for Government, Cabinet Office, 2010.

positivi cambiamenti nella società (ad esempio aumento del tasso di riciclaggio, diminuzione della criminalità..).

Ci si chiede però quale sia il significato di *MINDSPACE*.

M MESSENGER
I INCENTIVES
N NORMS
D DEFAULTS
S SALIENCE
P PRIMING
A AFFECT
C COMMITMENTS
E EGO

Mindspace, è quindi l'acronimo di *Messenger, Incentives, Norms, Defaults, Salience, Priming, Affect, Commitments* ed *Ego*. Questi termini stanno ad indicare i condizionamenti che influiscono nei comportamenti degli individui³²⁸.

Il report mira quindi a dimostrare come, tramite la consapevolezza (e l'utilizzo) di questi condizionamenti e dei metodi già esistenti di *policy-making*, il legislatore sia in grado di intervenire in maniera più efficace, migliorando le scelte di politica pubblica.

³²⁸ DOLAN P., HALLSWORTH M., HALPERN D., KING D., VLAEV I., *MINDSPACE: influencing behaviour through public policy*, *op. cit.*, p. 8.

In particolare i significati attribuiti (dallo stesso report) ai differenti termini sono i seguenti:

Messenger → *we are heavily influenced by who communicates information*

Incentives → *our responses to incentives are shaped by predictable mental shortcuts such as strongly avoiding losses*

Norms → *we are strongly influenced by what others do*

Defaults → *we 'go with the flow' of pre-set options*

Salience → *our attention is drawn to what is novel and seems relevant to us*

Priming → *our acts are often influenced by sub-conscious cues*

Affect → *our emotional associations can powerfully shape our actions*

Commitments → *we seek to be consistent with our public promises, and reciprocate acts*

Ego → *we act in ways that make us feel better about ourselves.*

Conclusioni

Nelle conclusioni di questo scritto, non si possono fare a meno di richiamare le novità introdotte dalla Direttiva MiFID II; in particolare con riferimento a quelle di maggior interesse riguardanti il rafforzamento della tutela degli investitori.

Innanzitutto gli articoli ai quali ci si riferisce sono l'art. 24 *“Principi di carattere generale e informazione del cliente”* e l'art. 25 *“Valutazione dell' idoneità e dell' adeguatezza e comunicazione ai clienti”*; inseriti nella sezione II, rubricata, non casualmente, *“Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori”*.

Brevemente, si evidenziano alcune delle principali previsioni. Il servizio di consulenza in materia di investimenti potrà essere svolto anche su base indipendente, in questo caso l'intermediario *“valut[erà] una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che [dovranno] essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non [dovranno] essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti i) dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o ii) da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici – come un rapporto contrattuale – tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata [(è intuibile comprendere come questa misura abbia la finalità di ridurre i conflitti d'interesse potenzialmente dannosi per il cliente)]”* (art. 24, settimo paragrafo, lett. a)).

Per quanto concerne ancora il servizio di consulenza su base indipendente ed il servizio di gestione di portafogli, la politica degli incentivi verrà delimitata ai soli *“benefici non monetari di entità minima che poss[a]no migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti, e che, per la loro portata e natura, non poss[a]no essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti”*; l'impresa d'investimento, quindi, *“non accett[erà] e tratt[errà] onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti”* (art. 24, settimo paragrafo, lett. b); art. 24, ottavo paragrafo).

Per quanto riguarda la riduzione dei conflitti d'interesse (oltre alle misure appena riportate che sono anch'esse connesse alla riduzione degli stessi), sono rilevanti le previsioni dell'art. 16 *“Requisiti organizzativi”*, terzo paragrafo:

“3. Le imprese di investimento mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse, quali definiti all’articolo 23, incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti.

Le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari da offrire in vendita alla clientela adottano, esercitano e controllano un processo di approvazione per ogni strumento finanziario e per ogni modifica significativa agli strumenti finanziari esistenti, prima della loro commercializzazione o distribuzione alla clientela.

Il processo di approvazione del prodotto precisa per ciascuno strumento finanziario il determinato mercato di riferimento di clienti finali all’interno della pertinente categoria di clienti e garantisce che tutti i rischi specificamente attinenti a tale target siano stati analizzati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il target stesso.

L’impresa di investimento riesamina inoltre regolarmente gli strumenti finanziari da essa offerti o commercializzati, tenendo conto di qualsiasi evento che possa incidere significativamente sui rischi potenziali per il mercato target, onde almeno valutare se lo strumento finanziario resti coerente con le esigenze del target e se la prevista strategia distributiva continui ad essere quella appropriata.

Le imprese di investimento emittenti mettono a disposizione dei distributori tutte le necessarie informazioni sullo strumento finanziario e sul suo processo di approvazione, compreso il suo mercato target”.

Questa misura, è correlata alla natura dei prodotti finanziari; se questi sono come afferma la Direttiva nella versione inglese (che sembra avere un’accezione più forte rispetto a quella italiana) *“manufactured”* dall’impresa d’investimento, vi è il pericolo insito già dal momento della loro realizzazione che vi possa essere un forte conflitto d’interessi nel loro collocamento. È per gestire un tale conflitto che la Direttiva MiFID II prevede “un processo di approvazione” per ogni strumento finanziario, oltre a prevedere un *target* di clienti al quale indirizzare lo specifico strumento finanziario ed a ribadire come gli strumenti finanziari debbano essere offerti o raccomandati “solo quando ciò sia nell’interesse del cliente” (art. 24, secondo paragrafo).

Positivi cambiamenti si preannunciano anche sul fronte della valutazione di adeguatezza, prevedendo l’obbligo da parte dell’impresa di investimento di esplicitare ai propri clienti o potenziali tali se la stessa fornirà la valutazione dell’adeguatezza degli strumenti finanziari in maniera periodica o meno (art. 24, quarto paragrafo, lett. a)).

È evidenziabile come le preoccupazioni nutrite dalla dottrina ed i suoi commenti (molto spesso) critici, abbiano mostrato come il legislatore europeo *in primis*, debba prevedere strumenti di tutela più incisivi a favore dei clienti degli intermediari finanziari (in particolare a favore dei clienti al dettaglio), al fine di proteggere il risparmio. Si auspica, quindi, che la futura entrata in vigore della Direttiva MiFID II possa portare i risultati positivi sperati; le principali novità descritte finora sembrano andare nella direzione corretta.

Si è infine compreso come gli intermediari finanziari siano soggetti che operano nel mercato e come tali, considerata l'assoluta importanza che l'integrità del mercato riveste per ogni singolo appartenente alla Società, globalmente intesa, devono rispettare i più elevati canoni di un comportamento *diligente, corretto* ed in sé il più *trasparente* possibile (intendendo come confine del "possibile" quello della massima diligenza professionale). I concetti di diligenza, correttezza e trasparenza, come si ha avuto modo di affermare molteplici volte, devono essere inseriti in una prospettiva "etica", ossia che si ispiri ai principi solidaristici di matrice costituzionale.

Purtroppo bisogna notare come si debbano ancora chiarire i confini tra le differenti discipline dell'intermediazione finanziaria e della disciplina consumeristica. Infatti non sono perfettamente distinguibili le differenti(?) fattispecie quali quella del consumatore, del cliente al dettaglio e del risparmiatore e di conseguenza non appaiono facilmente applicabili istituti, quali ad esempio quello della *class action*, che potrebbero permettere un più veloce ed efficiente, ma soprattutto equo, corso della giustizia. Troppe interpretazioni discordanti ancora esistono in una materia che necessita di certezze.

Certezze sono essenziali per le problematiche appena richiamate; chiarezza invece si richiede su quali strumenti di tutela civilistici si debbano ritenere applicabili nei casi di violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari finanziari.

Il premio Nobel per l'economia Robert Shiller, in un suo saggio intitolato "*Finanza e società giusta*", ha affermato: "Oltre alla bellezza della teoria, la finanza è ancora più bella per quello che *crea*. Essa infatti riguarda i desideri umani e le opportunità umane"³²⁹.

Si condivide questa splendida frase e si ritiene che la stessa in sé includa anche le aspettative di ogni investitore. Alla tutela di queste aspettative deve mirare *il comportamento trasparente* degli intermediari che nel mercato operano.

³²⁹ SHILLER R. J., *Finanza e società giusta*, Bologna, 2012, p. 174.

BIBLIOGRAFIA

AA. VV., *Finanza derivata, mercati e investitori*, CORTESE F. e SARTORI F. (a cura di), Pisa, 2010.

ABADESSA P., *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1982, I, 305.

ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. I, Padova, 2010.

ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. II, Padova, 2010.

ALPA G. e GAGGERO P., *Trasparenza bancaria e contratti del consumatore*, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. I, Padova, 2010.

ALPA G., *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. II, Padova, 2010.

AMBROSINI S. e DEMARCHI P. G. (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio: servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari*, Milano, 2009.

AMOROSINO S. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.

ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari : l'esperienza francese, inglese e italiana*, Milano, 1993.

ANNUNZIATA F., *Regole generali di comportamento degli intermediari*, in FERRARINI G. e MARCHETTI P. (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, Roma, 1998.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010.

ASCARELLI F., *Cronache legislative e documentazione. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1983, I, 404.

BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio: l'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009.

BARCELLONA E., *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 541.

BARILLÀ G. B., *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, II, 281.

BARRA CARACCILO F., *L'esperienza delle class action e i diritti identici: un primo bilancio e l'impatto con i mercati finanziari*, in *Contr. e impr.*, 2012, 1.

BELLINI E. e PONZANELLI G., *I limiti delle class actions nell'esperienza nordamericana. Un monito per il legislatore italiano*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006.

BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002.

BIANCA M., *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1983, I, 205.

BONTEMPI P., *Diritto bancario e finanziario*, Milano, 2014.

CAMMARANO G., *Tutela del risparmio e fondi comuni di investimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1982, I, 504.

CAMPOBASSO G. (a cura di), *L'Eurosim: D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415: commentario*, Milano, 1997.

CANDIAN A., *Art. 32 bis. Tutela degli interessi collettivi dei consumatori*, in FRANTINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012.

CAPRIGLIONE F., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: Commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, Padova, 1997.

CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, investitori, mercati: il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008.

CAPRIGLIONE F., *Dalla trasparenza alla "best execution": il difficile percorso verso il "giusto prezzo"*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, I, 480.

CAPRIGLIONE F. (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013.

CAPRIGLIONE F. (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013.

CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011.

CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992.

CASSANO G. e DI GIANDOMENICO M. E., *I contratti di intermediazione*, Padova, 2009.

CASTRONOVO C., *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1993, I, 300.

CATERINA R. (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto: percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, Milano, 2008.

CAVALLINI C., *Azione collettiva risarcitoria e controversie finanziarie*, in *Riv. Società*, 2010, 1115.

CESARO E. e BOCCHINI F. (a cura di), *La nuova class action a tutela dei consumatori e degli utenti: commentario all'art. 140 bis del Codice del consumo: modificato dall'art. 49 della legge 23 luglio 2009, n. 99 e dall'art. 6 del decreto legge n. 1/2012 convertito con legge n. 27/2012*, Padova, 2012.

CHIARLONI S., *La tutela del risparmiatore alla luce delle recenti iniziative legislative*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006.

CHIONNA V., *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, 1.

CIAN M., *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

CIVALE F. (a cura di), *La trasparenza bancaria. Rapporto banca-cliente e forme di tutela*, Milano, 2013.

COLLETTI A., *Il conflitto di interessi nella disciplina dei servizi di investimento*, in DI NELLA L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari: applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, Napoli, 2007.

CONSOB, *Nuovo Regolamento Intermediari. Esito delle consultazioni*, 30 ottobre 2007.

CONSOB, *Quaderni di finanza n. 68*, Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010, *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori: le implicazioni per gli Intermediari e le Autorità*, Maggio 2011.

CONSOB, *I servizi di investimento. Cosa sono e quali tutele sono previste per i risparmiatori*, 2012.

CONSOLO C. e ZUFFI B., *L'azione di classe ex art. 140-bis Codice del consumo: lineamenti processuali*, Padova, 2012.

CONTE G., *I "diritti individuali omogenei" nella disciplina dell'azione di classe*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2011, 609.

COSTA G., GUBITTA P., *Organizzazione aziendale: mercati, gerarchie e convenzioni*, Milano, 2008.

COSTI R. (a cura di), *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80*, Milano, 1990.

COSTI R. e ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in COTTINO G., *Trattato di diritto commerciale*, Vol. VIII, Padova, 2004.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010.

COSTI R., *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, I, 165.

COTTINO G., *Trattato di diritto commerciale*, Vol. VIII, Padova, 2004.

D'ALFONSO G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.*, 2008, 965.

D'AMICO G., *Nullità virtuale – nullità di protezione (variazioni sulla nullità)*, in *Contratti*, 2009, 732.

D'AQUINO P. S., *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario. Parte II: valutazione di adeguatezza e di appropriatezza. Conflitti di interesse ante e post MiFID. Informazioni per i prodotti non negoziati nei mercati regolamentati. Obbligo di monitoraggio dei titoli acquistati dal cliente*, in *Giur. merito*, 2012, 1745.

DE MARI M., *I "nuovi" poteri della Consob e la vigilanza sull'attività d'intermediazione mobiliare*, in *Società*, 2009, 829.

- DE MEO R., *La buona fede nell'ermeneutica contrattuale*, in *Contratti*, 2004, 765.
- DE POLI M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002.
- DE POLI M. (a cura di), *La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009.
- DI MAJO A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1993, I, 290.
- DI NELLA L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari: applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, Napoli, 2007.
- DOLAN P., HALLSWORTH M., HALPERN D., KING D., VLAEV I., *MINDSPACE: influencing behaviour through public policy*, Institute for Government, Cabinet Office, 2010.
- DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009.
- DURANTE F., *I contratti di intermediazione finanziaria*, in CASSANO G. e DI GIANDOMENICO M. E., *I contratti di intermediazione*, Padova, 2009.
- FAZIO F., *Class action. Note a margine del caso Parmalat*, in *Foro Pad.*, 2004, II, 55.
- FEBBRAJO T., *Violazione delle regole di comportamento e rimedi civilistici*, in DI NELLA L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari: applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, Napoli, 2007.
- FERRANTE E., *L'azione di classe nel diritto italiano: profili sostanziali*, Padova, 2012.
- FERRARINI G., *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1982, I, 215.
- FIORIO P., *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, 2128.

FIORIO P., *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241.

FIORIO P., *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, in *Giur. it.*, 2010, 343.

FIORUCCI F., *La disciplina dei rapporti bancari*, Padova, 2012.

FRANTINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012.

FRANZOSINI G. F. e FRANZOSINI S., *Finanza comportamentale: psicologia delle scelte: le nuove strategie per gli operatori finanziari, bancari e assicurativi e per i consumatori*, Padova, 2010.

FRUMENTO L., *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva MIFID*, in *Contratti*, 2007, 583.

GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006.

GALEOTTI G., *La tutela dei consumatori in Italia: presupposti e contorni di un problema aperto*, in MATTEI U. e PULITINI F. (a cura di), *Consumatore, ambiente, concorrenza: analisi economica del diritto*, Milano, 1994.

GANDINI C., *La nozione di intermediazione mobiliare*, in *Contr. e impr.*, 1992, 131.

GANDOLFI L., *La disciplina comunitaria: la MIFID e le relative misure di esecuzione. Le fonti comunitarie e i limiti al gold plating*, in *Corr. giur.*, 2008, 570.

GENOVESI G., *Limiti della "nullità virtuale" e contratti su strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2006, V, 669.

GIGLIOTTI G., *Ancora in tema di autodichiarazione di appartenenza alla categoria di “operatore qualificato” nei rapporti con gli intermediari finanziari*, in *Giur. it.*, 2013, 2042.

GIOIA G., *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

GIRINO E., *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, II, 509.

GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, in *Class action: il nuovo volto della tutela collettiva in Italia: atti del Convegno Fondazione Centro Internazionale su Diritto Società e Economia Courmayeur*, Milano, 2011.

GRANELLI C. e STELLA G. (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007.

GRAZIADEI M., *Investitori e fiducia*, in CATERINA R. (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto: percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, Milano, 2008.

GRECO F., *Profili del contratto del consumatore*, Napoli, 2005.

GRECO F., *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010.

GRENE S., *More respect for behavioural studies*, in *Financial Times*, 4 gennaio 2010.

GUERNELLI M., *Class action e competenza antitrust*, in *Dir. Industriale*, 2010, 249.

Il Sole 24 ORE, *Articolo 31: aziende ancora senza via di fuga*, Sabato 20 ottobre 2007.

INZITARI B. e PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008.

JANNARELLI A., *Il contraente-risparmiatore*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013.

KAHNEMAN D. e TVERSKY A., *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *Science*, 1974, 185, 1124.

KAHNEMAN D. e TVERSKY A., *Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 1979, 47, 263.

KAHNEMAN D. e TVERSKY A., *Choices, Values and Frames*, in *American Psychologist*, 1984, 39, 341.

LA ROCCA G., *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011.

LEGRENZI P., *Psicologia e investimenti finanziari: come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, Milano, 2006.

LENER R., *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 269.

LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

LENER R. e LUCANTONI P., *Commento all'art. 21*, in FRANTINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012.

LENER R. e LUCANTONI P., *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 369.

LINCIANO N., Documento CONSOB, *Quaderni di finanza n. 66, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento del risparmiatore retail: le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, Gennaio 2010.

LINCIANO N. e SOCCORSO P., Documento CONSOB, *Discussion paper n. 4, La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Luglio 2012.

LOBUONO M., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999.

LOEWENSTEIN G. F., WEBER E. U., HSEE C. K. e WELCH E. S., *Risk as Feelings*, in *Psychological Bulletin*, 2001, n. 127, 267.

LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

LUMINOSO A., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in GRANELLI C. e STELLA G. (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007.

LUPOI A., *Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, Padova, 2012.

LUPOI A., *Introduzione al fenomeno del “consumismo” di prodotti finanziari*, 2014, dattiloscritto gentilmente fornito.

MAJELLO P., *Art. 140 bis, comma 3*, in CESARO E. e BOCCHINI F. (a cura di), *La nuova class action a tutela dei consumatori e degli utenti: commentario all’art. 140 bis del Codice del consumo: modificato dall’art. 49 della legge 23 luglio 2009, n. 99 e dall’art. 6 del decreto legge n. 1/2012 convertito con legge n. 27/2012*, Padova, 2012.

MASTROPAOLO E. M., *I servizi di investimento e gli intermediari professionali*, Milano, 2003.

MATTEI U. e PULITINI F. (a cura di), *Consumatore, ambiente, concorrenza: analisi economica del diritto*, Milano, 1994.

MAZZAMUTO S. e TERRANOVA G. (a cura di), *L'intermediazione mobiliare: Studi in onore di Aldo Maisano*, Napoli, 1993.

MAZZINI F., *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Dir. Banc.*, 2008, I, 703.

McNEIL B. J., PAUKER S. G., SOX H. C. e TVERSKY A., *On the elicitation of Preferences for Alternatives Therapies*, 1982, in *New England Journal of Medicine*, 306, 1259.

MENTI P., *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 945.

MEO G., *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche commerciali scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 720.

MEUCCI S., *Art. 140-bis, commi 1,2: Commento*, in VETTORI G. (a cura di), *Codice del consumo: aggiornamento: pratiche commerciali scorrette e azione collettiva*, Padova, 2009.

MEZZACAPO S., *Etica e "responsabilità sociale" nella governance del mercato finanziario globale*, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. I, Padova, 2010.

MINERVINI G., *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 5.

MINNECI U., *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 568.

MIRIELLO C., *La tutela dell'investitore tra scandali finanziari e pretese nullità virtuali dei contratti di intermediazione finanziaria*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006.

MUNHOZ DE MELLO R., *Brevi osservazioni in tema di tutela degli interessi collettivi degli investitori ex art. 32 bis, T.U.F.*, in *Riv. Dir. Proc.*, 2009, II, 931.

NATOLI R., *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto “di risparmio”*, in *Contratti*, 2010, I, 67.

NATOLI R., *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 165.

ONADO M., *Mercati e intermediari finanziari: economia e regolamentazione*, Bologna, 2000.

PALMIERI A., *La class action da danno finanziario*, in *Danno e Resp.*, 2009, 377.

PALMIERI M., *Azione di «classe» e tutela degli investitori: prospettive italiane*, in *Banca, impresa e società*, 2007, 227

PELLEGRINI M., *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013.

PERRONE A., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006, 372.

PERRONE A., *I soldi degli altri: servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008.

PERRONE A., *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, I, 537.

PICCININI V., *I rapporti tra banca e clientela: asimmetria e condotte abusive*, Padova, 2008.

PICCININI V., *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contr. e impr.*, 2010, 499.

PIGA F., *Nuovi profili dell'ordinamento del mercato mobiliare e la posizione della Consob*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1986, I, 281.

POMELLI A., *I confini della fattispecie «prodotto finanziario» nel testo unico della finanza*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 106.

RABITTI BEDOGNI C., *Commento all'art. 21*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria: commentario al D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998.

RIZZELLO S. e SPADA A., *Behavioral finance e finanza cognitiva*, in CATERINA R. (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto: percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, Milano, 2008.

ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2005, 896.

ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006.

ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003.

ROSKOWSKI M. J., DAVEY G. e GRABLE J. E., *Insights from Psychology Psychometrics on Measuring Risk Tolerance*, in *Journal of Financial Planning*, 2005, 66.

RULLI E., *L'onere della prova nei giudizi di risarcimento danni nella prestazione dei servizi di investimento*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

SALVATORE M., *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004.

SANGIOVANNI V., *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785.

SANGIOVANNI V., *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del Regolamento CONSOB*, in *Danno e Resp.*, 2009, 1067.

SANGIOVANNI V., *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la MIFID*, in *Corr. giur.*, 2010, 1385.

SANGIOVANNI V., *Class action e tutela contrattuale degli investitori*, in *Obbl. e Contr.*, 2010, 611.

SANGIOVANNI V., *Contrastanti orientamenti nel difficile accertamento della natura di operatore qualificato nelle operazioni di swap*, in *Corr. giur.*, 2014, 377.

SANTOCCHI V., *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in GABRIELLI E. e LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004.

SARTORI F., *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, 55.

SARTORI F., *La ri(vincita) dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, in *Dir. Fall.*, 2008, II, 1.

SARTORI F., *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2009, 93.

SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011.

SCALISI V., *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in MAZZAMUTO S. e TERRANOVA G. (a cura di), *L'intermediazione mobiliare: Studi in onore di Aldo Maisano*, Napoli, 1993.

SCODITTI E., *Teoria e prassi nel diritto italiano su fattispecie e rapporto contrattuale*, in *Contratti*, 2010, 1155.

SCOTTI A., *Obblighi di buona fede e correttezza dell'intermediario finanziario nel rapporto con la clientela professionale*, in *Corr. giur.*, 2013, 1094.

SESTA M., *Servizi di investimento, obblighi di informazione e tutela del cliente*, Consiglio nazionale forense Scuola Superiore dell'Avvocatura, IV Congresso nazionale di aggiornamento professionale, Roma, 19-21 marzo 2009.

SEPE M., *Clausole vessatorie e abusive nei contratti relativi ai "servizi finanziari": il regime di specialità*, in ALPA G., et. al. (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione: le regole del mercato finanziario*, Vol. II, Padova, 2010.

SHILLER R. J., *Finanza e società giusta*, Bologna, 2012.

STELLA G., *Il conflitto di interesse nei rapporti di gestione e di rappresentanza. Principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento*, in GRANELLI C. e STELLA G. (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007.

The Economist, *Rethinking thinking*, 16 dicembre 1999.

TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, II, 632.

UCCIARDELLO G., *La tutela dei risparmiatori*, in AMOROSINO S. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.

VESPASIANI F. T., *La violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario finanziario: il rimedio risarcitorio*, in *Resp. civ.*, 2008, 525.

VETTORI G. (a cura di), *Codice del consumo: aggiornamento: pratiche commerciali scorrette e azione collettiva*, Padova, 2009.

VITELLI F., *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013.

ZATTI P. e COLUSSI V., *Lineamenti di diritto privato*, Padova, 2009.

ZITIELLO L., *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Società*, 1996, 1009.

FONTI GIURISPRUDENZIALI

App. Milano, 12 ottobre 2007, n. 2709, in *www.ilcaso.it*.

App. Milano, 26 agosto 2013, in *Foro It.*, 2013, I, 3326.

Cass., 20 aprile 1994, n. 3775, in *Giust. civ.*, 1994, I, 2164.

Cass., sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, in *Corr. giur.*, 2006, 669.

Cass., sez. Unite, 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Contratti*, 2008, 221.

Cass., sez. II, 17 aprile 2009, n. 9316, in *Sole 24 Ore*, 21 aprile 2009.

Cass., sez. I, Est. Schirò, 26 Maggio 2009, n. 12138, in *www.ilcaso.it*.

Cass., sez. III, 4 aprile 2014, n. 7776, in *www.cortedicassazione.it*.

Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Contratti*, 2004, 717.

Trib. Roma, 8 ottobre 2004, in *Giur. comm.*, 2006, II, 699.

Trib. Taranto, 27 ottobre 2004, n. 2273, in *www.adusbef.it*.

Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Monza, 16 dicembre 2004, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006, II, 498.

Trib. Treviso, 10 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Firenze, 21 febbraio 2006, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Milano, 26 aprile 2006, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Teramo, 18 maggio 2006, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Firenze, 23 ottobre 2006, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Novara, 18 Gennaio 2007, n. 23, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Parma, 6 dicembre 2006, n. 1442, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Parma, 21 marzo 2007, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Torino, 18 settembre 2007, n. 5930, in *Corr. mer.*, 2008, 24.

Trib. Roma, sez. II, 26 marzo/26 aprile 2007, n. 8343.

Trib. Milano, 18 febbraio 2009, n. 2196, in *Giur. it.*, 2010, 338.

Trib. Cuneo, 31 maggio 2012, n. 358, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Novara, 24 Luglio 2012, n. 569, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Verona, 20 settembre 2012, in *www.ilcaso.it*.

Trib. Verona, 19 marzo 2013, in *www.dirittobancario.it*.

Trib. Milano, 27 febbraio 2014, n. 2145, in *www.ilsole24ore.it*.

INDICE DELLE LEGGI

Decreto Legge 8 aprile 1974, n. 95

Decreto Legge 11 novembre 2011, n. 236

Decreto Legge 24 gennaio 2012, n. 1

D.L.vo 1° settembre 1993, n. 385

D.L.vo 23 Luglio 1996, n. 415

D.L.vo 28 febbraio 1998, n. 58

D.L.vo 6 settembre 2005, n. 206

D.L.vo 17 settembre 2007, n. 164

Direttiva 93/22/CEE

Direttiva 98/27/CE

Direttiva 2004/39/CE

Direttiva 2006/73/CE

Direttiva 2014/65/UE

Legge 7 giugno 1974, n. 216

Legge 23 marzo 1983, n. 77

Legge 6 giugno 1985 , n. 281

Legge 2 gennaio 1991, n. 1

Legge 19 febbraio 1992, n. 154

Legge 6 febbraio 1996, n. 52

Legge 23 luglio 2009, n. 99

Legge 24 marzo 2012, n. 27

Nuove Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia in tema di *“Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti”*, 29 Luglio 2009.

Regolamento CONSOB n. 5387/1991

Regolamento CONSOB n. 10943/1997

Regolamento CONSOB n. 11522/1998

Regolamento CONSOB n. 16190/2007

Regolamento congiunto CONSOB – Banca d'Italia del 29 ottobre 2007

WEBGRAFIA

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Mercato%20Monetario> [Data di accesso: 10/06/2014].

<http://eur-lex.europa.eu/>

<http://www.garzantilinguistica.it/ricerca/?q=morale> [Data di accesso: 15/08/2014].

http://www.esma.europa.eu/system/files/00_FESCO_A.pdf [Data di accesso: 15/05/2014]

<http://www.esma.europa.eu> [Data di accesso: 20/07/2014].

http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/isInvestor/ita/mifid/ita_mifid.jsp [Data di accesso: 10 settembre 2014].

<http://www.iosco.org/about/> [Data di accesso: 16/06/2014].

<http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES4.pdf> [Data di accesso: 16/06/2014].

[http://www.treccani.it/enciclopedia/trasparenza_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/trasparenza_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/) [Data di accesso: 5/05/2014].

[http://www.treccani.it/vocabolario/onesta_\(Sinonimi-e-Contrari\)/](http://www.treccani.it/vocabolario/onesta_(Sinonimi-e-Contrari)/) [Data di accesso: 31/08/2014].

www.adusbef.it

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.cortedicassazione.it

www.dejure.it

www.dirittobancario.it

www.economist.com

www.ilcaso.it

www.iosco.org

www.normattiva.it

www.leggiditalia.it

www.ssrn.com