Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale

in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Gli obblighi di informazione e la responsabilità degli intermediari finanziari

Relatore
Ch. Prof.ssa Mariella Lamicela

Corelatore
Ch. Prof. Leonardo Di Brina

Laureando
Luca Rubin
Matricola 824030

Anno Accademico
2014 / 2015

INDICE

INDICE **3**
INTRODUZIONE **5**
CAPITOLO PRIMO:L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA **9**
1.IL SISTEMA FINANZIARIO E GLI INTERMEDIARI 9
2.SERVIZI ED ATTIVITA' D'INVESTIMENTO 12
3. CENNI ALLA DISCIPLINA ANTERIORE ALLA L. 1/1991 17
4. LE RIFORME INTRODOTTE DALLA L. L. n. 1/1991 20
5. IL T.U.F. ED IL REGOLAMENTO CONSOB n. 16190/2007. 23
6. L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA COMUNITARIA 27
CAPITOLO SECONDO: LE REGOLE DI CONDOTTA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI **32**
1.IL RUOLO DELL'INFORMAZIONE 32
1.1 IL DIRITTO ALL'INFORMAZIONE 32
1.2 L'ASIMMETRIA INFORMATIVA 34
1.3 IL MODELLO DELL'AGENCY ED IL GAP INFORMATIVO 35
2.I CRITERI GENERALI DI COMPORTAMENTO 39
1.1 L' ARTICOLO 21 DEL TUF 39
1.2I PRINCIPI GENERALI 40
1.2.1 LA DILIGENZA 41
1.2.2 LA CORRETTEZZA 43
1.2.3 LA TRASPARENZA 44
1.2 OBBLIGHI INFORMATIVI 46
1.3 LE COMUNICAZIONI PUBBLICITARIE E PROMOZIONALI 47
1.4 GLI OBBLIGHI ORGANIZZATIVI 50
1.5 LA DISCIPLINA DEL CONFLITTO D'INTERESSE 51
3. LA DISCIPLINA DEL CONTRATTO 54
4.GLI OBBLIGHI D'INFORMAZZIONE NEL REG. N. 16190 60
1.1 LE REGOLE CARATTERIZZANTI 60
1.2 GLI OBBLIGHI D'INFORMAZIONE PASSIVA 61
1.1.1 LA RACCOLTA DELLE INFORMAZIONI 62
1.1.2 IL RIFIUTO DELL'INVESTITORE DI FORNIRE LE INFORMAZIONI 67
5.LA CLASSIFICAZIONE DEL CLIENTE 68
1.1 LE POSSIBILI VARIAZIONI DI CATEGORIA 73
6.GLI OBBLIGHI D'INFORMAZIONE ATTIVA 75
1.1 INFORMAZIONE SULL'INTERMEDIARIO E SUI COSTI DEL SERVIZIO 78

1.2 MODALITÁ E TERMINI DELLE INFORMAZIONI 81
1.3 NOVITÁ NELLE INFORMAZIONI DELLA MiFID II 84
7. ADEGUATEZZZA E APPROPRIATEZZA 86
1.1 LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA 86
1.2 LA VALUTAZIONE DI APPROPRIATEZZA 90
CAPITOLO TERZO: I RIMEDI CIVILISTICI 93
1.INTRODUZIONE 93
2. INQUADRAMENTO DELLA PROBLEMATICA 95
3. LA TESI DELLA NULLITÁ 97
4. LA CRITICHE ALLA TESI DELLA NULLITÁ 104
5. VERSO LA TESI DELL'INADEMPIMENTO 107
5. LA TESI DELL'INADEMPIMENTO CONTRATTUALE 109
6. LE CONSEGUENDE DEI RIMEDI RISARCITORI 112
7. L'ANNULLABILITÁ 114
8. LA SENTENZA DELLA CASSAZIONE N. 19024/2005 117
9. LA PRONUNCIA DELLA CORTE DI CASSAZIONE A SEZIONE UNITE 121
10. LE CRITICHE DELLA DOTTRINA 127
CONCLUSIONE 131
BIBLIOGRAFIA 134
SITOGRAFIA 137

INTRODUZIONE

Al giorno d'oggi gli intermediari finanziari assumono una rilevanza sistemica fondamentale in virtù sia della diffusione di massa delle diverse modalità d'investimento finanziario sia, purtroppo, per il ripetersi di spiacevoli situazioni che hanno visto come protagonisti i piccoli risparmiatori. Questi ultimi divengono ciclicamente le "vittime" di *crack* finanziari legati al *default* delle società emittenti delle quali avevano acquistato i prodotti finanziari o gli si aveva proposto di acquistare. Detto che in linea di massima i risparmiatori si possono considerare esenti da colpe, mi sono interrogato in ordine a due punti. In primis, su cosa la disciplina normativa di settore impone all'intermediario finanziario al fine di tutelare l'interesse dei risparmiatori. In seconda battuta mi sono chiesto quali fossero i possibili rimedi civilistici esperibili dai risparmiatori nei confronti degli intermediari nel caso in cui fossero danneggiati a seguito a di una condotta scorretta di quest'ultimi.
Tale tesi si pone l' obiettivo di analizzare la normativa che il legislatore nazionale pone in capo agli intermediari finanziari nei confronti dei risparmiatori nonché delle possibili conseguenze civilistiche prospettabili a seguito di una violazione della normativa da parte degli intermediari finanziari a discapito dei propri clienti.
L'analisi della disciplina normativa si concentrerà in special modo sulle regole imposte all'intermediario aventi carattere informativo, i c.d. obblighi informativi. La rilevanza degli obblighi informativi si deve al fatto che il rapporto tra il cliente e l'intermediario assume natura fiduciaria in virtù del gap informativo presente tra le parti. Il legislatore, nell'intento di assicurare la tutela dell'investitore, ha scelto di utilizzare l'informazione come elemento atto a renderlo consapevole dell'operazione finanziaria che si accinge a compiere. Gli obblighi informativi vedremo essere fondamentali al fine delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza che l'intermediario dovrà effettuare sulle operazioni d'investimento richieste dal cliente.
Essendo la disciplina normativa degli intermediari finanziari in continua evoluzione, dove possibile ho cercato di coglierne gli aspetti innovativi apportati dal legislatore nazionale in recepimento delle direttive comunitarie.
Il presente lavoro è stato diviso in 3 parti. Nel primo capitolo saranno analizzati i servizi e le attività d'investimento prestate dagli intermediari finanziari e verrà fatto un breve excursus storico dell'evoluzione della disciplina dell'intermediazione finanziaria. In riferimento ai servizi offerti dagli intermediari finanziari vedremo come questi, puntualmente individuati dal legislatore, richiedano un apporto operativo con peso diverso da parte dell'intermediario finanziario a seconda del servizio d'investimento considerato. L' influenza che l'intermediario può avere sulle decisioni del proprio cliente investitore varia a seconda del servizio offerto. In alcuni casi l'intermediario sarà

un mero esecutore di ordini, in altri avrà un ruolo più centrale di gestione e di consulenza. Ciò vedremo avere dei riflessi sulla disciplina legislativa che viene applicata all'operare dell'intermediario finanziario in quanto il legislatore pone dei vincoli più o meno pregnanti a seconda del servizio offerto dall'intermediario.

Per quanto riguarda l'evoluzione della disciplina legislativa dell'intermediazione finanziaria, vedremo come questa prenda avvio nel 1974, anno in cui si istituisce la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Tuttavia solo nel 1991 con la c.d. legge SIM si avrà una prima embrionale disciplina degli obblighi comportamentali degli intermediari finanziari. Nel 1998, con l'emanazione del Testo unico delle disposizioni in materia finanziaria, c.d. TUF, si avrà la prima disciplina completa e sistemica del mercato finanziario. Il TUF vedremo non essere l'unico testo rilevante sul piano legislativo, in quanto a rilevare sono anche alcuni Regolamenti adottati dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa atti a recepire alcune importanti Direttive dell'Unione Europea.

Per quanto riguarda l'evoluzione della normativa in ambito europeo, vedremo che se inizialmente il legislatore comunitario si limitava a voler dare attuazione ai principi di armonizzazione minima e di mutuo riconoscimento degli intermediari e dei mercati regolamentati, col passare del tempo le direttive sono diventati sempre più pregnanti limitando in tal modo parte dell'autonomia lasciata agli ordinamenti nazionali. In tale ottica, con l'obbiettivo di facilitare l'adozione ed il corretto recepimento delle direttive comunitarie nei vari ordinamenti nazionali nel 2001 è stata elaborata la procedura Lamfalussy.

Il secondo capitolo sarà il più corposo, in quanto si focalizza sulle regole di condotta degli intermediari finanziari. Prima di addentrarci sul complesso delle regole che il legislatore pone a carico dell'intermediario ho ritenuto necessario soffermarmi sul ruolo che l'informazione ricopre nel rapporto tra il cliente e l'intermediario. Questa assume un ruolo centrale in quanto il rapporto tra l'intermediario ed il cliente è caratterizzato da una condizione di asimmetria informativa. Questa è dovuta alle maggiori capacità tecniche e cognitive nonché all'esperienza dell'intermediario, e pone l'investitore quale parte debole del rapporto. Per capire meglio come l'informazione caratterizza il rapporto tra l'intermediario ed il cliente usufruiremo del modello dell'*agency* proposto dalla dottrina.

Una volta compreso come l'informazione caratterizza il rapporto tra l'intermediario ed il cliente passeremo ad una analisi della normativa su due livelli. Ad un primo livello analizzeremo le norme che trovano applicazione indistintamente per la generalità dei servizi d'investimento e per tutti i clienti dell'intermediario. Nel secondo livello vedremo quelle regole di comportamento che trovano un'applicazione graduale a seconda del servizio e della tipologia di cliente considerato.

Per quanto riguarda questo primo livello a rilevare è in primis l'articolo 21 del TUF, disciplinante i criteri generali di comportamento degli intermediari finanziari. Tale articolo contiene alcuni principi generali come l'agire in modo trasparente, diligente e corretto, ma anche la disciplina delle comunicazioni pubblicitarie e promozionali, gli obblighi organizzativi e la disciplina del conflitto d'interesse. Sarà analizzato anche il successivo articolo 23 del TUF, che riguarda la disciplina del contratto. Tale articolo è rilevante in quanto, al fine di garantire una maggior tutela al cliente quale parte debole del rapporto, prevede la forma scritta a pena nullità e una presunzione legale relativa a volta a favorire il risparmiatore quando agisce in giudizio nei confronti dell'intermediario.

Il secondo livello d'analisi della disciplina normativa dell'intermediazione finanziaria riguarda quel novero di leggi che costituiscono l'insieme degli obblighi d'informazione posti in capo all'intermediario finanziario. Il riferimento normativo a tali obblighi d'informazione non è solo nel TUF ma soprattutto nel Regolamento Intermediari emesso dalla Consob. Ciò mi ha permesso di cogliere meglio i fattori innovativi introdotti nella disciplina nazionale, in quanto è tramite Regolamento della Consob che il legislatore nazionale recepisce le direttive della Comunità europea. In particolare ho rilevato gli elementi del Nuovo Regolamento Intermediari n. 16190 del 2007, attuativo della Direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE, rispetto al vecchio Regolamento Intermediari n. 11522 del 1998. In alcuni casi ho provato a presumere i possibili scenari innovativi in vista del recepimento in Italia della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento UE n. 600/2014.

Detto ciò, vedremo come gli obblighi informativi si distinguano in passivi e attivi. Gli obblighi d'informazione passiva riguardano tutta una serie di informazioni che l'intermediario è tenuto ad acquisire dal cliente al fine di comprenderne le caratteristiche di questo nella qualità di investitore.

È sulla base delle informazioni raccolte sul cliente che l'intermediario riesce a classificare un proprio cliente come *retail*, professionale o controparte qualificata. La classificazione del cliente vedremo essere fondamentale in quanto comporta una graduazione delle regole di comportamento a cui è soggetto l'intermediario nei confronti del cliente.

Gli obblighi d'informazione attiva riguardano invece tutta una serie di informazioni che l'intermediario deve fornire al cliente. Il flusso informativo vedremo essere più o meno ampio a seconda della classificazione del cliente sopra menzionata. L'intermediario è tenuto a fornire al cliente le informazioni inerenti ai servizi e ai prodotti finanziari che offre, ciò implica un monitoraggio continuo del mercato finanziario, sui costi dei servizio offerto, si parlerà di corrispettivo totale, e su come ha disposto la salvaguardia delle somme di denaro e degli strumenti finanziari eventualmente fornitegli dalla clientela. Si rileverà come l'intermediario debba fornire tali informazioni rispettando determinate modalità e tempistiche.

Il secondo capitalo si concluderà con una analisi delle valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza che la disciplina richiede di svolgere all'intermediario Vedremo che gli obblighi informativi attivi e passivi sono fortemente correlati, in quanto consentono all'intermediari di offrire al cliente un giudizio di fattibilità sul servizio d'investimento da questo richiesto. L'intermediario andrà quindi a fare una valutazione che sarà di adeguatezza o di appropriatezza a seconda della tipologia di servizio offerto e delle caratteristiche del cliente. Come vedremo le maggiori modifiche introdotte rispetto alla previgente disciplina riguardano proprio tali valutazioni, dove troverà applicazione quella che la Consob definirà una "modularità dei servizi".

Nell' ultimo capitolo della tesi mi occuperò dell'analisi dei possibili rimedi civilistici esperibili dal risparmiatore a fronte delle violazioni delle regole di condotta da parte dell'intermediario. Nel silenzio quasi totale della normativa di settore l'analisi della tutela civilistica dei risparmiatori da me svolta non è potuta prescindere dalle sentenze della giurisprudenza di merito. Il riferimento è agli scandali finanziari dei primi anni 2000. I risparmiatori all'epoca agirono in giudizio nei confronti degli intermediari, dando così vita ad un ricco filone giurisprudenziale.

Come vedremo, in assenza di una fattispecie univoca i giudici di merito si divisero, al pari della dottrina, su due orientamenti prevalenti. Così, mentre in un primo momento un cospicuo numero di sentenze optò per il rimedio della nullità virtuale, successivamente, anche a seguito della sentenza della Cassazione del n. 19024 del 2005, i giudici di merito iniziarono a vedere nella violazione delle regole di condotta dell'intermediario una responsabilità per inadempimento contrattuale.

La "querelle giurisprudenziale" venne sottoposto alla Corte di Cassazione che con le sentenze n. 27624 e 27625 del 2007 negò categoricamente la possibilità che alla violazione delle regole di condotta degli intermediari potesse portare alla nullità del contratto.

CAPITOLO PRIMO:L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

1.IL SISTEMA FINANZIARIO E GLI INTERMEDIARI

Si definisce sistema finanziario l'insieme organizzato di mercati, intermediari e strumenti finanziari; ovvero la struttura attraverso cui, nell'economia moderna, si svolge l'attività finanziaria che consiste nella produzione e nell'offerta dei servizi finanziari[1].

Questo rappresenta una parte fondamentale del macrosistema economico, quella finalizzata a migliorarne il funzionamento e l'efficienza nonché ad individuarne la capacità di produrre ricchezza. A tal fine svolge le seguenti funzioni: il regolamento monetario degli scambi nonché il trasferimento e la gestione delle risorse finanziarie e dei rischi. Esso è fondamentale ai fini dello sviluppo dell'economia reale, in quanto consente il continuo aggiustamento delle strutture finanziarie dei soggetti dell'economia in funzione alle preferenze, alle necessità e agli obiettivi di questi.

Come si evince dalla definizione stessa sono necessari tre elementi affinché vi sia un sistema finanziario. Gli intermediari finanziari, che sono imprese che fanno da tramite tra le imprese e le famiglie con il fine di raccogliere risparmio, offrire servizi di pagamento, concedere finanziamenti ed effettuare investimenti. Questi agevolano il collegamento tra le società che emettono strumenti finanziari e i risparmiatori che vogliono acquistarli in virtù del loro *surplus* monetario.

I mercati finanziari rappresentano il luogo di incontro tra domanda e offerta di strumenti finanziari. Rappresentano il "complesso di scambi aventi per oggetto strumenti finanziari" [2]. Questi si concretizzano in un insieme di strutture normative e operative ma anche fisiche mediante le quali avviene lo scambio degli strumenti finanziari.

Gli strumenti finanziari in via generale possono essere definiti come una particolare categoria di contratti aventi per oggetto diritti e prestazioni di natura finanziaria. Fondamentalmente incorporano quindi diritti patrimoniali, ma in alcuni casi possono incorporare anche diritti non patrimoniali, basti pensare alle azioni che possono contenere diritti amministrativi. Essi sono raggruppabili sostanzialmente in tre categorie principali: titoli di capitale, titoli di debito e i contratti d'assicurazione.

---

[1]Forestieri G., Mottura P., *Il sistema finanziario*, Egea, Milano, 2013, Sesta Edizione, p. 2

[2] Forestieri G., Mottura P., *Il sistema finanziario*, Egea, Milano, 2013, Sesta Edizione, p. 165. Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p.6 afferma che il mercato finanziario può essere considerato la somma dei comparti bancari e creditizio, finanziario non bancario e assicurativo.

È quindi all'interno di tale sistema che si realizzano i processi di regolamentazione degli scambi di attività finanziarie e dei rischi in esse incorporati, di trasferimento delle risorse finanziarie tra i soggetti in avanzo e quelli in disavanzo, di accumulo del risparmio, di selezione delle preferenze dei diversi attori del mercato e di finanziamento degli investimenti.

Dal punto di vista teorico, se il mercato fosse perfettamente competitivo e gli scambisti primari fossero razionali e disponessero tutti delle stesse informazioni (non vi è asimmetria informativa), e se gli scambi non fossero condizionati dall'incertezza e non ci fossero costi di transazione, allora non ci sarebbero ragioni per l'esistenza degli intermediari finanziari nel sistema finanziario.[3]

Ad operare ed interagire nel sistema finanziario sono, come anticipato precedentemente, gli intermediari finanziari. Questi svolgono un' attività basata sulla negoziazione di strumenti finanziari, ossia di contratti aventi ad oggetto diritti e prestazioni di natura finanziaria, e sull'offerta di strumenti connessi alla circolazione degli strumenti medesimi. L'intermediazione finanziaria consiste dunque nella prestazione, da parte di un soggetto abilitato, dei servizi e delle attività d'investimento relativi a strumenti finanziari. Il complesso degli intermediari costituiscono i mercati finanziari, definiti come quelli, per l'appunto, specializzati nella negoziazione di strumenti finanziari.

Oggi, nella nozione di strumenti finanziari, rientrano sostanzialmente tutte le forme di investimento di natura finanziaria. Pur essendo una categoria apparentemente "chiusa"[4] si tratta tuttavia di una categoria notevolmente ampia e priva di contenuto specifico, che, di volta in volta, si riempie di sostanza attraverso i riferimenti dottrinali, giurisprudenziali e regolamentari. Si ritiene, in generale, muovendo dalla lettera del testo normativo, che debba trattarsi di titoli negoziabili e che tale requisito sia ineliminabile, quindi qualora ci fossero eventuali clausole che ne limitano la negoziazione, come ad esempio quelle di prelazione; non ne possono vietare la trasferibilità in via assoluta. [5]

Gli strumenti ed i servizi che gli intermediari possono offrire sono diversi, e variano in base al bisogno del cliente: quelli destinati a soddisfare bisogni di trasferimento del potere d'acquisto, cioè

[3] In tal caso si realizzerebbe l'ipotesi teorica del mercato efficiente in senso informativo di E. F. Fama così riassumibile: "un mercato in cui i prezzi riflettono in qualsiasi momento e pienamente l'informazione disponibile è definito "efficiente"". In www.bankpedia.org enciclopedia di banca, borsa e finanza

[4] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p.84 L'articolo1 co.2 formula un elenco di voci, dalla definizione alquanto ampia; di strumenti finanziari. L'articolo 18 co. 5 lett. a) del TUF riconoscere al Ministro dell'economia e delle finanze la facoltà di integrare l'elencazione al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie. Tuttavia secondo l'autore l'elencazione degli strumenti finanziari può ricondursi sostanzialmente in due categorie: strumenti finanziari diversi dai derivati e strumenti finanziari derivati.

[5] Gaffuri L., I servizi e le attività di investimento: disciplina e aspetto operativi, Giuffrè, Milano, 2010, p.2

di risorse (ad esempio, ordini di incasso, ordini di pagamento, gestione monetaria, ecc.); quelli destinati a soddisfare bisogni di investimento (ad esempio, depositi in c/c, certificati di deposito, polizze assicurative, ecc.); quelli destinati a soddisfare bisogni di finanziamento (come, ad esempio, prestiti di moneta, crediti speciali, servizi di *investment banking*, ecc.); quelli finalizzati ad una gestione più efficiente dei rischi caratterizzanti la gestione finanziaria del cliente (ad esempio, opzioni, *swap, futures*, ecc.).

La disciplina normativa dell'intermediazione finanziaria è regolata sotto il profilo nazionale e comunitario. Sotto il profilo nazionale, oltre al fondamento costituzionale, rappresentato dagli artt. 41 e 47 Cost.; che sanciscono, rispettivamente, la libertà dell'iniziativa economica privata ed il principio della tutela del risparmio, rilevano il d.lgs. n. 58/1998 ("Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52", cd. T.U.F.), che ha sostituito la l. 2 gennaio 1991, n. 1 ("Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari") e il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 c.d. decreto Eurosim[6], una serie di atti regolamentari della Consob, della Banca d'Italia e del Ministero del Tesoro, nonché la l. 28 dicembre 2005, n. 262 ("Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"), sulla tutela del risparmio e sulla disciplina dei mercati finanziari, emanata in seguito alle note vicende Cirio, Parmalat e Bond Argentini c.d. Legge per la tutela del risparmio.

Sotto il profilo comunitario, la prima direttiva organica di settore fu la 93/22/CEE del Consiglio (Investment Services Directive, cd. ISD). Nel 2001 vi fu il c.d. rapporto Lamfalusy. Questo rilevava il cattivo funzionamento e le lacune della regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, e promuoveva un rinnovamento della disciplina dell'intermediazione finanziaria su una procedura a 4 livelli. L'emanazione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (Market in Financial Instruments Directive, cd. MIFID o ISD2) concluse il processo di produzione normativa di fonte comunitaria di primo livello riguardante la disciplina dei servizi e delle attività d'investimento. A tale direttiva del 2004 è seguita la 2006/73/CE[7] attuativa della MIFID. Entrambe sono state recepite in Italia con il decreto legislativo n. 164/2007 del 17 settembre.

In fine, di recente emanazione, rilevano la direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (c.d. MiFID 2) relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che

[6] "Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi"

[7] Direttiva 2006/73/CE della commissione del 10 agosto 2006 recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell' attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini della direttiva.

modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE ed il Regolamento (UE) N. 600/2014 del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (c.d. MiFIR).

2.SERVIZI ED ATTIVITA' D'INVESTIMENTO

Prima di passare ad una rapida analisi dei servizi e delle attività d'investimento, è bene far notare che l'accesso alla prestazione di tali servizi è subordinata all'acquisizione di una autorizzazione. Vi è una riserva di attività a favore dei soggetti abilitati costituita dall'articolo 18 del TUF ai sensi del quale "l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche". Tuttavia, imprese d'investimento e banche; la cui nozione è data dall'articolo 1 comma 1 del TUB; rappresentano solo le due categorie principali in quanto l'articolo 18 del TUF nei successivi commi elenca una serie di altri soggetti quali le SIM, le SGR e così via.

I servizi e le attività d'investimento che gli intermediari finanziari possono svolgere, al fine di realizzare lo scambio di strumenti finanziari, per agevolare l'incontro tra la domanda e l' offerta, sono di varia natura e attengono l'elenco disposto dall'articolo 1 comma 5 del TUF. Gli intermediari finanziari si occupano, a seconda dei casi: a) della negoziazione per conto proprio; b) dell'esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) della sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) del collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) della gestione di portafogli; e) della ricezione e trasmissione di ordini; f) della consulenza in materia di investimenti; g) della gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Ai sensi della definizione data dal TUF all'articolo 1 comma 5-bis, l'attività di negoziazione per conto proprio consiste nell'acquistare e vendere strumenti finanziari in contropartita diretta e in relazione agli ordini dei clienti. Non solo, in tale attività rientra anche l'attività di *market maker*.

Da tale definizione si colgono gli elementi che qualificano tale servizio in cui l'intermediario ricopre la figura del *dealer*; ovvero colui che investe risorse per costituire un proprio portafoglio di attività finanziarie. In *primis* questo attiene l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari, e quindi avrà luogo nel c.d. mercato secondario, che si contrappone al meno ampio c.d. mercato primario in quanto attiene tutti quei strumenti finanziari già in circolazione. Il fatto che l'operazione avvenga in contropartita diretta significa che l'intermediario opera sul proprio portafoglio titoli su richiesta del cliente. L'intermediario vende ai clienti strumenti finanziari di sua proprietà ovvero li acquista

direttamente dal cliente stesso per il proprio portafoglio di attività finanziarie. In questi casi il compenso spettante all'intermediario deriva dallo *spread*, ovvero dalla differenza di prezzo dello strumento finanziario tra l'acquisto e la vendita. Gli effetti delle operazioni ricadono sul patrimonio dell'intermediario.

Viene poi posta una limitazione,[8] in quanto si vieta all'intermediario di porre in essere operazioni al fine di soddisfare le proprie esigenze. Infatti, la negoziazione deve avere per oggetto gli ordini dei clienti. Tuttavia la negoziazione per conto proprio trova il suo fine anche nello svolgimento di una attività di *market maker*[9] da parte dell'intermediario, volta alla pubblicazione dei prezzi di acquisto e di vendita dei titoli quotati in borsa e di suo possesso, permettendone così la compravendita ad altri investitori a determinati prezzi e garantendo così una certa liquidità nel mercato. Vista la rilevanza dell'attività di *market maker,* questa viene fatta rientrare comunque nella negoziazione per contro proprio, ovviando in tal modo alla limitazione posta dal legislatore.

Il servizio d'esecuzione di ordini per conto terzi non è stato definito dal legislatore italiano. Tuttavia, nella direttiva MiFID,[10] il legislatore comunitario dispone questo consista nella conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti.[11] Questo servizio, differentemente da quello di negoziazione per conto proprio sopra citato, avviene sui dossier titoli di proprietà dei clienti. L'intermediario opererà in nome e per conto del cliente, al quale è legato da una delega o da un contratto di mandato per cui le azioni del mandatario producono effetti giuridici direttamente in capo al mandante quindi lo stato patrimoniale dell'intermediario non subisce modifiche. L'intermediario organizza la transazione tra un acquirente e un venditore ricoprendo la figura del c.d. *broker* nella ricerca di una o più controparti al fine dell'esecuzione dell'ordine. Anche tale servizio si svolge tipicamente nel mercato secondario. In questo caso l'intermediario, non impegnando posizioni proprie, percepisce una commissione corrispostagli dal cliente, a prescindere dall'eventuale risultato positivo o negativo della prestazione di quest'ultimo.

In entrambi i servizi appena trattati l'attività dell'intermediario è una pura attività di compravendita di strumenti finanziari, solo che nel primo caso l'intermediario agisce in nome proprio e nel proprio esclusivo interesse, mentre nel secondo agisce nell'interesse esclusivo del cliente.

[8] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p 93

[9] L'articolo 1 del TUF rubricato "definizioni" co. 5-quater. Dispone la definizione di market maker"

[10] Il riferimento è alla direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE

[11] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p 95

Con il servizio di sottoscrizione e collocamento l'intermediario svolge il compito di promuovere e collocare strumenti finanziari presso gli investitori. Questo può essere svolto secondo due modalità; a seconda che l'intermediario abbia sottoscritto o meno gli strumenti finanziari che va a collocare presso il pubblico degli investitori. Se li sottoscrive si parla di assunzione a garanzia in quanto si accolla il rischio connesso all'eventuale mancata distribuzione di questi. In tal caso l'intermediario si impegna ad acquistare gli strumenti finanziari che non è riuscito a distribuire facendo così da garante verso la società emittente assumendosi i rischi del mancato collocamento. Nella prestazione di collocamento l'intermediario percepisce una duplice commissione. Nel caso di collocamento senza garanzia, lett. c-bis, il rischio del mancato collocamento ricade sulla società emittente. Nel collocamento può capitare che una pluralità di intermediari si aggreghino e diano vita ad un consorzio di collocamento. Questo viene a crearsi soprattutto in quei casi ove l'emissione di strumenti finanziari della società emittente è particolarmente ingente, da non permettere al singolo intermediario di poterla sostenere da solo.

Il servizio di collocamento, qualora si tratti di sottoscrizione, si svolge nel mercato primario in quanto gli strumenti finanziari sono di nuova emissione. Questo servizio si differenzia dall'esecuzione dell'ordine del cliente. Infatti, mentre l'offerta degli strumenti finanziari sarà standardizzata e avverrà presso la massa generalizzata degli investitori, viceversa, nell'esecuzione d'ordine del cliente, l'intermediario dovrà valutare determinati *standard* valutativi concernenti l'ordine al fine della ricerca della controparte. Altra differenza, dal servizio d'esecuzione, è data dal fatto che, come visto, questo attiene l'acquisto o la vendita, mentre nel collocamento l'intermediario offre l'acquisto o la sottoscrizione degli strumenti finanziari.

L'articolo 1 comma 5- *quinquies* del TUF definisce il servizio di gestione di portafogli coma quella gestione svolta su base discrezionale e individualizzata di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dai clienti. Tali portafogli di investimenti possono includere uno o più strumenti finanziari. Tramite il servizio di gestione di portafogli il cliente incarica l'intermediario di gestirgli in tutto o in parte il proprio patrimonio in strumenti finanziari. Spetta all'intermediario decidere come e quando acquistare o vendere titoli, quindi questo ha una certa discrezionalità nell'agire. Infatti, lo svolgimento del servizio deve essere su base individuale, quindi deve essere calibrato sulla base delle caratteristiche del cliente. Tale servizio si differenzia dagli altri proprio in virtù della discrezionalità di cui gode l'intermediario al cospetto di quei servizi ove attua una mera esecuzione di ordini.[12]

[12] F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004, p 98

La dottrina,[13] attenendosi al carattere letterale della definizione di gestione di portafoglio, fa notare come il legislatore non offre una nozione di "portafogli d'investimento", concludendo che questo possa comprendere anche beni ed attività diversi dagli strumenti finanziari. Tuttavia, la stessa dottrina osserva che, nonostante la maggior ampiezza della nozione di portafoglio d'investimento rispetto a quella di strumenti finanziari, non si deve concludere, erroneamente, che la componente prevalente di tale portafoglio non sia in strumenti finanziari.

Il servizio di ricezione e trasmissione degli ordini trova esplicazione nel successivo comma 5-*sexies* dell'articolo 1 del TUF. Tale servizio consente a colui che vuole acquistare o vendere un titolo di rivolgersi non solo ad un intermediario autorizzato all'esecuzione di ordini ma anche ad un intermediario che offre il servizio di ricezione e trasmissione di ordini non potendo questo eseguire direttamente l'ordine in quanto, ad esempio, non è autorizzato alla prestazione del servizio di negoziazione e di collocamento. Va così a delinearsi un meccanismo di delega in quanto l'investitore va a delegare all'intermediario la scelta dell'intermediario che andrà ad eseguire l'ordine. La mediazione, o intermediazione pura, è da considerarsi un servizio residuale, avente ad oggetto prevalentemente prodotti finanziari non negoziati sui mercati regolamentati. L'uso di tale servizio si è avuto prevalentemente nell'ambito dell'intermediazione in cambi[14].

La lettera f) dell'articolo 1 comma 5 del TUF attiene al servizio di consulenza in materia di investimenti. Questo trova maggior dettaglio nel comma 5-*septies* dell'articolo 1 del TUF. Questo lo definisce come quel servizio volto ad offrire al cliente delle raccomandazioni personalizzate a un cliente, sia su richiesta di questo sia per iniziativa dell'intermediario stesso che presta il servizio. Queste raccomandazioni possono riguardare una singola operazione ovvero più operazioni su un determinato strumento finanziario. Al fine della personalizzazione della raccomandazione, questa deve presentarsi come "adatta"[15] per il cliente o si conforma sulla base delle specifiche caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione, in quanto riguarda la massa generale degli investitori per cui non è caratterizzata. Tale comma individua nella personalizzazione o meno della raccomandazione la specificazione del servizio di consulenza. [16]

---

[13] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p 99

[14] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p 101 e Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004, p 96

[15] Cit. l'articolo 1 del TUF rubricato "definizioni" co. 5-septies.

[16] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p 102

In chiusura, gli intermediari possono eseguire il servizio di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. L'articolo 1 comma 5-*octies* del TUF definisce sistemi multilaterali di negoziazione i sistemi 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. I sistemi multilaterali di negoziazione sono dunque quei luoghi ove avvengono le negoziazioni. Questi nascono dalla volontà del legislatore europeo di smantellare le posizioni di monopolio nell'ambito della negoziazione di strumenti quotati nei mercati regolamentati di borsa.[17]
A tal fine, sono stati promossi nuovi mercati dove far avvenire le contrattazioni operanti in concorrenza con i mercati regolamentati, le c.d. *trading venues*. Si è sostanzialmente cercato di creare maggior concorrenza mediante una frammentazione degli scambi su più mercati.
I sistemi di negoziazione multilaterali, detti MTF (*Multilateral Trading Facilites*), sono circuiti di negoziazione gestiti da soggetti privati, come grandi banche e grandi operatori, che si sono consorziati dando vita a delle Borse alternative i cui ordini di acquisto e di vendita vanno a compensarsi all'interno. Un esempio di MTF è Turchese Global Holdings Limited, meglio conosciuta come Turquoise, creata da novi grandi banche d'investimento nel 2008.
In merito, è giusto accennare che il Regolamento UE n. 600/2014, al considerando n. 8, introduce una nuova sede di negoziazione multilaterale; gli OTF (*Organised Trading Facilities*). Tale sede di negoziazione viene definita dal legislatore europeo in modo volutamente ampio in virtù del fine che andrà a perseguire. Questa andrà a comprende tutte quelle negoziazioni "che non corrispondono alle funzionalità o alle specifiche normative delle sedi esistenti"[18]. Gli OTF, come si desume dal considerando n. 9 del Regolamento UE n. 600/2014, andranno ad integrare le tipologie di sedi di negoziazioni già esistenti, ovvero i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione. L'intento del legislatore è quello di comprendere tutte quelle negoziazioni che non sono disciplinate.
Dai servizi d'investimento appena visti vanno distinti i cc.dd. "servizi accessori", definiti ai sensi dell'articolo 1 co. 6 del TUF[19]. Per tali servizi non è prevista alcuna abilitazione, in quanto non sono attività soggette a riserva e la possibilità di prestarli unitamente agli altri è giustificata dall'elevata complementarità di questi rispetto ai servizi d'investimento definiti dall'articolo 1 co. 5 dl TUF. Tuttavia, la possibilità di prestare tali servizi varia in funzione della categoria di soggetto abilitata considerata, in particolare banche e SIM possono prestare qualsiasi servizio accessorio mentre per

[17] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p 103

[18] Si veda nel Regolamento UE n. 600/2014 considerando n. 8

[19] L'articolo 1 del TUF rubricato "definizioni" co. 6 dispone l'elenco dei "servizi accessori"

le SGR e le società finanziarie di cui all'articolo 107 del TUB possono svolgere solo alcuni dei servizi accessori disposti dall'articolo 1 co. 6 del TUF.

3. CENNI ALLA DISCIPLINA ANTERIORE ALLA L. 1/1991

Fino alla metà degli anni settanta l'attività d'intermediazione finanziaria era in massima parte nelle mani del sistema bancario, protetto da una visione della banca come istituzione sociale piuttosto che come impresa. Ciò derivava dal fatto che la legge bancaria del 1936 le attribuiva una funzione di tipo pubblico, in quanto la banca veniva vista in un'ottica operativa volta alla realizzazione di esigenze fondamentali nel mercato quali la razionalizzazione del sistema e la politica monetaria.[20]
Con la legge n. 216 del 7 giugno 1974 all'articolo 1[21] viene istituita la Commissione Nazionale per la Società e la Borsa, meglio conosciuta come Consob. Tale autorità di vigilanza, al momento della sua istituzione, è l'organo istituzionalmente preposto al controllo sull'organizzazione e sul funzionamento del mercato borsistico. L'istituzione della Consob da il via ad un processo di produzione legislativa che porta una regolamentazione del sistema finanziario che fino a quel momento era stata sostanzialmente immobile. Infatti, fino a quel momento, la disciplina dell'intermediazione e del mercato finanziario aveva coinciso sostanzialmente con quella dell'attività bancaria incentrata sulla legge bancaria del 1936.[22]
È in questi anni che si avverte l'esigenza di colmare le gravi lacune normative del sistema finanziario italiano. Infatti è in questo periodo che l'allocazione del risparmio inizia ad andare nella direzione di investimenti in attività finanziarie di mercato mobiliare, cosi ché gli anni settanta-ottanta segnano un mutamento dell'economia finanziaria nel nostro Paese. È a partire dalla seconda metà degli anni '70 che iniziano ad affermarsi nuovi prodotti finanziari, i c.d. titoli atipici,[23] così ché il mercato finanziario non si esaurisce nelle sole azioni e obbligazioni, e vi sono nuovi servizi di investimento, come gestioni patrimoniali in forme diverse. Ciò andò a generare un processo di diversificazione dei canali di afflusso del risparmio verso il mercato finanziario. Ne conseguì un

[20] Quirici M. C., Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa, F. Angeli, Milano, 2010, p. 19

[21] Legge 7 giugno 1974, n. 216, recante "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari".

[22] Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p 101 e F. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano 2004, p 10

[23] Un esempio di tali titoli atipici è il certificato di associazione in partecipazione che corrispondeva ai *certificats forcies* emessi in Belgio. Questi attribuivano la qualità di associato pro-quota di un'associazione in partecipazione. Si veda in merito Mignone G., *L'associazione in partecipazione*, Il Codice Civile, Commentario, Giuffrè, Milano, 2008, p. 256

indebolimento del sistema bancario nei confronti del mercato del risparmio, vista la crescente concorrenza di operatori finanziari non bancari che offrivano ai risparmiatori strumenti di pagamento e prodotti finanziari alternativi a quelli offerti dalle banche e già presenti in altri Paesi.
Inizia così un vivace dibattito che coinvolge gli ambienti economici, scientifici e politico-istituzionali, ove emerge la necessità di colmare le lacune dell'ordinamento giuridico di settore.[24] Si voleva evitare che il sistema finanziario italiano rimanesse indietro rispetto agli altri Paesi ad economia sviluppata. In particolar modo, si ravvisa l'esigenza di apportare misure idonee di tutela dell'investitore soprattutto sotto il profilo della trasparenza, correttezza ed efficiente operare degli intermediari.
Come detto, quindi, con la legge del 1974 n. 216 viene convertito in legge il decreto legge dell' 8 aprile 1974 n. 95 e si istituisce la Consob. In particolare l'articolo 18 della legge n. 216 del 7 giugno 1974 imponeva l'obbligo della preventiva comunicazione alla Consob di tutte le operazioni di acquisto e vendita di azioni o di obbligazioni convertibili mediante offerta al pubblico. La Consob entro 20 giorni stabiliva le modalità mediante le quali l'offerta andava resa pubblica ai risparmiatori e i dati e le notizie che questa doveva contenere. L'inadempimento di quanto imposto dalla Consob comportava delle sanzioni pecuniarie. L'importanza di tale norma sta nel fatto che questa introduceva una delle primissime regole di una filosofia dell'informazione che è fattore caratterizzante l'intera disciplina normativa dell'intermediazione finanziaria, in un'ottica di trasparenza delle attività degli operatori e del mercato in tutela degli interessi dei clienti e dell'efficienza del mercato. Di tale legge n. 216, composta curiosamente di soli due soli articoli di cui il primo "contenitore" di ben 24, è rilevante anche l'articolo 3 lett. d) che attribuisce alla Consob il potere di disporre d'ufficio alla quotazione in una o più borse dei titoli che venivano considerati "abitualmente e largamente negoziati." Viene così dettata una disciplina speciale per le società emittenti azioni quotate.
A tale legge faranno poi seguito una serie di decreti legislativi volti ad incidere sulla regolamentazione del mercato finanziario. Tra questi un primo ampliamento delle funzioni della Consob fu dato con la legge del 23 febbraio 1977 n. 49 recante "Norme per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle Borse Valori". In tale legge si attribuiva alla

[24] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 18 il quale in nota n. 9 rimanda a Costi, Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 1990. In sostanza ci si chiedeva se il nostro stabiliva la libertà di generare titoli atipici in quanto non vi era una espressa previsione di legge in merito. Chi era favorevole si rifaceva all'autonomia contrattuale che andava intesa come "autonomia negoziale" ai sensi dell'articolo 1322 co. 2 del cc. vista unitamente da una lettura "al contrario" di quanto disposto dall'articolo 1440 cc(limitazione della libertà di emissione) il quale vietando espressamente l'emissione di titoli di credito al portatore contenenti l'obbligazione di pagare una somma di denaro andrebbe di riflesso a sancire la libertà di emissione di ogni altro tipo di titolo. Altra dottrina vedeva in tale lettura dell'articolo 2004 cc. una forzatura.

Consob la facoltà di autorizzare lo svolgimento, presso le varie Borse Valori italiane, del c.d. mercato ristretto.[25] In questo mercato inter borsistico venivano negoziati i titoli non quotati di società di dimensione minore, i cui titoli non consentivano l'ammissione alla quotazione in borsa in virtù dello scarso grado di diffusione del titolo presso la massa dei risparmiatori. L'obiettivo era quello di andare a favorire il finanziamento di tali imprese minori.

La legge n. 77 del 23 marzo 1983[26]all'articolo 12 va a novellare[27] l'articolo 18 della legge n. 216/1974, introducendo un obbligo generalizzato per chiunque volesse procedere alla sollecitazione del pubblico risparmio.[28] Ciò ha dei riflessi rilevanti in riferimento al perimetro di vigilanza della Consob il quale si amplia. Questo non è più limitato alle sole società quotate ma si estende ad ogni soggetto che attua un'attività di sollecitazione del pubblico risparmio. L'importanza delle modifiche, introdotte con la legge n. 77/1983, alla legge n. 216/1974 è attestata anche dalla nozione estremamente ampia; secondo la dottrina omnipervasiva;[29] di valore mobiliare disposta dall''art 18-bis[30] e dovuta alla consacrazione sul mercato finanziario dei c.d. prodotti atipici. Inoltre la legge n. 77/1983 introduce in Italia i fondi comuni di investimento mobiliare aperti.

Nonostante le funzioni della Consob siano aumentate, questa viene ancora considerata una struttura sostanzialmente riconducibile all'apparato politico-amministrativo dello Stato. Questa è priva di

[25] Si veda in merito la Legge 23 febbraio 1977, n. 49 Norme per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori. Questa all'articolo 1 disponeva che la Consob autorizzasse lo svolgimento di pubbliche riunioni del mercato ristretto per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale presso le borse valori. Il successivo articolo 2 disponeva si stabilissero le disposizioni necessarie per l'organizzazione e il funzionamento delle riunioni e per la relativa vigilanza. L'articolo 3 co. 1 disponeva che la Consob vigilasse sull'andamento delle riunioni mentre all'articolo4si disponeva che la Consob potesse chiedesse la comunicazione anche periodica di dati e notizi e la trasmissione di atti e documenti alle società emittenti.

[26] Legge 23 marzo 1983, n. 77, recante "Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare".

[27] Andò B., *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 167

[28] L'articolo 12 Legge 23 marzo 1983 n. 77 che andava a novellare la legge n. 216 del 1974, introduce l'articolo 18 dispone: "ogni sollecitazione al pubblico risparmio deve essere effettuata previa pubblicazione di un prospetto informativo riflettente l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e la evoluzione dell' attività di chi propone l'operazione, redatto secondo le disposizioni di carattere generale determinate dalla Consob. Entro venti giorni dalla data di ricevimento della comunicazione di cui al primo comma del presente articolo, la Commissione nazionale per le società e la borsa può stabilire modi diversi da quelli da essa determinati in via generale in cui l'offerta deve essere resa pubblica, nonché gli ulteriori dati e notizie che il prospetto informativo deve contenere."

[29] Capriglione F., *L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, Padova, 2010, p. 955 richiama in nota n. 41 Alpa, *Aspetti e problemi delle tipologie contrattuali*, 1990, p. 123 la quale la definisce "omnipervasiva"

[30] L'articolo 12 Legge 23 marzo 1983 n. 77 che andava a novellare la legge n. 216 del 1974, introduce l'articolo 18 bis che dispone: "ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani od esteri; ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non; ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti emessi dagli enti di gestione fiduciaria".

personalità giuridica ed i suoi atti vengono ricondotti ed imputati direttamente allo Stato-persona. Con la successiva legge n. 281 del 4 giugno 1985 le cose cambiano. Infatti, l'articolo 1[31] della legge n. 281 del 1985 attribuisce alla Consob personalità di diritto pubblico e la piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge. Assumendo personalità giuridica di diritto pubblico gli atti che la Consob pone in essere le sono direttamente imputabili.

La Consob svolge le sue funzioni con piene potestà organizzative, in quanto delibera lei le norme concernenti la propria organizzazione ed il proprio funzionamento, e decisorie, in quanto il controllo demandato al Ministro del Tesoro non incide nel merito delle decisioni assunte dalla Consob ma è un controllo di mera legittimità. Infatti, ai sensi del suddetto articolo 1 è previsto che il Ministro del Tesoro sia tenuto informato dal Presidente della Consob, ma che si limiti a formulare delle valutazioni alla Consob e ad informare il Parlamento degli atti ed eventi maggiormente rilevanti.

Il legislatore è poi intervenuto in più occasioni nell'ambito del mercato finanziario e, in particolare, dei valori mobiliari, come con l'articolo 1 della legge n. 289/1986[32] sulla gestione centralizzata dei valori mobiliari. Tale legge istituiva l'amministrazione accentrata di valori mobiliari presso la Monte Titoli S.p.A, un istituto che operava come depositario centrale nazionale per la custodia e la gestione di tutti gli strumenti finanziari italiani. Lo scopo era quello di favorire la fungibilità dei valori mobiliari attraverso un'amministrazione centralizzata volta a garantire la possibilità di questi di essere liberamente scambiati.

Si dovrà tuttavia aspettare la legge del 2 gennaio 1991 n.1 per ottenere una prima disciplina completa che pone degli obblighi comportamentali agli intermediari. Tale legge infatti rappresenta la prima normativa organica nell'ambito dell'intermediazione finanziaria.

4. LE RIFORME INTRODOTTE DALLA L. L. n. 1/1991

La Consob nella Relazione per l'anno del 30 aprile 1987 faceva notare l'esigenza di un intervento adeguato della disciplina delle attività d'intermediazione mobiliare ed un rinnovamento delle strutture di mercato. Ciò era richiesto in virtù del processo di integrazione internazionale dei

[31] Legge 4 giugno 1985, n. 281 Disposizioni sull'ordinamento della Commissione nazionale per le società e la borsa; norme per l'identificazione dei soci delle società con azioni quotate in borsa e delle società per azioni esercenti il credito; norme di attuazione delle direttive CEE 79/279, 80/390 e 82/121 in materia di mercato dei valori mobiliari e disposizioni per la tutela del risparmio.

[32] Legge 19 giugno 1986, n. 289, recante "Disposizioni relative all'amministrazione accentrata di valori mobiliari attraverso la 'Monte Titoli S.p.a.'"

mercati finanziari che, se non adeguatamente sostenuto, avrebbe potuto penalizzare gli operatori italiani.

Alla luce dell'auspicata riforma del mercato mobiliare nazionale si arriva alla prima disciplina organica delle attività di intermediazione del mercato mobiliare, la già citata legge n. 1 del 1991 recante "disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari", meglio nota come legge SIM.

Nonostante sia stata in seguito ampiamente superata, in primis per effetto del d.lgs. n. 58/1998 (c.d. TUF) nonché da tutta la produzione normativa successiva, la legge SIM ha mutato considerevolmente il panorama normativo relativo all'attività di intermediazione finanziaria. Fino all'emanazione della legge 2 gennaio 1991 n.1 l'attività di intermediazione mobiliare sfuggiva ad una regolamentazione compiuta e sistemica, una sorta di vero e proprio *far west*.[33]

Un esempio di ciò è dato dal fatto che prima di tale legge l'unico interprete nel mercato borsistico era l'agente di cambio. Questo conformava il proprio agire in base a quanto previsto dal codice civile e agli usi di borsa, i quali erano raccolti presso la Camera di Commercio. Il sistema era prevalente informale: ad esempio, il contratto tra intermediario e cliente non presupponeva la forma scritta e poteva essere concluso per *facta concludentia*. [34]

La legge SIM rappresenta un punto cardine dell'evoluzione della disciplina del mercato finanziario italiano.[35] Tale legge istituisce le SIM. Queste erano (e sono) iscritte in un apposito Albo e sono soggette all' autorizzate dalla Consob essendo l'attività d'intermediazione riservata. Spetta alla Consob accertarsi che le SIM dispongano dei requisiti da lei stessa richiesti. Le SIM, in quanto operatoti polifunzionali, svolgevano diverse tipologie di attività di intermediazione mobiliare tra cui operare come *market maker*, figura questa prima non prevista.[36] Alle SIM spettava anche il compito di certificazione e controllo contabile

Le banche potevano svolgere le stesse attività previste per le SIM, eccezion fatta per i servizi di negoziazione per conto proprio e per conto terzi di valori mobiliari diversi dai titoli di Stato.

Ai sensi dell'articolo 11 della legge SIM le negoziazioni dovevano avvenire esclusivamente nei mercati regolamentati con le modalità di negoziazione previste. Lo scopo era quello di garantire una

[33] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 1

[34] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 2

[35] Quirici M. C., *Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa*, F. Angeli, Milano, 2010, p. 19 e ss. riporta i gli elementi cardine introdotti nella disciplina dalla legge SIM.

[36] Il riferimento in merito è a quanto disposto dall'articolo 1 co. 1 della legge 2 gennaio 1991. In particolare, alla negoziazione di valori mobiliari, al collocamento e alla distribuzione di valori mobiliari, alla gestione di patrimoni attraverso operazioni ad oggetto valori mobiliari, alla raccolta di ordini di vendita o di acquisto di valori mobiliari, alla consulenza in materia di valori mobiliari, alla sollecitazione del pubblico risparmio.

maggiore trasparenza nelle negoziazioni. L'unica deroga che consentiva le negoziazioni fuori mercato si aveva in caso di autorizzazione in forma scritta *ad substantiam* data dal cliente al fine di consentirgli la negoziazione ad un prezzo migliore.

Veniva inoltre istituito un Consiglio di Borsa con il compito di rappresentare tutte le componenti del mercato all'interno di ogni Borsa Valori e unificare le contrattazioni su piano nazionale secondo quanto disposto dall'articolo 24 della legge SIM. La legge SIM rivisita il concetto di valore mobiliare all'articolo 1 comma 2, costituito non soltanto dalle tradizionali azioni ed obbligazioni, ma anche dai cd. titoli atipici.

Ai fini della trattazione che verrà fatta nei capitoli successivi con particolare riferimento alle regole di condotta e agli obblighi informativi posti agli intermediari l'articolo 6 della legge SIM è quello più rilevante.

L'articolo 6 dispone che gli intermediari devono comportarsi secondo diligenza, correttezza e professionalità. Tali obblighi sono svolti " nella cura dell'interesse del cliente". Non vi è alcun riferimento all'integrità dei mercati ancora. Seguono poi nei commi successivi gli obblighi informativi nei confronti del cliente che trovavano esplicazione nella pubblicazione e trasmissione ai clienti di un documento informativo recante un set di informazioni tra cui le attività svolte nonché i soggetti appartenenti al gruppo.

Veniva imposta la forma scritta del contratto tra intermediario e cliente con l'obbligo di consegna di una copia a quest'ultimo. All' intermediario viene posto il dovere di informarsi, anche se relativamente alla situazione finanziaria, sul cliente andando così ad introdurre la c.d. *know your costumer rule*. Tale obbligo d'informazione è correlato al fatto che gli intermediari non dovevano consigliare o effettuare operazioni che per dimensione e frequenza potevano risultare eccessive in rapporto alla situazione finanziaria del cliente. Il successivo comma dell'articolo 6 della legge SIM affermava inoltre che l'informazione nei confronti del cliente doveva essere continua in modo che questo fosse sempre adeguatamente informato. In conclusione, l'articolo 6 disponeva il divieto d'agire in situazioni di conflitto d'interesse. Tale divieto era derogabile in presenza di autorizzazione scritta del cliente. Infine, si disponeva che l'intermediario si dotasse di idonee procedure organizzative interne.

Possiamo quindi affermare che la legge 1/1991 ha mutato le strutture e le logiche dei mercati mobiliari attraverso l'emanazione di un corpo di regole coerente, organico ed unitario "contestualizzando" l'attività finanziaria italiana.[37] Questa fece da preludio all'evoluzione della disciplina in campo comunitario e nazionale. Infatti, successivamente si assistette ad una vera e

[37] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 20

propria evoluzione del mercato finanziario in ottica internazionale, la quale imponeva un'opera di coordinamento delle singole discipline nazionali, al fine di garantire un grado di tutela omogeneo a tutti i risparmiatori europei, ed evitare il c.d. "arbitraggio normativo". Questo avrebbe potuto compromettere l'efficienza e la concorrenza dei mercati nei vari Stati membri dell'Unione. In sostanza si necessita di un'opera di armonizzazione della disciplina a livello europeo.

Le prime modifiche al sistema furono introdotte dal d.lgs. n. 415/1996 (cd. "decreto Eurosim"), attuativo delle direttive 93/22/CEE (relativa ai servizi d'investimento del settore dei valori mobiliari, c.d. ISD) e 93/6/CEE (relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese d'investimento e degli enti creditizi), volto essenzialmente a dare attuazione ai principi di mutuo riconoscimento degli intermediari e dei mercati regolamentati. Questo ha abrogato quasi completamente la precedente normativa, determinando un nuovo assetto dei mercati finanziari e dell'attività di intermediazione mobiliare.

Il decreto Eurosim perseguiva obiettivi di armonizzazione tra le normativa europee, stabilendo:

1)l'ampliamento della categoria degli intermediari abilitati (anche le imprese bancarie hanno accesso diretto alle contrattazioni senza dover più utilizzare obbligatoriamente una SIM);

2)la creazione di un mercato finanziario unico europeo (infatti grazie al principio del mutuo riconoscimento ogni intermediario può prestare i propri servizi all'interno della Comunità sia in modo diretto che mediante succursali);

3)la privatizzazione della borsa valori e degli altri mercati (così da favorire lo sviluppo di altri mercati borsistici nel nostro territorio);

4)nuove e più coordinate procedure per lo svolgimento dell'attività di vigilanza.

Il decreto legislativo rileva per aver aperto le porte alle imprese comunitarie ed extracomunitarie, in armonia con il principio di libertà di stabilimento e di libera prestazione dei servizi.

5. IL T.U.F. ED IL REGOLAMENTO CONSOB n. 16190/2007.

Un ulteriore profondo riordino della materia si è avuto grazie al d.lgs. n. 58/1998, il "Testo Unico delle disposizioni in materia finanziaria". Di questo, la prima parte è dedicata alla disciplina degli intermediari, la seconda ai servizi di investimento, la terza alla gestione collettiva del risparmio, per proseguire, quindi, con la disciplina delle crisi e delle sanzioni adottabili dalle competenti autorità e con quella dei mercati.

Il decreto Eurosim era stato un momento di transizione momentaneo per rispettare gli impegni comunitari, nel mentre la Commissione coordinata dalla Direzione Generale del Ministro del

Tesoro, presieduta dal prof. Mario Draghi, poneva in essere la stesura del Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Ad esso la dottrina riconosce il merito d' aver organizzato e razionalizzato un complesso di norme che trovano collocazione in segmenti diversi della disciplina dell'intermediazione finanziaria. Ciò ha consentito di "coniugare la severità del dato normativo con la tutela degli investitori e con la richiesta degli operatori di norme che non appesantiscano ed intralcino l'agilità del traffico giuridico ed economico".[38]

Il TUF è il punto di arrivo di un'intensa attività legislativa che nell'arco di poco più di un ventennio ha dato vita ad una disciplina dell'intermediazione finanziaria. Basti pensare che si è iniziato con la nascita di istituzioni di vigilanza come la Consob fino al principio ultimo del mutuo riconoscimento, andando a formare un articolato quadro normativo che andava riordinato mediante un'opera di delegificazione e semplificazione. Il TUF mira alla creazione di una disciplina sistemica e completa del mercato finanziario, e di fatto abroga il sopra citato decreto Eurosim anche se, in buona sostanza, molte norme contenute in esso rimangono valide in quanto riprodotte internamente o sostituite da norme del TUF dal contenuto analogo.

L'obiettivo perseguito dal legislatore, sia con l'emanazione del TUF che con i Regolamenti Consob che si sono succeduti nel tempo, è stato quello della "chiarezza e dell'esaustività dell'informazione" e ciò al fine di "riscattare" [39] il risparmiatore dalla sua naturale posizione di debolezza contrattuale.

Scopo del TUF è non solo la tutela del risparmiatore. Infatti se nella legge 1/91 gli obblighi di correttezza e diligenza venivano visti in un'ottica di "cura dell'interesse del cliente", nel TUF tali obblighi assumono rilevanza anche in un'ottica più ampia di efficienza e stabilità del mercato. L'articolo 21 del TUF comma 1lett. a) che l'agire dell'intermediario debba seguire i principi generali di diligenza, correttezza e trasparenza al fine dell'integrità dei mercati e non solo in virtù dell'interesse dei clienti. Tali principi non operano più solamente all'interno del rapporto tra l'intermediario e l'investitore in un'ottica di tutela del soddisfacimento dell' interesse di quest'ultimo, ma anche più in generale in relazione allo svolgimento dell'attività economica nel suo complesso. Divengono canoni di condotta volti a realizzare una leale competizione e a garantire l'integrità del mercato.

Trasparenza e correttezza dei comportamenti sono, assieme alla sana e prudente gestione, essenziali affinché vengano rispettati gli obiettivi della vigilanza richiamati all'articolo 5 del TUF: la

[38] Di Chio G., *La Riforma Draghi. D.lgs. 58/1998. Gli intermediari: il sistema di vigilanza e l'esercizio dei servizi d'investimento*, in Società, 1998, p.502

[39] Greco F., *La regola dell'informazione nel nuovo Regolamento Consob*, in www.ilcaso.it, sez. II, doc. 82, 2007. Del Bene F., *Strumenti finanziari e regole Mifid: compliance, autorità di vigilanza, e conflitti d'interesse*, Ipsoa, Milano, 2009, p. 171

salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, la tutela degli investitori, la stabilità ed il buon funzionamento del sistema finanziario, la competitività del sistema finanziario e l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. Le norme del TUF, dunque, non attengono solo ai rapporti negoziali cliente-intermediario ma riguardano più nel complesso l'esercizio dell'attività d'intermediazione.

La materia degli intermediari finanziari è disciplinata in modo piuttosto rigoroso, con la previsione della necessità di iscrizione in appositi albi degli intermediari e promotori finanziari e del rilascio di apposita autorizzazione per poter esercitare professionalmente l'attività, con l'introduzione di articolate norme precettive di comportamento cui uniformarsi nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare.

Il TUF ha subito negli anni alcune importanti modifiche, tra l'altro anche ad opera della l. n. 262/2005[40], c.d. legge per la tutela del risparmio, emanata a seguito degli scandali che in quegli anni hanno colpito duramente molti risparmiatori italiani. Altre significative modificazioni sono state attuate con il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164[41], a seguito del quale è stato anche abrogato il "Regolamento Intermediari" n. 11522/1998[42] ed è stato emanato il nuovo regolamento n. 16190/2007.[43]

In sostanza, la materia dei contratti di investimento risulta oggi regolata da due testi normativi, uno di carattere legislativo, l'altro regolamentare. Ciò fa emergere l'importanza che assume la Consob nella delegificazione delle regole a tutela del risparmiatore e del mercato. Gran parte della disciplina normativa di tale settore è infatti contenuta nella normativa secondaria. Una simile impostazione è giustificata dal fatto di voler evitare una ingessatura del sistema normativo, così da assicurane e permetterne un più facile adeguamento in risposta all'evoluzione normativa comunitaria.

Sul piano legislativo rileva dunque il d.lgs. n. 58/1998, con le successive modifiche intervenute, mentre, a livello regolamentare, rileva il Nuovo "Regolamento Intermediari" della Consob n. 16190/2007. Questo ha abrogato il vecchio Regolamento Consob n. 11522 del 1998, e nel proseguo in alcuni casi i due regolamenti saranno raffrontati al fine di poter cogliere meglio le modifiche apportate dal legislatore.

---

[40] Legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari".

[41] Decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164, recante "Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE".

[42] Delibera Consob 1° luglio 1998, n. 11522, "Regolamento di attuazione del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari"

[43] Delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16190, "Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediari"

Per raggiungere l'obiettivo della tutela del risparmiatore il TUF prima ed i regolamenti attuativi poi dettano una serie di criteri generali ai quali gli intermediari sono tenuti a conformarsi. In linea di principio l'intermediario è tenuto a comportarsi secondo i principi sanciti dall'articolo 21, comma 1 lett. a) del TUF. A questi principi di carattere generale si ricollegano poi i doveri specifici di: acquisire dai clienti le informazioni necessarie ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati (articolo 21, co. 1, lett. b), TUF); di utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti (articolo 21, co. 1, lett. c), TUF.); di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività (articolo 21, co. 1, lett. d), TUF.). La gestione del soggetto abilitato dev'essere indipendente, sana e prudente ed avere come scopo la salvaguardia dei diritti dei clienti sui beni affidati (articolo 21, co. 1-bis lett. c), TUF).

Aspetto rilevante della disciplina è dato dal fatto che le regole di condotta variano a seconda della tipologia dei clienti o meglio a seconda della categoria in cui questi vengono classificati. In particolare, nel Regolamento 16190/2007 vi è una tripartizione della clientela su tre categorie quali: clienti *retail*; *professional clients* (di diritto o su richiesta) ed *eligeble counterparties*. Tale classificazione consente degli *upgrading* o dei *downgrading* parametrati sul rispetto di determinati requisiti ben definiti dal Regolamento Intermediari n. 16190/2007.

La raccolta di informazioni dal cliente è funzionale per effettuare delle valutazioni di adeguatezza o di appropriatezza da parte dell'intermediario. La valutazione di adeguatezza riguarda i servizi di consulenza in materia di investimento e gestione del portafoglio mentre per tutti gli altri servizi l'intermediario dovrà fornire un giudizio di appropriatezza. Il giudizio d'appropriatezza è stato introdotto dal vigente Regolamento Intermediari all'articolo 42 mentre non era previsto nel vecchio regolamento n. 11522/1998.

L'intermediario ha quindi l'obbligo di valutare l'adeguatezza in certi casi ovvero l'appropriatezza in altri, rispetto alle operazioni consigliate al cliente o da questi richieste, basandosi sulle raccolta di informazioni riguardanti la sua conoscenza ed esperienza rispetto al settore di investimento rilevante, nonché la sua situazione finanziaria e i suoi obiettivi di investimento. A tal proposito, il giudizio di adeguatezza è volto a garantire una maggior tutela rispetto alla valutazione d'appropriatezza e ciò si rispecchia anche nel novero d'informazioni che l'intermediario deve apprendere dal cliente al fine dell'emissione del giudizio. Al fine della valutazione di appropriatezza l'intermediario potrebbe limitarsi a raccogliere informazioni sul cliente relativamente alle sue conoscenze ed esperienze rispetto al sistema finanziario.

Il differente grado di tutela dato dalle due valutazioni si evince anche dal fatto che il mancato ricevimento delle informazioni previste per i servizi di consulenza e gestione di portafoglio

determina l'impossibilità da parte dell'intermediario nella prestazione dei servizi ai sensi dell'articolo 39 comma 6 del Nuovo Regolamento intermediari. Per gli altri servizi soggetti a valutazione di appropriatezza fa sorgere in capo all'intermediario solamente l'obbligo di avvertire il cliente dell'impossibilità di attuare una valutazione di appropriatezza.

6. L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA COMUNITARIA

Come si è accennato, a livello comunitario, il primo intervento organico in materia di servizi finanziari e di tutela dei consumatori è rappresentato dalla Direttiva 93/22/CEE (cd. ISD)[44], ispirata ai principi dell'armonizzazione minima e del mutuo riconoscimento. Da questi discendeva la possibilità per gli intermediari finanziari autorizzati in uno Stato membro di esercitare la propria attività in ambito comunitario. Se le Direttive in ambito comunitario inizialmente si riconducevano ai principi di armonizzazione minima e del mutuo riconoscimento, con il tempo queste sono diventati sempre più pregnanti, limitando in parte l'autonomia lasciata agli ordinamenti nazionali.
In riferimento, è stata elaborata la procedura Lamfalussy, con la quale si è cercato di trovare un nuovo metodo di elaborazione delle Direttive comunitarie volto a favorire lo sviluppo delle regole del settore dei servizi finanziari.
Questa fu implementata dal comitato dei saggi, c.d. Comitato Lamfalussy, istituito dal Consiglio dell'Unione europea nel luglio del 2000. Il nome è stato dato in onore del presidente Alexander Lamfalussy. Tale procedura fu ideata in modo tale da snellire e agevolare le modalità di adozione della normativa comunitaria nel settore dei servizi e dei mercati finanziari, con lo scopo di facilitarne l'adeguamento ai rapidi sviluppi del mercato finanziario. Con la pubblicazione del *Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* (cd. Rapporto Lamfalussy) nel febbraio del 2001 il Comitato segnalava il cattivo funzionamento e le lacune della regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari.[45] I problemi riguardavano l'armonizzazione a livello europeo, la quale avveniva a ritmo lento, ed una elevata complessità ed errata applicazioni delle legislazioni. Si andava così a proporre una riforma della legislazione in vigore mediante l'adozione di una procedura basata su 4 livelli.

[44] Direttiva n. 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari.

[45] Sul rapporto Lamfalussy si veda http://www.bankpedia.org/

Ad un primo livello si prevede l'adozione di direttive o di regolamenti contenenti i principi quadro, la cui adozione dev'essere preceduta da una consultazione di tutti gli interessati da parte della Commissione. Questi riguardano le direttrici essenziali dell'intervento normativo.

Ad un secondo livello si prevedeva l'adozione da parte della Commissione Europea delle misure tecniche di esecuzione dei principi quadro sanciti al livello 1.

Il terzo livello attiene al rafforzamento della cooperazione delle autorità di regolamentazione nazionali, così da garantire un coerente recepimento delle conclusioni dei livelli 1 e 2. Si andrà a valutare come i contenuti delle direttive dei livelli 1 e 2 hanno trovato applicazione a livello nazionale negli Stati membri.

In fine al livello 4 si prevede la vigilanza da parte della Commissione Europea sulla corretta applicazione della disciplina comunitaria. Tale attività di vigilanza verrà svolta con l'ausilio delle varie autorità di vigilanza degli Stati membri.

In seguito al Rapporto, l'attività del legislatore comunitario ha subito una progressiva accelerazione, volta ad avviare e concludere processi di regolamentazione in importanti ambiti, tra cui quello dei mercati e degli strumenti finanziari. L'obiettivo è quello di riorganizzare strutturalmente il mercato finanziario europeo per arrivare alla creazione di un mercato realmente integrato e competitivo.

Il Parlamento Europeo ed il Consiglio Europeo con l'emanazione della direttiva 2004/39/CE[46], c.d. Direttiva I o MiFID, ha dettato le regole quadro in attuazione del livello 1, le cui disposizioni hanno trovato attuazione nello spazio economico europeo a partire dal 1° novembre 2007. Tra gli obiettivi principali vi era quello di creare un ambiente finanziario competitivo e allo stesso tempo di rafforzare la tutela degli investitori oltre che l'efficienza e l'integrità dei mercati finanziari stessi.

Dopo la Direttiva MIFID sono state emanate le sue misure di esecuzione, la Direttiva n. 2006/73/CE del 10 agosto 2006; c.d. Direttiva II [47] ed il Regolamento n. 1287/2006/CE della Commissione delle Comunità Europee[48], con cui il legislatore comunitario non soltanto ha delineato le opzioni di base alle quali il legislatore nazionale deve attenersi, ma lo ha anche vincolato nelle scelte più specifiche.

---

[46] Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio.

[47] Direttiva di secondo livello recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.

[48] Regolamento di secondo livello recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.

La Direttiva 2006/73/CE prevede espressamente che "la forma della direttiva è necessaria per consentire che le norme di esecuzione vengano adeguate alle specificità del mercato e dell'ordinamento giuridico di ciascuno Stato membro"[49]. Inoltre, essa stabilisce che, ai fini di una applicazione uniforme e omogenea della Direttiva MIFID e dei "requisiti armonizzati" fissati a livello europeo, "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".[50.]

Tra le novità più rilevanti vi è la differenziazione e graduazione delle regole di condotta per gli intermediari, a seconda dei differenti servizi prestati. In relazione ai servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti è prevista una tutela dei clienti più ampia rispetto a quelli prevista per i servizi più propriamente esecutivi di ordini dei clienti e di ricezione e trasmissione di ordini. Questa si riflette nella distinzione tra valutazione di adeguatezza e appropriatezza e porta all'assenza di qualsiasi valutazione in caso di "mera esecuzione" degli ordini, c.d. *execution only*.

L'adeguamento nel nostro ordinamento è stato attuato su due livelli: da una parte, sul piano legislativo, apportando importanti modifiche al TUF, attraverso il citato d.lgs. n. 164/2007; dall'altro, sul piano regolamentare, con la riscrittura da parte della Consob del "Regolamento intermediari", con particolare riferimento alle regole di comportamento, attraverso i Regolamenti n. 19690/2007,[51] e n. 19691/2007[52] recante il nuovo regolamento in materia di mercati.

La portata planetaria della crisi del 2008 ha fatto riflettere l'Unione Europea in merito ad una revisione della disciplina del mercato finanziario. La Commissione Europea nel novembre del 2008 ha così dato mandato ad un gruppo di esperti, presieduto da Jacques de Larosière,[53] di attuare uno studio al fine di formulare delle proposte atte a dar vita ad n nuovo assetto regolamentare della disciplina dei mercati finanziari. Il lavoro del gruppo di esperti si concluse con la pubblicazione della c.d. Relazione Lasoière del 25 febbraio 2009; la quale conteneva un catalogo di raccomandazioni che investono la disciplina nel suo complesso. Infine, il 15 aprile 2014 ed il 13

[49] Cfr. Dir. 2006/73/CE, *considerando* n. 6.

[50] Cfr. Dir. 2006/73/CE, *considerando* n. 7

[51] "Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari", adottato dalla Consob il 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008, n. 17581 del 3 dicembre 2010 e n. 18210 del 9 maggio 2012.

[52] "Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati", adottato dalla Consob il 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibere n. 16530 del 25 giugno 2008, n. 16850 del 1° aprile 2009, n. 17221 del 12 marzo 2010, n. 17389 del 23 giugno 2010, n. 18079 del 20 gennaio 2012 e n. 18214 del 9 maggio 2012.

[53] Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, Settima Edizione, p 21

maggio 2014, sono state adottate da parte del Parlamento e del Consiglio europeo la Direttiva MiFID n. II[54] n. 2014/65/UE relativa al mercato degli strumenti finanziari ed il Regolamento MiFIR[55] n. 600/2014.

L'obbligo di recepimento della nuova normativa da parte degli Stati membri è fissato entro il 3 luglio 2016 mediante comunicazione alla Commissione Europea del testo di tali disposizione mentre l'applicazione di tali misure andrà a decorrere dal 3 gennaio 2017.

Il considerando n. 1 della direttiva MiFID II afferma che nonostante il legislatore comunitario sia intervenuto apportando delle modifiche alla direttiva 2004/39/CE la disciplina dell'intermediazione finanziaria necessiti di una rifusione. Le motivazioni che muovono tale rifusione sono diverse stando alla lettura dei primi considerando.

In primis il legislatore europeo afferma come l'aumento della domanda nel mercato finanziario sia andata di pari passo con un'offerta più complessa in virtù dell' ampliamento della gamma dei prodotti offerti dagli operatori del mercato. Alla luce di tali sviluppi è opportuno venga attuato un processo di armonizzazione in modo da garantire la tutela degli investitori nonché agli operatori di prestare i propri servizi all'interno del mercato unico.[56]

In riferimento alla crisi finanziaria, il legislatore comunitario evidenzia come questa abbia fatto emergere delle carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati, in particolar modo in riferimento ai strumenti finanziari negoziati nei mercati OTC (*over the counter*). Inoltre, fa notare come la crisi abbia fatto emergere delle carenze a livello di *governance* societaria di numerosi enti finanziari, compresa l'assenza di validi sistemi di controllo e di equilibrio al loro interno. Viene poi richiamato il gruppo di esperti presieduto da Lasoière sopra citato, il quale come visto nella relazione del 2009 proponeva una "nuova" armonizzazione delle norme finanziarie.[57]

Alla luce di ciò, dalla lettura del considerando n. 7, si evince come la MiFID II si ponga in un'ottica di continuità con la MiFID I, la quale verrà in parte "rifusa" nella nuova direttiva MiFID II ed in parte sostituito dal regolamento MiFIR disciplinante principalmente gli aspetti relativi alla negoziazione di strumenti finanziari. Premesso che come visto sia la direttiva 2014/65/UE quanto il Regolamento UE n. 600/2014 dovranno trovare applicazione da gennaio 2017, nel capitolo

[54] DIRETTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE

[55] REGOLAMENTO (UE) N. 600/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012

[56] DIRETTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE considerando n. 3

[57] DIRETTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE considerando n. 4

successivo si terranno in considerazione nella disamina degli obblighi informativi al fine di ipotizzarne gli eventuali sviluppi.

CAPITOLO SECONDO: LE REGOLE DI CONDOTTA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

1.IL RUOLO DELL'INFORMAZIONE

1.1 IL DIRITTO ALL'INFORMAZIONE

L'articolo 153 comma 1 del Trattato di Maastricht costituiva un punto di riferimento apicale del sistema consumeristico.[58] Questo è stato sostanzialmente traslato dal Trattato di Lisbona del 2007 nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea all'articolo 169[59] che individua nel "diritto all'informazione" uno strumento idoneo a "promuovere gli interessi dei consumatori" e ad "assicurare un livello elevato di protezione".

Il legislatore nazionale garantisce il "diritto all'informazione" all'articolo 2 del codice del consumo, il quale, al comma 2 lettera c), lo riconosce tra i diritti fondamentali dei consumatori e dispone che i consumatori hanno diritto ad "una adeguata informazione e ad una corretta pubblicità".

Nel mercato finanziario il diritto all'informazione assume un ruolo centrale in quanto questo si caratterizza per la presenza di una forte asimmetria informativa. Per tal motivo, rispetto alla normativa di diritto privato, nel contesto dell'intermediazione finanziaria troviamo un diffuso utilizzo di regole in riferimento all'informazione.

Vi è infatti un disequilibrio informativo dovuto dal fatto che non tutti gli investitori hanno le capacità tecniche e la dimestichezza necessaria per comprendere le regole di funzionamento del mercato e la complessità dei servizi e delle attività che si apprestano ad acquistare. Questi si dovranno quindi avvalere del supporto di un intermediario finanziario. In un contesto simile si ricorre allo strumento dell'informazione al fine di riequilibrare la posizione dell'investitore rispetto a quella dell'intermediario maggiormente qualificato così da garantirne un elevato livello di protezione.

---

[58] Di Nella L., *La tutela del consumatore dei servizi finanziari, Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, Edizione scientifiche italiane, Napoli,2007, p. 50 riguardo all'articolo 153 comma 1 e 2 del Trattato CE

[59] L'articolo 169 comma 1 della versione consolidata del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea dispone che: "Al fine di promuovere gli interessi dei consumatori ed assicurare un livello elevato di protezione dei consumatori, l'Unione contribuisce a tutelare la salute, la sicurezza e gli interessi economici dei consumatori nonché a promuovere il loro diritto all'informazione, all'educazione e all'organizzazione per la salvaguardia dei propri interessi."

Dunque, al fine di preservare la tutela dell'investitore e l'integrità del mercato il legislatore nazionale, in esecuzione di quanto disposto dal legislatore comunitario, ha posto delle regole di condotta agli intermediari finanziari che riguardano la disciplina dell'informazione.

La struttura delle regole di comportamento poste in capo agli intermediari si articola su due livelli: un primo ove si collocano le norme di portata generale e un secondo che riguarda quelle norme che trovano applicazione in casi specifici. A prescindere dal livello di riferimento le norme possono essere rappresentate sia da norme primarie che da regolamenti emanati dalla Consob.

Come già visto nel capitolo precedente l'obiettivo perseguito dal legislatore con l'emanazione del TUF e dei Regolamenti è quello di "riscattare" [60] il risparmiatore dalla sua naturale posizione di debolezza contrattuale garantendo maggior trasparenza, chiarezza ed esaustività dell'informazione.

In via generale nel TUF troviamo gli standard comportamentali valevoli per qualsiasi tipo di attività o servizio svolto dall'intermediario a prescindere dall'entità del *gap* informativo esistente tra le parti. I principi generali dichiarati nel TUF trovano poi specificazione negli articoli dei Regolamenti Consob.

Qui troviamo regole di condotta che riguardano determinati servizi d'investimento e che vanno a graduare la protezione paternalistica posta sull'investitore in base alle conoscenze, quindi alle informazioni di cui questo dispone, e alla tipologia di servizio da questi richiesto.

Vedremo come gli obblighi posti agli intermediari mediante la normativa primaria e secondaria siano volti a diminuire il *gap* informativo tra investitori e intermediario tramite la predisposizione di meccanismi di produzione e trasmissione di informazioni. Garantire l'informazione è l' unico strumento in grado di consentire al risparmiatore l'acquisizione di tutte le informazioni utili per compiere scelte consapevoli.

È l'intermediario a svolgere un ruolo di *trait d'union* tra gli investitori e gli emittenti strumenti finanziari. Ad esso spetta quindi il compito di garantire l'accesso all'informazione al consumatore così da renderlo edotto in merito alle proprie scelte e alla valutazione dei rischi.

Vedremo come l'integrità del mercato e l'interesse del cliente trovino tutela nella definizioni di efficaci misure preventive che riguardano sia obblighi d'informativa che la predisposizione di controlli interni volti a reprimere l'uso illecito di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato.

[60] Greco F., *La regola dell'informazione nel nuovo Regolamento Consob*, in www.ilcaso.it, sez. II, doc. 82, 2007. Del Bene F., *Strumenti finanziari e regole Mifid: compliance, autorità di vigilanza, e conflitti d'interesse*, Ipsoa, Milano, 2009, p. 171

1.2 L'ASIMMETRIA INFORMATIVA

L'asimmetria informativa sopra citata è uno dei fattori principali, se non il principale, che condizionano e caratterizzano il sistema finanziario al punto da condizionarne la disciplina normativa. Essa come vedremo sta alla base del rapporto tra l'intermediario e l'investitore e ne giustifica la natura. È dovuta ad una caratteristica intrinseca e strutturale dei mercati finanziari in base alla quale il prezzo di una attività finanziaria non riflette in modo completo e continuo tutta l'informazione disponibile. Non si realizzano così le condizioni affinché si sia in presenza di un mercato efficiente in senso informativo in quanto l'informazione è posseduta in modo disomogeneo dai diversi agenti presenti nel mercato.

Bisogna pertanto prendere atto dell'esistenza di una disuguaglianza sostanziale fra i piani conoscitivi dell'intermediario e del cliente presso il quale questo presta il proprio operato.

Le informazioni e le capacità di cognizione dell'intermediario sono di gran lunga superiori rispetto a quelle del singolo investitore in virtù delle competenze tecniche, dell' esperienza e della professionalità che gli competono. Ciò pone l'investitore medio in una posizione di debolezza rispetto all'ampio potere contrattuale e informativo che può vantare l'intermediario finanziario.

È quindi fuor di dubbio che il mercato finanziario sia un mercato fortemente asimmetrico Basta prendere in considerazione alcuni dei prodotti finanziari negoziati sui mercati per comprendere quanto siano opachi e di difficile comprensione per i non addetti ai lavori, i quali, evidentemente, difficilmente riusciranno a possedere tutte le informazioni che, invece, costituiscono il normale bagaglio tecnico dell'intermediario finanziario.

Questa asimmetria informativa va però in qualche modo superata o quantomeno attenuata e disciplinata in modo da orientare il cliente/investitore verso una scelta il più possibile consapevole e conscia.

La necessità di consapevolezza dell'investitore riguarda non solo il grado di rischio che egli stesso accetta di assumere ma anche la comprensione del meccanismo di funzionamento degli strumenti finanziari scelti e delle sue aspettative, in riferimento anche alla situazione finanziaria di questo.

Inoltre fattori quali l'inafferrabilità del bene e la difficoltà dell'investitore nell'effettuare una valutazione di rispondenza del proprio interesse rispetto ai prodotti finanziari acquisiti, fungono da ulteriore giustificazione al forte impulso del legislatore verso la regola dell'informazione totale in armonia con delle *policy* volte a favorire l'espansione degli obblighi di informazione c.d. *duty of disclosure*.[61]

[61] Del Bene F., *Strumenti finanziari e regole Mifid: compliance, autorità di vigilanza, e conflitti d'interesse*, Ipsoa, Milano, 2009 p. 171,

Se la carenza di informazioni è un problema, si potrebbe sostenere anche il contrario, in quanto fornire troppe informazioni al cliente potrebbe comunque non portargli alcun giovamento. Un flusso troppo consistente di informazioni potrebbe generare solo confusione senza agevolare l'investitore nel compimento delle proprie scelte.

E' condivisibile a questo proposito l'opinione di chi nella dottrina[62] afferma che se è vero che un investitore può dirsi informato quando ha acquisito consapevolezza nelle scelte che volge a compiere è pur vero che tale consapevolezza non prescinde dalla quantità di informazioni fornitegli ma dall'acquisizione, tra queste, di quelle ritenute rilevanti al fine di renderlo edotto.

A tal fine vedremo come spetti all'intermediario la raccolta delle informazioni, la successiva elaborazione nonché la selezione tra queste di quelle che devono essere trasmesse al proprio cliente.

Il consumatore non è comunque da intendersi come un attore passivo ma come un soggetto da indirizzare verso una libera scelta consapevole.[63] Questo deve essere in grado, una volta che è stato correttamente informato, di compiere al meglio le sue scelte. Per tal motivo l'informazione non è dunque da intendersi come una mera comunicazione ma come funzione di questa ai fini della conoscenza e del riequilibrio del rapporto.

Non si può affermare che un'informazione completa automaticamente assicuri correttezza ed equilibrio nei rapporti tra l'investitore e l'intermediario. Questa però rappresenta lo strumento più idoneo per giungere a relazioni contrattuali più corrette ed equilibrate. Con i correttivi posti all'asimmetria si vuole fare in modo che il consenso raggiunto tra le parti sia supportato da un livello alto di consapevolezza.

1.3 IL MODELLO DELL'AGENCY ED IL GAP INFORMATIVO

Il ruolo determinante che l'informazione ricopre nel sistema finanziario e la necessità di porre in capo agli intermediari delle regole di comportamento che prevedono una serie di obblighi informativi può essere meglio compresa in riferimento al modello economico dell'*agency*.

La dottrina[64] in riferimento al modello dell'*agency* si rifà ad una relazione ove vi sono due attori: l'*agent* ovvero l'intermediario ed il *principa*l rappresentato dall'investitore. Il *principal* è colui che

[62]Così, Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 26.

[63] Palumbo D., *Mercati, intermediari e regole di protezione*, G. Giappichelli, Torino, 2006, p. 72, nota 78 V. Desario, *Presentazione*, in G. Alpa, *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003, XII.

[64] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 118, e p. 277

trae un beneficio quando un'altra parte, ovvero l' *agent*, esegue alcuni compiti con diligenza e lealtà e, di converso, ne subisce i danni dal comportamento non corretto di quest'ultima.

In un simile modello ove vi è un soggetto che agisce nell'interesse altrui si da luogo ad un rapporto caratterizzato dall'elemento della "fiduciarietà"[65]. L'intermediario-fiduciario ha infatti il compito di gestire il patrimonio del risparmiatore-fiduciante nell'interesse esclusivo di quest'ultimo. L'elemento della fiducia è graduato rispetto al servizio considerato; a titolo d'esempio sarà maggiore nei servizi di consulenza e di gestione di portafogli mentre sarà minore nei servizi di mera esecuzione degli ordini ove l'intermediario si limita ad eseguir un ordine impartito dal cliente.

Ciò porta, a prescindere dal servizio d'investimento considerato, un'ampia discrezionalità in capo all'intermediario nell'agire ed un certo controllo sulle scelte finanziarie del cliente.

La dottrina[66] afferma che il rapporto che lega l'intermediario ed il cliente è un rapporto spiccatamente a carattere fiduciario in quanto è caratterizzato dai due elementi necessari affinché si sia in presenza di un rapporto fiduciario ovvero: il gap informativo tra le parti e la durata del rapporto posto in essere.

L'elemento della longevità consta nel fatto che le relazioni tra intermediario e investitore di norma si prolungano per lunghi periodi di tempo, ed in una prospettiva di lungo termine l'elemento della fiducia assume sicuramente importanza. Tuttavia ai fini della trattazione è necessario porre l'attenzione sulle connotazioni relative al *gap* informativo esistente tra le parti e già menzionato nel precedente paragrafo.

L'esistenza di un *gap* informativo se da un lato giustifica l'esistenza del rapporto tra intermediario e investitore dall'altro ne comporta i rischi. Infatti è l'asimmetria dei patrimoni informativi tra cliente e intermediario che porta il primo a stipulare una relazione d'agenzia al fine di sfruttare le competenze dell'intermediario. L'investitore intraprende una relazione d'agenzia per sfruttare il maggior patrimonio informativo posseduto dall'intermediario e quindi vuole in qualche modo giovarsi del maggior patrimonio informativo dell'intermediario.

Il *gap* informativo però potrebbe anche dar luogo a comportamenti non corretti da parte dell'intermediario a danno del cliente. È quindi necessario evitare che la distribuzione asimmetrica dell'informazione possa dar luogo a comportamenti opportunistici disincentivando così gli scambi sul mercato o portare a scambi inefficienti, causando così il problema della *adverse selection* o del *moral hazard.*[67]

---

[65] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 119

[66] Gabrielli E.e Lener R.*I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, Milano, 2010, p. 347

[67] Fiorio, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc 71, 13.09.2007

Queste due tipologie di comportamenti opportunistici sono le problematiche riscontrabili in un modello economico come quello dell'*agency* caratterizzato dall'asimmetria informativa. Possono verificarsi precedentemente alla conclusione dell'accordo ovvero dopo.

La situazione di *adverse selection* si verifica quando l'intermediario, ovvero l'*agent*, non fornisce all'investitore, il *principal*, delle informazioni rilevanti di cui è in possesso delle quali quest'ultimo ignora l'esistenza. Questa si potrebbe verificare nella fase che precede la conclusione dell'accordo tra le parti portando l'investitore a concludere un contratto rispetto al quale se avesse disposto delle informazioni celategli dall'intermediario non avrebbe concluso o quantomeno avrebbe concluso a condizioni diverse.

La situazione di *moral hazard* è invece successiva alla conclusione dell'accordo tra le parti, ed è dovuta al fatto che, proprio in virtù delle minori conoscenze tecniche, l'investitore non è in grado di verificare l'attendibilità delle informazioni fornitegli dall'intermediario o la correttezza nell'operare di quest'ultimo.[68] Il fatto che l'investitore non riesca ad osservare e a valutare con la dovuta consapevolezza l'operato dell'intermediario può portare quest'ultimo ad agire in modo scorretto.

A ciò viene in parte ovviato mediante la predisposizione di meccanismi compensativi strettamente legati al risultato finale dell'operazione nonostante nel contesto di riferimento venga difficile valutare il risultato in relazione al solo agire dell'intermediario essendo questo soggetto anche ad elementi di casualità o comunque estranei all'operato dell'intermediario.

In generale vi sono sostanzialmente due modi per disincentivare tali accezioni negative: la forza della concorrenza degli operatori, fenomeno questo endogeno al mercato; e la predisposizione delle c.d. regole di comportamento degli intermediari, molte delle quali trovano il loro riferimento nell'informazione.

In conclusione il modello dell'*agency,* che ben interpreta la relazione che intercorre tra il cliente investitore e l'intermediario, ci porta a porre l'attenzione sugli eventuali problemi che possono generarsi sulla base del *gap* informativo esistente tra le parti e su come le disposizioni normative tentano di ovviare a ciò.

L'esistenza dell' asimmetria informativa che rende il rapporto fiduciario legittima l'applicazione di regole di comportamento più stringenti di quelle contrattuali di diritto comune e giustifica la stipulazione del "contratto d'investimento".[69] Se le parti fossero in possesso di informazioni perfette

[68] In riferimento all'*adverse selection* e al *moral hazard* si veda Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 119 e ss. e Bersani G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET Giuridica, Milano, 2008, p. 58 e ss. il quale cita anche Fiorio, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc 71.

[69] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 165. Si veda in merito anche Greco F., *La regola dell'informazione nel nuovo Regolamento Consob*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc. 82

i comportamenti opportunistici sarebbero agevolmente controllati o prevenuti dallo strumento contrattuale.

La fiducia che il contraente debole investitore ripone nell'agire dell'intermediario giustifica l'adozione di una serie di regole paternalistiche che lo tutelino dall'eventuale agire in via opportunistica dell'intermediario. Il rispetto di tali regole dovrà essere giustamente supportato dalla predisposizione di un apparato rimediale atto a farle rispettare.

2.I CRITERI GENERALI DI COMPORTAMENTO

1.1 L' ARTICOLO 21 DEL TUF

Nel primo paragrafo del presente capitolo abbiamo fatto riferimento ad una strutturazione delle regole di comportamento degli intermediari su due livelli, uno relativo alle norme di portata generale ed un altro più specifico. Tra le norme che si possono far rientrare nel primo livello rientrano sicuramente gli articoli 21 e 23 del TUF. Il primo esplicita i criteri generali e la disciplina del conflitto d'interesse mentre il secondo le norme relative ai contratti.

L'articolo 21 funge da preambolo ai vari obblighi che incombono sull'intermediario finanziario e ne regolano l'operare ed il rapporto con il cliente nell'erogazione dei propri servizi. La dottrina[70] afferma che nonostante la formulazione ampia dell' articolo questo sia da intendersi in via immediatamente cogente. Seppur si tratti di principi aventi carattere generale la norma non ha carattere programmatico in quanto le regole di condotta costituiscono le direttive dell'agire dell'intermediario.

La dottrina in merito afferma che tale articolo è da considerarsi una sorta di "norma quadro" la quale assolve la funzione di norma di indirizzo di quanto la Consob andrà poi a disporre nel dettaglio mediante i successivi regolamenti integrandone così i contenuti. Dall'impostazione dell'articolo vediamo come questo vada a formare quattro regole di svolgimento dei servizi e delle attività d'investimento ed una specifica disciplina del conflitto d'interesse. Esso si articola quindi in:

- Obblighi generali di diligenza, correttezza e trasparenza;
- Obblighi informativi;
- Comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- Norme attinenti all'organizzazione interna;
- La disciplina del conflitto d'interesse.

[70] Capriglione F. e Alpa G., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam, Padova, 1993, p 219. Sul punto anche Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 139 il quale in riferimento all'articolo 21 comma 1 lett. a) parla di norma *self executive* ovvero direttamente applicabile a prescindere dalla genericità con la quale è stata formulata.

1.2I PRINCIPI GENERALI

Al comma 1 lettera a) l'articolo 21 del TUF indica i tre criteri generali disciplinanti l'attività degli intermediari. Il legislatore fa riferimento all'obbligo di "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati".

Tale lettera quindi individua tre criteri generali, i quali richiamano principi "classici" del diritto civile che trovano concretizzazione a seconda della circostanza considerata e quindi presentano contenuti variabili a seconda della fattispecie. In merito la dottrina[71] si è interrogata sui motivi che hanno indotto il legislatore a richiamare tali clausole generali che avrebbero comunque trovato applicazione secondo il diritto comune. La risposta risiederebbe in una duplice motivazione.

In primis ciò consente di porre in evidenza la sinergia tra il diritto comune e la disciplina speciale di settore andando così a favorirne una dialettica che porterebbe a volte l'integrazione altre la specificazione di tali clausole generali.

In secondo luogo il richiamo diretto renderebbe le clausole direttamente applicabili ai fini dell'azione amministrativa in merito ad una eventuale irrogazione di sanzioni qualora fossero violate o per l'avvio di procedure di gestione delle crisi.

Secondo la dottrina il fatto che si tratti di precetti di "sistema" [72] posti a monte ci dovrebbe indurre a pensare che il legislatore abbia voluto in tal modo porre delle regole per lo svolgimento dell'attività di intermediazione nel suo complesso. A queste l'intermediario deve attenersi durante l'intera prestazione del servizio e non solo prima del perfezionamento del contratto con l'investitore. Ciò mette in evidenza come l'informazione debba essere garantita dall'intermediario fin dalla fase precontrattuale, e come la tutela del mercato si ottenga prima di tutto mediante la tutela dell'investitore.

Come già visto nel capitolo precedente il legislatore già nella legge n.1 del 1991 l'articolo 6 comma 1 lettera a) nell'affermare le clausole generali e le regole di comportamento che gli intermediari dovevano comportarsi disponeva l'agire dell'intermediario secondo diligenza, correttezza e professionalità. Tali principi generali erano posti in vie esclusiva nella cura dell'interesse del cliente.

---

[71] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 151 e Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, G. Gisppichelli, Torino, 2014, Settima Edizione, p. 128 e Gabrielli E. e Lener R., *I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, Milano,2011, p. 254. In merito Inzitari B. Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano, 2008, p. 38 affermano che se è pur ovvio che i principi generali fungeranno sempre a completamento rispetto a quanto specificato dalla normativa di settore è tuttavia da intendersi in modo estremamente positivo il fatto che il legislatore illumini e vada a specificare tali doveri di comportamento.

[72] Così li definisce Palumbo D., *Mercati, intermediari e regole di protezione*, G. Giappichelli, Torino, 2006, p. 73 richiamando in nota 81 A. Pisani Massamomile, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in Banca, borsa, tit. cred., 2005, I, p. 760

A differenza della legge SIM il TUF ha una visione più ampia delle motivazioni poste alla base degli obblighi comportamentali imposti agli intermediari finanziari. Non parla soltanto di tutela dell'interesse del cliente ma si rifà anche ad un interesse più ampio come l'integrità dei mercati e l'interesse della collettività. Ciò fa emergere come la regolamentazione ora riguardi sia il profilo privatistico, in riferimento all'interesse del cliente, sia il profilo pubblicistico in riferimento all'integrità del mercato.

Il fatto che ci si riferisca all'integrità dei mercati non vuole porre in capo agli intermediari una responsabilità per il corretto andamento dei mercati nel loro complesso, cosa che sarebbe tra l'altro impensabile. Invero in tal caso si vuole imporre all'intermediario di non attuare comportamenti contrastanti con l'ordinato svolgimento dei mercati in cui opera al fine di garantirne l'integrità del mercato.

Il tale ottica le due finalità appaiono fortemente correlati. Il legislatore ha voluto tutelare il mercato partendo dalla tutela diretta del risparmiatore, la quale non può prescindere dal fatto che l'intermediario operi in modo da non violare le regole di ordinato svolgimento del mercato.

Il nesso tra i tre principi di carattere generale esposti dalla lettera a) del comma 1 dell'articolo 21 del TUF e l'informazione è rilevante in virtù della forte asimmetria informativa che intercorre nel rapporto tra l'intermediario ed il cliente investitore. A tal fine l'esercizio del dovere d'informazione da parte dell'intermediario è vincolato prima di tutto ad un comportamento diligente, corretto e trasparente.

1.2.1 LA DILIGENZA

Per quanto attiene la diligenza, il legislatore non si limita a richiedere all'intermediario la diligenza intesa all'articolo 1176, comma 1 del cc. che fa riferimento alla diligenza del buon padre di famiglia. In tal caso con il termine diligenza ci si riferisce alle modalità d'esecuzione della prestazione da parte dell'intermediario, il quale è ragionevole pensare, vista la complessità dell'attività considerata, vada oltre quella diligenza "romanistica" intesa come diligenza del buon padre.

Essendo l'intermediario un operatore professionale e specializzato e vista la tecnicità e la complessità dell'attività considerata, dell'articolo 1176 del cc. la parte relativa agli intermediari è quella del comma 2. Tale comma infatti dispone che nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, quale quella dell'intermediazione; la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata.

La dottrina[73] in riferimento alla diligenza afferma che nonostante il silenzio del legislatore sul punto questa è da intendersi una diligenza qualificabile come professionale essendo l'intermediario un soggetto che opera nei confronti del pubblico nell'esercizio di una attività professionale. La professionalità sarebbe quindi desunta con riguardo alla natura dell'attività esercitata.

A conferma di ciò secondo altra dottrina[74] si andrebbe così a giustificare il fatto che nell'attuale disciplina tra gli *standard* di comportamento compaia la trasparenza e non più la professionalità in quanto questa risulterebbe superflua in virtù appunto della qualificazione della diligenza come professionale ai sensi dell'articolo 1176 comma 2 cc.

Il concetto di diligenza, sancito dall'articolo 21 del TUF, si riferisce dunque alla "diligenza del buon professionista", e non a quella ordinaria del buon padre di famiglia. La dottrina[75] afferma che in applicazione di tale principio l'intermediario è tenuto a fornire tutte le informazioni necessarie a colmare l'asimmetria informativa con il risparmiatore ma che tuttavia un comportamento diligente non attiene solo gli obblighi informativi in quanto l'aver agito con la diligenza richiesta non potrà prescindere dall'aver agito nel rispetto della disciplina nel suo complesso.

Anche la giurisprudenza[76] è a favore della tesi sostenuta dalla dottrina nell'inquadrare la diligenza richiesta all'intermediario come quella del buon professionista. La sentenza in oggetto arriva ad affermare ciò alla luce di quanto si desume dall'intero sistema normativo sull'intermediazione finanziaria nonché dall'articolo 23 TUF a conferma che la diligenza richiesta va oltre a quella richiesta del buon padre di famiglia e che questa attiene al rispetto della disciplina nel suo complesso.

---

[73] Gabrielli E. Lener R. *I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, Milano, 2011, p. 347. Sul punto si veda anche Guerinoni E., *Contratti d'investimento e responsabilità degli intermediari*, Il Corriere Giuridico, Ipsoa, p. 19

[74] Capriglione F. , .Alpa G., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam, Padova, 1993, p 223 secondo i quali il riferimento alla professionalità sarebbe equiparabile ad un pleonasmo. Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 154

[75] Così Palumbo D., *Mercati, intermediari e regole di protezione*, G. Giappichelli, Torino, 2006, p. 73 in nota 78. In merito si veda anche Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 155 secondo il quale il principio di diligenza trova specificazione tanto nel TUF quanto nel Regolamento Intermediari in riferimento sia agli obblighi informativi sia in obblighi diversi da questi. Gabrielli E., Lener R. *I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, 2011, p. 255 affermano che la diligenza esprime la sua valenza operative sul terreno dell'inadempimento degli obblighi derivanti dal contratto.

[76] Tribunale Mantova 08 febbraio 2007 Sez. I n. 541 www.ilcaso.it sostiene, in riferimento alla violazione dell'obbligo di comportarsi nei confronti dei clienti con diligenza; che questa è da intendersi come quella del buon professionista

1.2.2 LA CORRETTEZZA

Successivamente all'obbligo dell'intermediario di agire con diligenza l'articolo 21 comma 1 lett. a) aggiunge quello di agire con correttezza (*honeste agere*)[77], ovvero di comportarsi in modo leale ed equo.

La correttezza nel diritto comune è menzionata all''articolo 1175 del cc. con riferimento agli obblighi di comportamento del debitore e del creditore ove dispone che "il debitore e il creditore devono comportarsi secondo le regole della correttezza". Secondo la dottrina[78] il concetto di correttezza affermato in tale disposizione coincide con quello di buona fede in senso oggettivo[79] la quale troverebbe applicazione in tutte le fasi contrattuali e si concretizzerebbe nell'obbligo da parte degli intermediari di comportarsi in modo da non ledere gli interessi altrui oltre i limiti della tutela legittima dei propri interessi. Non va quindi confusa con la buona fede soggettiva; la quale fa riferimento ad uno stato intellettivo del soggetto che si identifica talvolta nell'ignoranza e talvolta nell'errore e quindi si identifica in uno stato intellettivo del soggetto.

Con riferimento alla giurisprudenza, considerando la sentenza n.3185 del 4 marzo 2003 della Corte di Cassazione, è possibile identificare la buona fede come "l'impegno od obbligo di solidarietà, che impone a ciascuna delle parti di agire in modo da preservare gli interessi dell'altra a prescindere da specifici obblighi contrattuali e dal dovere extracontrattuale e generale del "*neminem laedere*".[80]

Quindi vi è un riferimento al non ledere la sfera giuridica altrui e all'obbligo di solidarietà. Il fine sta nel preservare gli interessi dell'altra parte, ovvero la corte si rifà sostanzialmente alla buona fede oggettiva individuata precedentemente dalla dottrina.

Avendo così definito più nello specifico la c.d. buona fede in senso oggettivo, è possibile capire meglio come mai gran parte della dottrina[81] come nella giurisprudenza[82] reputino la correttezza e la buona fede alla stregua di termini equivalenti da intendersi come un' "unica clausola generale".

---

[77] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano 2004, p 158

[78] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano 2004, p 158 parla di endiadi tra correttezza e buona fede o lealtà e Inzitari B.,Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano,2008, p. 38

[79] Nella dottrina si possono inquadrare due nozioni ben distinte di buona fede, in quanto questa può intendersi in modo oggettivo o soggettivo. Per una definizione di buona fede oggettiva si veda. Turco C., *L'importanza e l'imputabilità dell'inadempimento nella clausola risolutiva*, G. Giappichelli, Torino 1997, p. 143. La buona fede soggettiva è definita da Uda G.M., *La buona fede nell'esecuzione del contratto*, G. Giappichelli, Torino, 2004, richiamando in nota Bigliazzi Geri, *Buona fede nel diritto civile*, cit., p. 159

[80] Sentenze Cassazione Civile, sez. II 04/03/2003 n. 3185

[81] Di Majo A., *Delle obbligazioni in generale*, in *Commentario del Codice Civile* Scialoja-Branca a cura di Francesco Galgano, Zanichelli Editore, Bologna 1988, p 290, Si veda anche in merito Sartori F., *Le regole di condotta degli*

La correttezza è quindi un criterio oggettivo e flessibile ovvero non si rifà all'imposizione di un comportamento a contenuto prestabilito ma piuttosto ad un comportamento diverso e mutevole in riferimento alle varie circostanze. Per tal motivo la dottrina[83] afferma che questa assurge a "regola di governo della discrezionalità di cui gode il soggetto intermediario" pur sempre però nel rispetto delle regole imposte dalla disciplina le quali le danno una certa concretezza.
Sulla base di ciò la dottrina[84] affermare che il contenuto della correttezza è verificabile solo ex post sulla base di un indagine degli interessi di riferimento e delle caratteristiche della fattispecie che vincola l'intermediario ad agire in modo da assicurare ai propri clienti trasparenza ed un "equo trattamento" ovvero un comportamento non volto nell'abuso della fiducia ripostagli dal cliente ma volto alla cura dell'interesse di questo. L'obbiettivo primario che persegue il principio della correttezza è dato quindi dall'interesse del cliente.

1.2.3 LA TRASPARENZA

Il dovere di trasparenza è il terzo dei parametri generali richiamati della lettera a) comma 1 dell'articolo 21. Questa non ha un riferimento specifico nel diritto civile come i due principi precedentemente menzionati, ma nel recente panorama normativo i richiami alla trasparenza sono sempre più numerosi. Il legislatore infatti, prevalentemente quello comunitario, ne ha fatto uno dei nuclei portanti dei suoi interventi a difesa del consumatore.[85]
Talvolta sembra trattarsi di clausola contenitore dei criteri di diligenza e correttezza, facendo riferimento alla sua accezione debole. La dottrina[86] riconduce il criterio di correttezza all'obbligo di garantire trasparenza al cliente, ovvero di informarlo in modo corretto, completo e adeguato al fine

---

intermediari finanziari, Giuffrè Milano 2004, p 160 il quale in nota 99 afferma che dovere di lealtà, buona fede oggettiva e correttezza sono sinonimi.

[82] Così la Cassazione civile, sez. II 18/10/2004 n. 20399 nelle motivazioni della decisione in primis premette che il principio della buona fede oggettiva, cioè della reciproca lealtà di condotta deve accompagnare il contratto in ogni sua fase. In secondo luogo afferma che la correttezza equivale alla buona fede e che trattasi di clausola generale.

[83] Gabrielli E, Lener R. *I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, Milano, 2011, p. 255

[84] Cfr. Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè Milano 2004, p 161.

[85] Greco F., *La regola dell'informazione nel nuovo Regolamento Consob*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc. 82, 2007. A tal proposito, in ambito bancario e assicurativo, vi è il riferimento all'entrata in vigore, dal 1 gennaio 2010, delle "Disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti" (pubblicate in G.U. n. 210 del 10 settembre 2009), emanate dalla Banca d'Italia il 29 luglio 2009

[86] Bersani G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET Giuridica, Milano, 2008, p. 118

di colmare il *gap* esistente tra intermediario finanziario e cliente investitore. La trasparenza viene ricondotta anche alla diligenza, di cui costituirebbe l'espressione nell'obbligo posto in capo all'intermediario di consegnare una copia dell'esemplare del contratto al cliente al fine di renderlo edotto dei rischi dell'operazione.

Riconoscendo al principio di trasparenza autonoma valenza precettiva, si fa invero riferimento alla trasparenza intesa in senso forte. La dottrina[87] afferma che questa è richiesta in tutte le fasi negoziali trovando concretezza "nell'elargizione di informazioni complete, obiettive, intellegibili in ordine agli elementi rilevanti del rapporto, del servizio, degli strumenti finanziari" assumendo autonoma valenza in quanto la trasparenza è volta a fornire ulteriore specificazione, integrazione e ampliamento degli obblighi informativi.

Secondo tale dottrina solo se concepita in senso forte così da attribuirgli autonoma valenza precettiva la trasparenza non finirebbe per costituire una mera specificazione della correttezza; cosa che avverrebbe se fosse assunta nella sua accezione debole. Inoltre l'obbligo di operare in modo che il cliente sia sempre adeguatamente informato è specificatamente contemplato

Il fatto che la trasparenza debba essere sempre presente a prescindere dall'avvenuta costituzione del rapporto, e anche a prescindere da una eventuale richiesta di informazioni da parte del potenziale cliente ci può fornire un' ulteriore visione di questa in termini concorrenziali.

La dottrina[88] infatti fa emergere come in tale ottica un intermediario che predispone un'informazione coerente ed obiettiva disponga di un valido strumento di concorrenza in quanto un intermediario maggiormente trasparente potrebbe essere avvantaggiato rispetto agli altri competitors ed ottenere un miglior apprezzamento sul mercato da parte dei clienti. In riferimento a tale aspetto si segnale quella dottrina[89] che afferma come l'esigenza della trasparenza sia riscontrabile anche in ambito contrattuale traducendosi nel dovere di far conoscere all'investitore le condizioni del contratto prima della sua conclusione nonché in fase di esecuzione in virtù della complessità e della tecnicità delle clausole contenute nel contratto.

---

[87] Capriglione F., Alpa G., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova 1998, p 224.

[88] Corsi F. .D'Angelo F., *Lezioni di diritto bancario*, Giuffrè, Milano, 2002, p. 4. In riferimento alla trasparenza come strumento di concorrenza oltre che di tutela della clientela parla anche Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè Milano 2004, p 164 e Capriglione F. ,Alpa G., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Cedam, Padova 1998, p 224 parlano della c.d. concorrenza contrattuale

[89] Gabrielli E.,Lener R. *I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, 2011, p. 19 e Guerinoni E., *Contratti d'investimento e responsabilità degli intermediari*, Il Corriere Giuridico, Ipsoa, p. 19

1.2 OBBLIGHI INFORMATIVI

La lett. b) dell'articolo 21 del TUF è connessa anch'essa all'aspetto dell'asimmetria informativa, infatti impone ai soggetti abilitati, articolo 1, comma 1, lett. r) del TUF, di "acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano adeguatamente informati".

La norma si compone di due sezioni in quanto in essa il legislatore impone all'intermediario degli obblighi di informativa sia attivi che passivi. Gli obblighi informativi passivi impongono all'intermediario di assumere informazioni dal proprio cliente c.d. *know your costumer rule*, mentre quelli attivi attengono tutte quelle informazioni che l'intermediario deve fornire al cliente c.d. *know your merchandise rule*.

Nei paragrafi successivi i due obblighi verranno visti più nello specifico ma in sostanza gli obblighi d'informazione passiva riguardano le caratteristiche dell'investitore ai fini di valutarne elementi importanti come la propensione al rischio ovvero i suoi obiettivi d'investimento, le sue competenze e conoscenze nonché la sua situazione finanziaria ai fini della "profilazione"[90] del cliente.

Gli obblighi d'informazione attiva riguardano tutta quella serie di informazioni che l'intermediario fornisce al cliente in relazione alle caratteristiche degli strumenti finanziari a questo offerti.

Tale norma rinvia alle regole di valutazione di "appropriatezza" ed "adeguatezza" contenute nel regolamento Consob n. 16190/2007 agli artt. 39 e ss. che saranno oggetto di analisi nel proseguo della trattazione ma per le quali vedremo che la raccolta d'informazioni è strettamente funzionale ai fini del loro rispetto.

Pur non essendoci alcuna indicazione specifica di quali informazioni siano considerate "necessarie" e "adeguate" dalla norma qui richiamata del TUF si può chiaramente intuire che tali informazioni devono riguardare nello specifico il cliente e le singole relazioni negoziali. A tal proposito vedremo come la tipologia di servizio che l'intermediario fornisce al cliente influisce sul set informativo che questo dovrà chiedergli.

Secondo la dottrina[91] il fatto che questi oneri informativi varino in base alla fattispecie considerata assumendo specificità e concretezza diversa al variare di questa ci porta a capire come tali informazioni siano aggiuntive rispetto a quelle la cui elargizione costituisce adempimento dell'obbligo di trasparenza il quale assume carattere generale. In conclusione comunque, al pari del

[90] Maggiolo M., in *Servizi ed attività d'investimento: prestatori e prestazione*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 358

[91] F. Capriglione e G. Alpa, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Alpa Capriglione, Padova 1998, p 225

principio della trasparenza, il Regolamento Consob prevede che queste debbano comunque perdurare in tutte le varie fasi che compongono la relazione negoziale.

1.3 LE COMUNICAZIONI PUBBLICITARIE E PROMOZIONALI

L'articolo 21 del TUF, tra i criteri generali a cui l'intermediario deve attenersi, nella lettera c) fa riferimento all'utilizzo di comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti. Anche in questo caso si tratta di imposizioni generali motivate dall'asimmetria informativa sopra citata.

Tale disposizione si riferisce alle informazioni diffuse mediante canale promozionale e pubblicitario quindi rispetto alla precedente lettera b), la quale funge da primo riferimento agli obblighi informativi, riguarda anche quelle informazioni collocabili al di fuori dello svolgimento del rapporto negoziale.

Il principio generale espresso dalla lettera c) trova maggiore specificazione negli articoli 27 (Requisiti generali delle informazioni) e 28 (condizioni per informazioni corrette, chiare e non fuorvianti) del Nuovo Regolamento Intermediari.

L'articolo 27 comma 1 e 28 del Regolamento n. 16190 disciplinano i requisiti delle informazioni. L'articolo 27 comma 1 funge da clausola generale e va a delineare due categorie di informazioni: le informazioni che non hanno carattere pubblicitario e promozionale e le informazioni che presentano tale carattere. La dottrina[92] in merito parla di informazioni pure in riferimento alle prime e di informazioni promozionali in riferimento alle seconde. Secondo la dottrina richiamata la discriminante tra le due tipologie consiste nella presenza o meno in queste dell'elemento ulteriore del convincimento.

In questa ottica le informazioni c.d. pure riguardano la comunicazione di dati, fatti e notizie oggettivamente verificabili da parte dell'investitore in conseguenza di quello che è stato l'operare pregresso dell'intermediario in riferimento ad esempio ai risultati da questo conseguiti in termini di rendimento.

Le informazioni c.d. promozionali attengono le informazioni pure le quali però sarebbero caratterizzate dall'ulteriore elemento del convincimento del cliente a comprare i servizi offerti dall'intermediario. Il cliente dovrebbe tener conto di tale ulteriore elemento in quanto questo andrà

[92] Sangiovanni V., *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MiFID*, in www..academia.edu, marzo 2008, p 787.

a riflettersi ad esempio nella presentazione dei dati da parte dell'intermediario nel tentativo appunto di promuoversi e di convincere il cliente. A tal fine l'informazione avente natura pubblicitaria o promozionale deve essere individuabile in modo chiaro essendo questa intrinsecamente e potenzialmente tendenziosa.

Il medesimo comma richiama poi le tre caratteristiche principali che tutte le informazioni indirizzate dagli intermediari ai clienti devono presentare. Queste devono essere "*corrette*", "*chiare*" e "*non fuorvianti*", richiamando l'articolo 21 lettera c) del TUF. A queste la dottrina[93] attribuisce un significato ben preciso andando così a differenziarne e a specificarne il contenuto.

Se la correttezza di un'informazione si riferisce al fatto che questa sia vera e reale; la chiarezza si riferisce alle modalità mediante le quali questa viene comunicata e attiene alla nitidezza e alla completezza dell'informazione. In ultima il fatto che debbano essere non fuorvianti sta a significare che queste non traggano in inganno il cliente.

L'articolo 27 comma 2 del Regolamento n. 16190 riguarda le finalità e l'oggetto che le informazioni devono avere, specificando che queste riguardano tutti i clienti, sia potenziali che acquisiti. Richiama quindi il fatto che l'informazione deve essere presente nell'arco dell'intera fase negoziale e anche in quella che la precede come già visto.

Dalla lettura del comma 2 dell'articolo 27 del nuovo regolamento intermediari emerge che la finalità data alle informazioni fornite al cliente è quella di renderlo edotto. Non si tratta di una mera comunicazione fine a se stessa, le informazioni devono essere "appropriate" e quindi rilevanti ai fini delle scelte e della comprensione dell'investitore ed essere fornite in "una forma comprensibile". L'intermediario deve scegliere le informazioni, escludendo le informazioni che ritiene superflue e facendo attenzione a non omettere quelle rilevanti. Quello che la norma impone è un onere di informazione qualificato[94] in riferimento al "tipo specifico di strumento finanziario" in particolare con rifermento ai rischi a questo connessi e alla "natura del servizio".

La qualifica di tale onere non ne consentirebbe l' assoluzione di questo mediante la fornitura al cliente di documenti che riguardano le caratteristiche generali degli strumenti e dei servizi. Le finalità della datazione di informazione rientrano perfettamente nella ratio dell'intera normativa

[93]Sangiovanni V., *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MiFID*, in www..academia.edu, marzo 2008, p 787

[94] Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, G. Gisppichelli, Torino, 2014, Settima edizione, p. 130. In nota 8 emerge inoltre come grazie a tale sistema informativo previsto dall'articolo 27 comma 2 faccia venir meno l'uso del c.d. Documento generale sui rischi degli investimenti". Tale documento era previsto dall'articolo 28 comma 1 lett. b) del regolamento Consob 11522/98. Si veda in merito F. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè Milano 2004, p 181.

ovvero nell'intento di rendere l'investitore edotto e consapevole delle proprie scelte. Tuttavia ai fini di tale obiettivo nulla vieta che le informazioni siano fornite in modo standardizzato[95].

Le lettere presenti nella seconda parte del comma 2 dell'articolo 27, compongono nel concreto l'oggetto delle informazioni. Questo si comporrà di elementi specifici relativi all'intermediario e ai servizi da questo offerti ma anche di elementi maggiormente rilevanti in ottica competitiva e quindi più d'interesse per il cliente quali gli strumenti finanziari, le strategie di investimento che propone nonché opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie d'investimento. L'oggetto dell'informazione riguarderà anche le sedi ove l'intermediario esegue gli ordini o i servizi d'investimento e soprattutto i costi e gli oneri connessi al servizio prestato. Questo novero di elementi informativi trova specificazione negli articoli che lo seguono.[96]

Le condizioni affinché le informazioni siano corrette, chiare e non fuorvianti sono specificate dall'articolo 28 del Regolamento Intermediari. A tal fine l'articolo 28 al comma 2 del nuovo regolamento Consob dispone a tal fine sia di indicazioni formali (lett. a) le informazioni devo includere la denominazione dell'intermediario) sia di indicazioni dal contenuto maggiormente incisivo, che fissano i limiti entro i quali si può muovere la "politica informativa degli intermediari finanziari" [97] specialmente nei casi ove questi forniscano delle informazioni atte ad effettuare un confronto rispetto a servizi e strumenti offerti da altri *competitors* (articolo 28 comma 3) ovvero quando fornisco informazioni su dati passati di un strumento finanziario, indice o servizio (articolo 28 comma 4) o fanno riferimento su informazioni basate su dati storici (articolo 28 comma 5) previsioni future (articolo 28 comma 6) nonché a specifici trattamenti fiscali (articolo 28 comma 7).

Affinché le informazioni siano corrette chiare e non fuorvianti è rilevante la condizione disposta dall'articolo 28 comma 2 lett. b) in merito alle indicazioni sui rischi i quali devono essere segnalati al pari dei vantaggi. Ciò è rilevante in quanto ad un servizio o strumento finanziario fanno capo sia

[95] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari,* Itaedizioni, Torino, 2009, p. 291 fa notare come la possibilità di fornire informazioni tramite un formato standardizzato abbia generato qualche perplessità nella Consob in sede di consultazione. In effetti tale formato poco non sembrerebbe in linea con l'intento di rendere l'investitore consapevole. Tuttavia la Consob non ha ritenuto opportuni discostarsi dalla normativa comunitaria.

[96] Infatti la lettera a) è esplicitata dall'articolo 29 (Informazioni sull'intermediario e i suoi servizi), la lettera b) dai successivi articoli 30 (informazioni concernenti la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela) e 31 (informazioni sugli strumenti finanziari); c) con particolare riferimento (articolo 30 comma 4) ed in fine la lettera d) specificata all'articolo 32 (informazioni sui costi e sugli oneri).

[97] Sangiovanni V., *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MiFID*, in www..academia.edu, marzo 2008 p 788

rendimenti che perdite, ovvero benefici ma anche rischi; i quali la maggior parte delle volte sono inversamente proporzionali in quanto uno strumento finanziario più è rischioso più è redditizio.
Con l'entrata in vigore della MiFID II ai sensi dell'articolo 24 tra le comunicazioni che dovranno essere corrette, chiare e non fuorvianti vi rientreranno anche le comunicazioni di marketing; le quali dovranno essere chiaramente identificabili come tali quindi presumo che spetterà al legislatore nazionale darne una definizione[98] o definire i criteri che che classificano una comunicazione come tale in quanto né la direttiva 2014/65/UE che il regolamento n. 600/2014 ne forniscono una definizione.

1.4 GLI OBBLIGHI ORGANIZZATIVI

La lettera d) dell'art 21 del TUF obbliga gli intermediari a dotarsi di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività. All'intermediario quindi sono imposte, affinché se ne garantisca l'operare in modo efficiente, l'adozione di adeguate risorse e procedure finalizzate ad un monitoraggio costante dell'attività svolta.
L'efficienza a cui l'intermediario deve tendere può essere intesa come specificazione della professionalità, e quindi della diligenza con cui il prestatore deve adempiere le obbligazioni contrattuali e attendere agli atti e alle attività preparatorie dell'adempimento.[99]
Oltre all'efficienza il legislatore predispone anche la dotazione di risorse, procedure e controlli al fine di conseguirla. In tale lettera sono evocate le tre aree che compongono quel sistema di controlli interni che ogni intermediario deve attuare, e sono:
1)l'attività di controllo e di conformità, c.d. *compliance*
2)l'attività di *internal audit*;
3) l'attività di *risk management*.

[98] Del Bene F., *Strumenti finanziari e regole Mifid: compliance, autorità di vigilanza, e conflitti d'interesse*, Ipsoa, Milano, 2009 p. 110 in nota 7 afferma che la definizione di comunicazione di marketing sarebbe assimilabile a quella di "raccomandazione" data dall'articolo 1 punto 3 della Direttiva 2003/125/CE della Commissione del 22 dicembre 2003 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse.

[99] Capriglione F. ,Alpa G., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Cedam, Padova 1998, p 228

La *compliance*, detta anche conformità normativa, riguarda il rispetto delle specifiche disposizione normative impartite dal legislatore, ma anche le specifiche regolamentazioni interne dell'intermediario stesso.
L'attività di *internal audit*, c.d. revisione interna, è un'attività di "alto livello" volta a valutare l'insieme di processi, sistemi e procedure di controllo interni che l'intermediario si impone.
Il *risk management* comprende lo svolgimento di una serie di attività rivolte all'individuazione, al controllo e alla gestione delle varie tipologie di rischio.

1.5 LA DISCIPLINA DEL CONFLITTO D'INTERESSE

La disciplina del conflitto d'interesse rappresenta uno dei punti cardine e più dibattuti in materia di intermediazione finanziaria. Dal punto di vista della regolamentazione vi è stata una vera e propria evolutiva nel corso del tempo. Tuttavia prima di esaminare le disposizioni normative relative alla disciplina del conflitto d'interesse dalla legge n. 1 del 1991 recante "disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari", meglio nota come legge SIM, ad oggi è necessario porre alcune considerazioni che stanno alla base della ratio in virtù della quale il legislatore non ritiene di dover vietare all'intermediario di agire al verificarsi di situazioni di conflitto d'interesse.
La dottrina[100] infatti osserva che alla base di tale scelta del legislatore vi sono innanzi tutto due motivazioni. In primis il termine conflitto potrebbe risultare fuorviante. A tal proposito si dovrebbe parlare di divergenza d'interessi in quanto non è necessariamente vero che l'intermediario per il solo fatto di perseguire un interesse non coincidente con quello del cliente vi entri in conflitto. Da ciò la dottrina evidenzia come non sia necessariamente vero che le situazioni originate da conflitto d'interesse siano dannose per l'investitore in quanto questo potrebbe esserne favorito. Le situazioni di conflitto d'interesse quindi vanno considerate anche nella loro accezione positiva.
In secondo luogo la polifunzionalità degli intermediari ormai è divenuta consuetudine e quindi l'insorgere di situazioni di conflitto d'interessi è pressoché inevitabile. Risulterebbe impossibile per l'intermediario evitare di incappare in condizioni di conflitto d'interesse, quindi vietare all'intermediario di agire in via assoluta al verificarsi di tali situazioni sarebbe stato una condizione troppo severa e paralizzante. Tuttavia il legislatore ha imposto dei presidi alla tutela dell'investitore anche al verificarsi di tali situazioni

[100] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 174 e ss. e F. Iudica, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 80 e ss.

Un primo tentativo di disciplina dei conflitti d'interessi fu dato dalla legge SIM, la quale all'articolo 9 comma 5 lett. c) demandava alla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, l'adozione mediante regolamento di presidi organizzativi e contabili volti ad assicurare la separazione delle varie attività esercitate. La previsione di tali barriere organizzative, c.d. *chinese walls* non era l'unico presidio posto dalla legge SIM la quale all'articolo6 comma 1 lett. g) introduceva la c.d. *disclose or abstain*. Tale principio imponeva il divieto di operare; tuttavia questo veniva meno imponendo l'obbligo di *disclosure* e dell'autorizzazione preventiva *time by time*. Con la *disclosure* si aveva la convinzione di colmare il gap informativo esistente tra cliente e intermediario.

La dottrina[101] evidenziava però delle problematiche in merito a tale meccanismo soprattutto in riferimento al mercato finanziario. Queste vertevano sul fatto che il meccanismo della *disclosure time by time* risultava "ingessante" soprattutto in relazione alla dinamicità del rapporto e alle scarse competenze - il riferimento va soprattutto a quelle maggiormente tecniche - del cliente nel valutare le informazioni fornitegli dall'intermediario.

Preso atto delle problematiche comportanti un meccanismo simile, il legislatore comunitario mediante il c.d. decreto Eurosim all'articolo 17 comma 1 lett. c) optò per l'imposizione di un modello che prevedeva presidi organizzativi e strutturali volti a "ridurre al minimo" il verificarsi di conflitti d'interesse con l'obiettivo di garantire il *fair treatment* di ogni cliente.

L'allora articolo 21 del TUF alla lettera c), nel quale era stato traslato l'articolo 17 comma 1 lett. c) del decreto Eurosim, non impediva più all'intermediario di agire al verificarsi di una situazione conflittuale con il cliente ma richiedeva agli intermediari di strutturarsi in modo da ridurre al minimo il realizzarsi di situazioni di conflitto d'interesse. Al verificarsi di queste l'intermediario poteva agire purché lo facesse in modo da assicurare equità e trasparenza ai clienti.

Il principio della *disclose or abstain* non veniva comunque abbandonato. La dottrina[102] evidenziava però come il meccanismo della *disclosure* fosse divenuto, col passare del tempo, non idoneo ai fini della tutela dell'interesse del cliente. Questa infatti era divenuta un'informativa standardizzata che assumeva un ruolo meramente formale e che poco rendeva l'idea sulla fattispecie generatrice del conflitto d'interesse. In tale ottica l'intermediario forniva le informazioni relative al conflitto d'interesse al sol fine di esentarsi da ogni responsabilità. Tali considerazioni ci portano a capire come tale meccanismo risultasse inidoneo a porre il cliente nelle condizioni di attuare una scelta consapevole.

---

[101] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè Milano 2004, p 280

[102] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 181. Sul punto si veda Gabrielli E., Lener R., *I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, 2011, Seconda Edizione, p. 314,

Con l'entrata in vigore della MiFID la disciplina del conflitto d'interesse è mutata radicalmente in quanto il legislatore comunitario ha posto l'attenzione più sull'adozione di misure organizzative che sulla disciplina della *disclosure*.

La disciplina in tal senso trova applicazione in due regole disposte dall'articolo 21, comma 1-bis del TUF alle lettere a) e b). Alla lettera a) viene posto l'obbligo all'intermediario di identificare i potenziali conflitti e di gestirli mediante l'adozione di idonee strutture organizzative. Soltanto qualora quanto stabilito dalla lettera a) non risultasse idoneo a tutelare l'interesse del cliente dal conflitto allora alla lettera b) si dispone l'uso della *disclosure*.

In merito all'uso della *disclosure* la direttiva precisa il ruolo secondario che questa deve avere rispetto ai presidi organizzativi. Infatti il considerando 27 della MiFID dispone che all'intermediario non è consentito un eccessivo affidamento sulla comunicazione, ovvero sulla *disclosure*, senza che vi sia un'adeguata considerazione di come tali conflitti possano essere adeguatamente gestiti. La dottrina[103] afferma che in tal modo il legislatore comunitario abbia chiarito definitivamente il ruolo della *disclosure* nel sistema post MiFID andando a sottolineare con forza la centralità dei presidi organizzativi di gestione dei conflitti d'interesse ed il ruolo marginale che invece deve essere dato alla *disclosure*.

Obiettivo della MiFID è potenziare, rispetto alla trasparenza, la funzione di *compliance*.[104] In tale ottica spetterà alla funzione di *internal audit* l'individuazione delle misure organizzative idonee a sterilizzare i conflitti d'interesse svolgendo un ruolo consultivo, propositivo e di stimolo al CDA.

In presenza di situazioni di conflitto non vi è alcun obbligo di raccolta dell'autorizzazione del cliente da parte dell'intermediario prima di procedere all'effettuazione dell'operazione.

La disciplina del conflitto d'interesse subirà ulteriori modifiche con il recepimento da parte del legislatore italiano della direttiva 2014/65/UE c.d. MiFID 2. Questa pone l'accento sul concetto di prevenzione, richiamata sia dal considerando n. 56 che all'articolo 23 comma 1 della MiFID 2.

Il considerando citato afferma come sia importante identificare e prevenire o gestire i conflitti d'interesse e attenuare il potenziale impatto dei rischi da questi derivanti in virtù della gamma sempre più ampia di attività che gli intermediari svolgono simultaneamente.

Qualora il confitto si concretizzi e vada a discapito della tutela dell'interesse del cliente viene richiamata anche in questo caso la *disclosure*. Questa, disposta dall'articolo 23 comma 2 della MiFID II, consiste, ai sensi del successivo comma 3, in una informazione fornita su supporto

[103] De Poli M., *La nuova normativa MiFID*, Ipsoa, 2009, p. 59 parla di "argine" posto alla "scappatoia" della comunicazione.

[104] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 202,. In merito De Poli M., *La nuova normativa MiFID*, Ipsoa, 2009, p. 66 parla di traghettamento dell'investitore "dall'incompiuto mito illuminista della trasparenza al mito efficientista della *compliance*".

durevole e dettagliata sulla base delle caratteristiche del cliente. Tale informativa deve consentire al cliente di prendere una decisione avvertita sul servizio al quale il conflitto d'interesse è riferito.
La nuova disciplina MiFID vede aumentare la tutela del cliente in quanto l'intermediario dovrà dimostrare di aver adottato presidi organizzativi non solo atti all'identificazione e alla gestione dei conflitti d'interesse ma anche a prevenire il potenziale insorgere di questi.

3. LA DISCIPLINA DEL CONTRATTO

Tra le norme di portata generale disciplinanti il mercato finanziario, oltre al sopra esaminato articolo 21 del TUF, vi rientra anche l'articolo 23, il quale è interamente dedicato alla disciplina dei contratti. Dalla lettura dell'attuale articolo 23 del TUF comma 1emerge la regola di carattere generale che prevede il requisito della forma scritta. Come già visto nel primo capitolo, il requisito della forma scritta fu introdotto con la c.d. legge SIM all'articolo 6 comma 1 let. c), in quanto prima i contratti venivano conclusi per *facta concludentia*, ovvero bastava vi fosse il comportamento concludente delle parti.
Tuttavia la legge SIM non faceva alcun riferimento alle conseguenza comportanti l'inosservanza di tale obbligo, mentre l'attuale articolo 23 de TUF richiede la forma scritta a pena di nullità.
L'articolo 23 comma 1 dispone inoltre l'obbligo di consegnare un "esemplare" del contratto ai clienti. In merito a ciò possono sorgere due elementi rilevanti; il primo avente carattere quasi formale mentre l'altro che comporta rilevanze a livello di responsabilità contrattuale dell'intermediario.
Il primo attiene al fatto se sia sufficiente consegnare una fotocopia del contratto firmato oppure se sia necessario predisporre due originali, anche se l'uso del termine "esemplare" fa propendere, secondo la dottrina[105], per la seconda soluzione in quanto il riferimento sarebbe volto al testo su cui si è già raggiunto il consenso delle parti. Il Reg. Intermediari all'articolo 37 utilizza il termine "copia".
Viene poi da chiedersi quali siano le eventuali conseguenze inerenti alla mancata consegna di un esemplare del contratto. Tale comportamento a parere sia della giurisprudenza[106] che della

[105] Capriglione F. e Alpa G., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Cedam, Padova 1998, p 258

[106]Tribunale di Milano, sez. VI 15 giugno 2005, www.ilcaso.it afferma che la mancata consegna al cliente di copia del contratto non configura una ipotesi di nullità del contratto stesso ma semmai di inadempimento, la cui gravità deve essere valutata alla stregua delle conseguenze pregiudizievoli che ne sono eventualmente derivate.

dottrina[107] costituisce inosservanza di uno degli obblighi che fanno capo all'intermediario finanziario e, dunque, configura un inadempimento e non la nullità in quanto non viene ritenuta la consegna un elemento essenziale nel procedimento di formazione del contratto rispetto al quale l'intermediario potrà optare tra l'adempiere tardivamente o risarcire il danno.

La nullità secondo tale dottrina non troverebbe applicazione in virtù del fatto che le manifestazioni di volontà delle parti si siano già concretizzate in un contratto scritto.

Dal punto di vista oggettivo la prescrizione si applica a tutti i contratti relativi alle prestazioni dei servizi d'investimento e se previsto anche ai servizi accessori. L'unica eccezione in tal senso risiede nei contratti aventi ad oggetto il servizio di consulenza in materia d'investimento in riferimento all'art 1, comma 5, lett. f) del TUF.

La dottrina sul punto riporta opinioni contrastanti. Una parte[108] ritiene sia opportuno comunque stipulare il contratto in forma scritta, in quanto questa favorisce la trasmissione delle informazioni e permette alle parti di acquisire maggiore consapevolezza sulle condizioni del contratto. Inoltre, la forma scritta potrebbe prevenire eventuali controversie giudiziarie in quanto fissa il comportamento dovuto dalle parti. In ultima analisi, il contratto in forma scritta potrebbe risultare utile ai fini probatori. Per tali motivi la mancanza di forma scritta potrebbe far propendere per un affievolimento della tutela dell'investitore. Tuttavia, altra dottrina[109] afferma che l'intento voluto dal legislatore comunitario è proprio quello opposto. Ovvero ampliare la tutela del cliente a tutti quei casi in cui l'intermediario svolge un servizio di consulenza orale in via occasionale in assenza di forma scritta.

Ai sensi del comma 1 dell'articolo. 23 del TUF, l'obbligo della forma scritta può essere sostituito dalla previsione facoltativa o obbligatoria di altra forma nel caso ricorrano delle "motivate ragioni" ovvero "in relazione alla natura professionale dei contraenti". A tal fine serve un'espressa previsione regolamentare della Consob. Per quanto riguarda le "motivate ragioni", a parere della dottrina,[110] un ulteriore deroga alla forma scritta si potrebbe avere in riferimento a quelle operazioni che, per fattori diversi quali ad esempio la tempestività nell'esecuzione, avvengono secondo forme diverse da quelle scritte quali, ad esempio, l'utilizzo della rete.

---

[107] Sangiovanni V. in *Contratto d'intermediazione finanziaria*,05.05.2011, Magistra banca e finanza, Rivista di Diritto Bancario e Finanziario dello Studio fondata nell'anno 1998, www.Tidona.com.In merito si veda anche Capriglione F. e Alpa G., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Cedam,Padova 1998, p 258 e Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p.306

[108] Sangiovanni V., Il contratto d'intermediazione finanziaria, in Obbligazioni e Contratti, novembre 2011, p. 771 e ss.

[109] Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p.5 e ss

[110] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2014, Settima Edizione, p.151

L'articolo 23 al comma 2 del TUF afferma che "è nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. In tali casi nulla è dovuto". In merito al "corrispettivo dovuto" questo verrà trattato nel capitolo successivo in riferimento a quanto previsto dall'articolo 32 del Regolamento Intermediari in riferimento al "corrispettivo totale". Determinare il costo totale per la fruizione dei servizi d'investimento costituisce uno degli elementi centrali di valutazione e di decisione del cliente, incidendo questo sugli eventuali profitti dell'investimento e anche in ottica concorrenziale di comparazione con altri intermediari. È importante che l'investitore sappia fin da subito e in modo chiaro quali saranno i costi risultanti dall'attività d'intermediazione.

L'articolo 23 del TUF nel comma 3 stabilisce che le nullità previste ai commi 1e 2 rappresentano ipotesi di nullità relativa e non assoluta, in quanto possono essere fatte valere solo dal cliente.

In tali termini si esprime anche chi nella dottrina[111] afferma che in tale comma si parla di nullità "relativa", quale opposta alla nullità "assoluta", ovvero a quella nullità definita dall'articolo 1421 del cc. che può essere fatta valere da chiunque vi abbia interesse. La *ratio* della disposizione risiede nel fatto che il cliente è normalmente la parte debole del rapporto contrattuale mentre l'intermediario, in quanto soggetto forte della relazione contrattuale, non può far valere la nullità. La nullità relativa consentirebbe all'investitore di decidere tra l'esecuzione integrale del contratto, come se fosse valido, e la declaratoria di invalidità di questo, privandolo di ogni effetto.

In conclusione, è importante soffermarci sul comma 6 dell'articolo 23 del TUF. Tale comma nella dottrina ha suscitato delle discussioni in merito a due punti. In primis in riferimento all'ambito applicativo di tale comma, in quanto dalla lettura del testo normativo dell'articolo 23 comma 6 del TUF, si potrebbe essere portati ad affermare che l'inversione dell'onere della prova trovi applicazione solo con riguardo a quei giudizi mossi al fine di ottenere un risarcimento dei danni subiti. In tal modo si escluderebbe così l'applicazione di tale regola nei giudizi di nullità e annullabilità. Tuttavia in tale ottica la dottrina[112] appare unanime nell'affermare che l'articolo 23 comma 6 del TUF debba trovare applicazione esclusivamente in riferimento ai rimedi risarcitori e non i rimedi invalidanti. Tale regola non trova quindi applicazione per la generalità dei possibili rimedi civilistici esperibili dal cliente danneggiato.

---

[111] Sangiovanni V. in *Contratto d'intermediazione finanziaria*,05.05.2011, Magistra banca e finanza, Rivista di Diritto Bancario e Finanziario dello Studio fondata nell'anno 1998, www.Tidona.com. Si veda in merito anche Capriglione F. e Alpa G., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Cedam, Padova 1998, p 260.

[112] Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano 2009, p. 370; B. Inzitari,V. Piccinin *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 170

In seconda battuta, la dottrina[113] riporta come l'articolo 23 comma 6 abbia aperto un dibattito in merito ai possibili risvolti innovativi di tale comma rispetto al regime ordinario. Così, mentre una parte della dottrina vede in tale comma una mera riproduzione dei principi generali in tema di responsabilità contrattuale, altra dottrina si spinse oltre, affermando che con tale comma il legislatore volesse sgravare l'investitore dalla dimostrazione del nesso causale tra l'inadempimento dell'intermediario ed il danno subito.

Il fatto che l'articolo 23 comma 6 del TUF affermi che l'onere della prova è a carico dell'intermediario, il quale deve dimostrare d'aver agito in modo diligente, spinse parte della dottrina[114] ad affermare che tale comma rappresentasse una vera e propria inversione dell'onere della prova in deroga al principio generale sancito dall'articolo 2697 cc. Questa, come riportato dalla dottrina,[115] sarebbe stata anche la volontà del legislatore italiano, nell'intento di favorire l'investitore quale parte debole del rapporto rispetto all'intermediario. Tuttavia, nella dottrina[116] come nella giurisprudenza[117] si affermò come tale comma, rispetto al regime ordinario della responsabilità contrattuale, non apporti alcun elemento innovativo per quel che concerne la distribuzione degli oneri probatori. Infatti l'articolo 1218 cc. comporterebbe già una diversa distribuzione degli oneri probatori rispetto a quanto statuito dall'articolo 2697 cc.. Viceversa, nelle ipotesi di responsabilità di tipo extracontrattuale da fatto illecito, la dottrina[118] afferma che l'articolo 23 comma 6 del TUF avrebbe apportato una vera e propria inversione dell'onere della prova. Tuttavia, la medesima dottrina, riporta come si sia ormai appurato che l'articolo 23 comma 6 debba trovare applicazione esclusivamente in riferimento alla responsabilità contrattuale.

Per tali motivi è orientamento maggioritario nella dottrina affermare che l'articolo 23 comma 6 del TUF consista in una "presunzione legale relativa"[119] e non in una inversione dell'onere della prova.

---

[113] Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano 2009, p. 370;

[114] B. Inzitari,V. Piccinin *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 171

[115] Sulla natura storica dell'articolo 23 comma 6 del TUF e sulla volontà affermata espressamente da parte del legislatore italiano di stabilire un'inversione dell'onere della prova si veda Michelangela S., in Servizi d'investimento e responsabilità civile, Giuffrè, Milano, 2004, p. 394

[116] Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano 2009, p. 370

[117] Michelangela S., in *Servizi d'investimento e responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 394 in merito parla di un consolidato indirizzo giurisprudenziale. In merito si veda il Tribunale di Palermo, 24.11.06, ww.ilcaso.it Sez. Giur. Doc. 76 il quale afferma che l'articolo 23 comma 6 del TUF è "norma che può ritenersi specificazione, in questo particolare settore, di quella desumibile dall'art. 1218 c.c."

[118] Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano 2009, p. 380

[119] Cedon P., in Trattato dei nuovi danni, Vol. IV, Danni da inadempimento responsabilità del professionista lavoro subordinato, Cedam, Torino, 2011, p. 215; Giordano R., in L'istruzione probatoria nel processo civile, Giuffrè, Milano, 2013, p. 51; B. Inzitari,V. Piccinin *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 171

La presunzione consisterebbe nel fatto che il giudice assuma in via preventiva che la condotta dell'intermediario non sia stata conforme al grado di diligenza richiestogli dal legislatore in virtù dell'attività svolta. Come riporta la giurisprudenza,[120] sarà l'intermediario a dover fornire la prova liberatoria di aver agito con la specifica diligenza richiesta. Si capisce così come la *ratio* della norma considerata sia volta a favorire l'investitore quale parte debole in ragione dell'asimmetria informativa esistente. Infatti la normativa esonera il cliente dell'intermediario dal dimostrarne il comportamento negligente, ed impone all'intermediario di provare il contrario.[121] La dottrina[122] afferma che in tal modo il legislatore abbia voluto applicare il principio di vicinanza della prova. Tale principio troverebbe applicazione in quanto esonera l'investitore dal dimostrare circostanze verso le quali non può avere una cognizione diretta e completa in quanto attinenti alla sfera dell'intermediario.

Se è pacifico spetti all'investitore l'onere di provare la condotta scorretta tenuta dall'intermediario ed il danno subito,[123] alcune problematiche sono sorte in merito alla dimostrazione del nesso di casualità tra il danno subito dal cliente e l'inadempimento dell'intermediario. Nel dimostrare la sussistenza del nesso causale, il cliente deve dimostrare che il danno è conseguenza "diretta" della violazione dell'intermediario. La dottrina[124] afferma così che, vista l'alea di incertezza che riguarda i prodotti finanziari, la domanda dell'investitore deve avere fondamento in una "anomalia" della perdita. La causalità sarebbe così rinvenibile nel fatto che il cliente è stato esposto a rischi intrinseci al prodotto suggerito, e quindi inappropriati al proprio profilo di rischio. Rileverebbe così una sconvenienza dell'operazione suggerita la quale è direttamente connessa ad una responsabilità diretta dell'intermediario, scongiurando così eventuali richieste di risarcimento infondate da parte dei clienti. Per l'investitore potrebbe non essere affatto facile dimostrare che il danno subito sia conseguenza diretta dell'inadempimento dell'intermediario. Fu così che parte della dottrina,[125] nel tentativo di attribuire all'articolo 23 comma 6 del TUF una vera e propria inversione dell'onere della prova, affermava che tale norma fosse atta ad esonerare il risparmiatore dalla dimostrazione

[120] Tribunale di Palermo, 17.01.56, ww.ilcaso.it Sez. Giur. Doc. 76

[121] Cedon P., in Trattato dei nuovi danni, Vol. IV, Danni da inadempimento responsabilità del professionista lavoro subordinato, Cedam, Torino, 2011, p. 214; Giordano R., in L'istruzione probatoria nel processo civile, Giuffrè, Milano, 2013, p. 51

[122] B. Inzitari,V. Piccinin *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 171

[123] Tribunale di Mantova, 15.03.2005, in www.ilcaso.it, Sez. Giur. Doc. 57

[124] Barcellona M., Mercato mobiliare e tutela del risparmio, l'intermediazione finanziaria e la responsabilità di banche e Consob, Giuffrè, Milano, 2009, p.60

[125] Cedon P., in Trattato dei nuovi danni, Vol. IV, Danni da inadempimento responsabilità del professionista lavoro subordinato, Cedam, Torino, 2011, p. 215

della sussistenza del nesso di causalità. Tale tesi era sostenuta anche dalla giurisprudenza,[126] la quale affermava spettasse all'intermediario dimostrare che non vi è alcuna relazione di causalità tra il danno e l'inadempimento. L'investitore verrebbe così ampliamente facilitato, in quanto dovrebbe limitarsi a dimostrare il danno subito e la condotta scorretta dell'intermediario. In merito vi era una seconda corrente dottrinale, la quale distingueva il caso in cui l'intermediario non si fosse astenuto dal compiere un'operazione da tutte le altre possibili ipotesi di condotta scorretta. Secondo tale dottrina,[127] la quale trova sostegno anche nella giurisprudenza[128], solo nelle ipotesi specifiche di violazione degli obblighi d'astensione da parte dell'intermediario, il cliente sarebbe esonerato dalla dimostrazione del nesso causale. Detto di tali tesi, vi è a dire che la dottrina[129] riporta come la maggioranza della giurisprudenza affermi che l'inversione debba operare in via esclusiva sul piano probatorio, "mentre non introduce alcuna inversione o facilitazione dell'onere",[130] il quale deve restare a carico di chi agisce in giudizio. Concludendo quindi, si può affermare che nel giudizio di risarcimento danni promosso nei confronti dell'intermediario spetti al cliente provare il danno subito ed il nesso eziologico[131] tra il pregiudizio subito e la condotta scorretta dell'intermediario. Viceversa, all'intermediario non basterà dimostrare l'inesistenza del nesso casuale, ma dovrà dimostrare di aver osservato una condotta conforme agli standard di diligenza ai sensi dell'articolo 21 lettera a) del TUF nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori prestati al cliente. [132]

Va in fine rilevato che l'articolo 23 comma 6 del TUF è ritenuto norma inderogabile,[133] quindi eventuali clausole contrattuali, concordate dalle parti, volte a farla venir meno comporterebbero l'invalidità dell'atto stipulato tra le parti.

---

[126] Tribunale di Rimini, 06.05.07, ww.ilcaso.it Sez. Giur. Doc. 604

[127] Cedon P., in Trattato dei nuovi danni, Vol. IV, Danni da inadempimento responsabilità del professionista lavoro subordinato, Cedam, Torino, 2011, p. 216

[128] Tribunale di Venezia, 28.02.08, ww.ilcaso.it Sez

[129] Cedon P., in Trattato dei nuovi danni, Vol. IV, Danni da inadempimento responsabilità del professionista lavoro subordinato, Cedam, Torino, 2011, p. 215. E Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano 2009, p. 384

[130] Tribunale di Roma, 17.11.05, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. Doc. 298/2005

[131] Tribunale di Milano, 25.06.05, www.ilcaso.it Sez. I, Giur. n. 429 Doc. 349/2006 il quale afferma che a rilevare sarebbe anche l'eventuale concorso di colpa del creditore ai sensi dell'articolo 1227 cc.

[132] Tribunale di Palermo, 17.02.06, ww.ilcaso.it Sez. I

[133] Sangiovanni V. in *Contratto d'intermediazione finanziaria*,05.05.2011, Magistra banca e finanza, Rivista di Diritto Bancario e Finanziario dello Studio fondata nell'anno 1998, www.Tidona.com

4.GLI OBBLIGHI D'INFORMAZZIONE NEL REG. N. 16190

1.1 LE REGOLE CARATTERIZZANTI

Dopo aver visto e analizzato le regole di portata generale che costituiscono gli obblighi degli intermediari finanziari, passiamo allo studio di alcune regole che rientrano nel novero delle regole di condotta degli intermediari assumendone portata "caratterizzante".

La funzione caratterizzante di tali regole risiede nel fatto di interessare i momenti maggiormente qualificanti della condotta degli intermediari.[134] È basandosi su tali regole che si misura il rispetto da parte degli intermediari finanziari di quanto disposto dall'articolo 21 del TUF nei principi aventi portata generale. Le regole che verranno trattate nel proseguo del capitolo trovano il loro riferimento normativo nel Regolamento Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e riguardano la valutazione di adeguatezza e la valutazione di appropriatezza.

Nell'ambito delle regole di condotta la MiFID è intervenuta introducendo delle novità rilevanti. Una delle più rilevanti è data dalla distinzione tra la valutazione di adeguatezza, la cui disciplina era già presente, e la valutazione di appropriatezza, la cui disciplina è stata introdotta dalla MiFID.

Il Considerando n. 56 della direttiva di II livello dispone infatti che si debbano prevedere regole distinte con riguardo alle modalità pratiche con cui vengono svolte la valutazione dell'adeguatezza e la valutazione dell'appropriatezza.[135] Sino al 1° novembre 2007 la normativa prevedeva in capo all'intermediario di effettuare la sola valutazione di adeguatezza in virtù dell'allora articolo 29 del Regolamento Intermediari 1152/98. Questa riguardava indiscriminatamente tutti i servizi d'investimento.

La MiFID ha comportato una graduazione degli obblighi imposti agli intermediari e della tutela del cliente. Analizzando quanto previsto dal regolamento riguardo al sistema informativo vedremo come si sia attuata una "modularità dei servizi" [136] andando così ad attuare una graduazione delle regole di condotta in funzione alla natura dell'investitore e al tipo di attività prestata dall'intermediario.

Come già accennato nel primo capitolo vi sono alcuni servizi offerti dall'intermediario finanziario ove questo gode di una maggiore discrezionalità e di una maggior fiducia riposta dal cliente. Vi

[134] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2015, p.140

[135] Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 54

[136] In tali termini la Consob, Nuovo Regolamento intermediari, Recepimento della direttiva 2004/39/CE (MiFID): Il nuovo regolamento intermediari tra disciplina comunitaria e scelte nazionali, documento di consultazione, 20.07.2007, p. 3 punto II in www.consob.it/.../lavori.../esiti_consultazione_intermediari_20071030.

sono altri servizi ove la discrezionalità dell'intermediario è di scarsa rilevanza in quanto questo è il mero esecutore di un ordine impartitogli dal cliente. La dottrina in merito parla di servizi ad alto valore aggiunto con riferimento al servizio di consulenza e di gestione di portafogli.[137] In tali servizi l'intermediario può incidere maggiormente, spesso in modo anche rilevante, sulle scelte di investimento del cliente. Ciò giustificherebbe il fatto che il legislatore per tali servizi richiede all'intermediario una conoscenza più ampia del cliente e una valutazione di adeguatezza ai fini di garantirgli maggior tutela. Di riflesso, per tutti gli altri servizi di investimento ove l'intermediario si limita ad eseguire quanto dispostogli dal cliente la discrezionalità dell'intermediario è limitata se non nulla. In tali casi l'intermediario è considerato alla stregua di un mero esecutore d'ordini e quindi il legislatore prevede una più ridotta conoscenza del cliente e una valutazione di appropriatezza.

Ciò ha avuto delle ripercussioni sulla disciplina degli obblighi informativi posti in capo all'intermediario all'articolo 21 lett. b) del TUF, essendo gli obblighi informativi attivi e passivi funzionali e strumentali alle valutazione di adeguatezza o di appropriatezza.

1.2 GLI OBBLIGHI D'INFORMAZIONE PASSIVA

Gli obblighi d'informazione passiva (c.d. *know your costumer rule*) riguardano tutte quelle informazioni che l'intermediario è tenuto ad acquisire dal cliente, o potenziale tale, relativamente alle caratteristiche di questo nella qualità di investitore. La raccolta delle informazioni assume carattere prioritario[138] in quanto solo previa comprensione delle caratteristiche specifiche dell'investitore l'intermediario potrà e dovrà informarsi sui prodotti finanziari più adatti da

[137] In merito si veda Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari,* Giuffrè, Milano, 2011, p. 54 in nota 44 afferma che la disciplina dell'adeguatezza attiene anche tutti quei servizi ove una consulenza è comunque individuabile. Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari, Itaedizioni*, Torino, 2009, p. 360 e ss.; in merito al servizio di consulenza fa notare che vi è necessità di distinguere tra la prestazione del servizio su iniziativa degli intermediari o su richiesta del cliente. Se nel primo la fase di valutazione d'adeguatezza è implicitamente prevista a monte nel secondo si avrà una estensione della valutazione di adeguatezza anche per i servizi di investimento interessati solo dal servizio di appropriatezza. Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc. n. 128/2008.p. 2

[138] Greco F., *Informazione pre contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria,* Giuffrè, Milano 2010, p. 9, Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè Milano 2004, p.203 definiscono la KYC l'undicesimo comandamento di Wall Street

proporgli. L'informazione passiva risulta così propedeutica alla valutazione di conformità dell'operazione, adeguatezza e appropriatezza, rispetto al profilo soggettivo del cliente.[139]

Inoltre la raccolta di informazioni dal cliente è essenziale anche per un altro scopo. Essa permette all'intermediario di fare una cernita delle informazioni considerate essenziali al fine di rendere l'investitore edotto nelle scelte d'investimento. Abbiamo precedentemente detto come la scarsità delle informazioni sia da considerarsi un problema ai fini della comprensione del cliente; tuttavia un eccesso informativo dovuto alla presenza di informazioni superflue fornite dall'intermediario non è utile ai fini delle scelte dell'investitore ma anzi può generargli confusione.

Il dettaglio delle informazioni richieste al cliente varia in relazione alla tipologia di cliente al quale l'intermediario si rivolge ma anche in base alla tipologia del sevizio prestato. La raccolta delle informazioni dalla clientela rispecchia infatti la duplice valutazione introdotta dalla MiFID. Rispetto all'articolo 28 del previgente regolamento intermediari ora gli obblighi d'informativa passivi sono disciplinati dagli articolo 39 e 41 del Regolamento Intermediari.

In riferimento a ciò la disciplina si è innovata, nonostante le tre categorie principali di informazioni, che devono necessariamente essere acquisite dagli intermediari ai fini della valutazione di adeguatezza previste dall'articolo 39 ricalchino quanto già previsto dalla previgente disciplina all'articolo 28. L'articolo 41, che riguarda le informazioni che l'intermediario deve raccogliere ai fini della valutazione di appropriatezza, richiama l'articolo 39 ma non nella sua interezza rispecchiando così la graduazione in riferimento al servizio offerto al cliente oggetto di valutazione.

Vedremo anche come il rifiuto del cliente di fornire le informazioni richieste dall'intermediario porti a conseguenze diverse nei due regimi, impedendo di agire in un caso e richiedendo solo una avvertenza nell'altro.

1.1.1 LA RACCOLTA DELLE INFORMAZIONI

Dal punto di vista operativo la raccolta di informazioni dalla clientela avviene mediante un questionario informativo, denominato anche questionario KYC o questionario MiFID. I dati da richiedere al cliente sono disposti dall'articolo 39 del Regolamento Intermediari, rubricato "informazioni dai clienti nei sevizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli".

[139] Così, Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 32.e si veda in merito anche Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano 2009, p. 151 e ss.

Dalla lettura del primo comma dell'articolo 39 si evince come la raccolta di tali informazioni sia attività "necessaria" per l'intermediario. Questa può vincolarne l'operatività nello svolgimento dei servizi di consulenza e gestione di portafoglio. Tale comma prevede le informazioni che l'intermediario deve raccogliere dal cliente ai fini della valutazione di adeguatezza, in quanto i servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli rientrano in tale valutazione. Le informazioni, secondo quanto enunciato dal comma 1 dell'articolo 39 del Regolamento Intermediari, comprendono le tre seguenti categorie generali:

a)conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio;

b)la situazione finanziaria;

c)gli obiettivi di investimento.

La direttiva 2014/65/UE all'articolo 25 comma 2, in riferimento alle informazioni da richiedere al fine della valutazione di adeguatezza, dispone che l'intermediario ottenga informazioni in riferimento alla capacità del cliente di sostenere perdite, in merito alla sua situazione finanziaria e alla sua tolleranza al rischio, in riferimento agli obiettivi d'investimento. Al fine di tener conto delle modifiche introdotte dalla MiFID II, dovrebbero quindi essere integrate le categorie generali sopra menzionate. Così, la lettera b) oltre alla situazione finanziaria dovrebbe riguardare anche la capacità del cliente di sostenere le perdite, mentre la lettera c) dovrebbe contenere anche la tolleranza al rischio del cliente oltre agli obiettivi d'investimento di questo. Di riflesso dovrebbero venire aggiornati anche gli elementi informativi che danno contenuto alle categorie generali oggetto d'integrazione.

Tornando alla normativa vigente, ognuna delle tre categorie generali elencate dall'articolo 39 comma 1 del Regolamento Intermediari trova specificazione nei commi successivi. La dottrina,[140] in riferimento al contenuto specifico delle 3 categorie generali, fa notare come questo possa variare in riferimento alla situazione considerata. Ciò è coerente con la valutazione chiesta all'intermediario, il quale darà specificazione diversa alle 3 categorie considerate al variare del cliente e del servizio prestato.

Così, in merito alla lettera a) l'intermediario dovrà chiedere le informazioni che ritiene appropriate tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura e dell'importanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, nonché della complessità e dei rischi di tale servizio,

[140] Si veda in merito Gaffuri L., La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi d'investimento in www.ilcaso.it, Sez. II, documento n. 128/2008 p. 4

prodotto od operazione.[141] In riferimento alle categorie riportate nelle lettere b) e c) invece il contenuto di queste varierà a seconda delle informazioni che l'intermediario ritiene "pertinenti".[142]
Quindi la norma prevede alcuni elementi informativi che formano il contenuto di ognuna delle 3 categorie generali di informazioni che l'intermediario deve acquisire dal cliente. L'intermediario attua una valutazione preventiva delle informazioni da richiedere al cliente. In tal modo questa può assumere rilevanza strategica e funzionale incidendo sulla gestione stessa dell'intermediario e sulla sua politica operativa.
Questo potrebbe decidere di tutelarsi da eventuali contestazioni in merito ad informazioni non raccolte e ritenute necessarie decidendo di raccogliere tutti gli elementi informativi contemplati dall'articolo 39 del Regolamento Intermediari, siano essi pertinenti o meno.
D'altro canto potrebbe optare per una analisi volta a selezionare gli elementi informativi di maggior rilevanza, in relazione al cliente considerato ovviamente, così da snellire e semplificare la gestione delle informazioni ai fini della valutazione di adeguatezza. Tale razionalizzazione nella gestione delle raccolta delle informazioni precluderebbe inoltre il rischio di non riuscire a raccogliere alcuni dati ritenuti maggiormente sensibili e quindi trovarsi in difficoltà nel fare la valutazione di adeguatezza.[143] Non va tuttavia dimenticato che la raccolta e la gestione degli elementi informativi ha un costo, spetterà quindi all'intermediario effettuare le proprie considerazioni in termini di convenienza.
Tornando alla disamina dell'articolo 39, questo alla lett. a) del comma 1 richiama due elementi importanti come l'esperienza e la conoscenza. Conoscenza che risulta un elemento introduttivo rispetto alla normativa previgente, disposta dall'articolo 28 (Informazioni tra gli intermediari e gli investitori) comma 1 del regolamento intermediari 11522/98. La normativa non si riferisce ad una conoscenza ed esperienza generica, e quindi in parte desumibile da elementi quali il livello di istruzione e la professione del cliente; ma a quella conoscenza "rilevante" per il tipo di strumento o servizio. Quindi si valuteranno conoscenze ed esperienze specifiche inerenti al servizio o strumento finanziario richiesto. Tale elemento della conoscenza tuttavia, pur rappresentando un elemento utile nella valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza, presenta un limite al quale non è facile ovviare.

[141] Articolo 39 comma 2 del Regolamento Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007

[142] Articolo 39 commi 3 e 4 del Regolamento Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007

[143] Si veda in merito Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi d'investimento* in www.ilcaso.it, Sez. II, documento n. 128/2008 p. 4

La conoscenza infatti riguarda un novero di informazioni da ottenere dalla clientela caratterizzate da elementi soggettivi e riconducibili alla valutazione del cliente stesso. Per cercare di ovviare a tale limite di soggettività gli intermediari predispongono dei test di natura tecnica da predisporre al cliente. Tali test saranno di due tipologie diverse; in quanto l'intermediario dovrà trattare in modo disgiunto la conoscenza e l'esperienza del cliente al fine di distinguere chiaramente la teoria dalla pratica.[144] In un test unico vi sarebbe il rischio di compensazione l'una con l'altra.

Il secondo comma dell'articolo 39 del vigente Regolamento Intermediari dispone gli elementi da considerare ai fini della valutazione dell'esperienza e della conoscenza di cui al comma 1 lett. a) del medesimo articolo, così da tracciare la c.d. *trading history* del cliente. Tra questi è rilevante sottolineare i riferimenti al periodo di esecuzione delle operazioni oggetto di valutazione ai fini della conoscenza e dell'esperienza oltre alla tipologia, dimensione e frequenza di queste. Ciò in virtù della sopra citata attinenza delle conoscenze e delle esperienze con il servizio richiesto.

L'elemento informativo che concerne la situazione finanziaria del cliente è, tra quelli disposti al comma 1 dell'articolo 39 del Regolamento Intermediari, probabilmente quello meno soggettivo. Tuttavia tale elemento si scontra con la ritrosia del cliente, difficilmente disposto a fornire informazioni relative alla sua situazione patrimoniale. Ciò portava, soprattutto in passato, gli intermediari ad evitare di acquisire informazioni in relazione a questa categoria.[145]

Al cospetto di ciò il Regolamento Intermediari all'articolo 39 comma 3 fornisce alcuni elementi che devono rientrare nella determinazione della situazione finanziaria del cliente, quali: fonte e consistenza del reddito del cliente, patrimonio complessivo ed in fine gli impegni finanziari.

In merito alla consistenza del reddito l' Assogestioni[146] (l'associazione italiana del risparmio gestito), faceva notare che gli intermediari non avrebbero dovuto considerare elementi non permanenti, ovvero occasionali o non regolari, al fine della determinazione di questa. Si escluderebbero così eventuali introiti occasionali riferibili esclusivamente ad un preciso periodo storico del cliente, in quanto potrebbero essere fuorvianti.

Ciò mi sembra corretto, nonostante l'intermediario debba aggiornare in modo continuo le informazioni sul cliente, in quanto elementi reddituali occasionali di un certo ammontare potrebbero

---

[144] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 336 e ss.

[145] Si veda in merito Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi d'investimento* in www.ilcaso.it, Sez. II, documento n. 128/2008 p. 4

[146] Assogestioni, Documenti di consultazione relativi al Nuovo Regolamento Intermediari e alle proposte di modifica al Regolamento Mercato, 17.09.2007, in relazione alla proposta di modifica dell'articolo 39, comma 3 faceva notare l'opportunità dell'introduzione della specificazione "permanente", in linea con la normativa comunitaria "*regular income*"

influenzare in modo rilevante la situazione finanziaria del cliente, avendo ripercussioni sulla valutazione d'adeguatezza finale.

Si è accennato ad una certa discrezionalità dell'intermediario nella valutazione del patrimonio complessivo in quanto questa dipenderà da una serie di valutazioni e scelte in merito agli elementi da far rientrare nella sua computazione. Tali scelte non potranno prescindere da una dialettica di confronto tra l'intermediario ed il cliente. Si andrà così a valutare se riferirsi unicamente al patrimonio investito in valori mobiliari ovvero considerare anche altri componenti più specifici quali le proprietà immobiliari e la qualità di tali immobili.[147] Si dovrà inoltre valutare con il cliente la sua disponibilità ad una eventuale vendita di questi al fine di un eventuale aumento della componente reddituale.

La determinazione dell'effettiva consistenza della situazione finanziaria del cliente è essenziale per determinare il grado di sopportabilità dei rischi di questo ai fini di tutelarlo da eventuali perdite.

L'ultimo elemento che concerne la raccolta di informazioni dalla clientela riguarda gli obiettivi dell'investimento. Questi sono fortemente correlati alla situazione finanziaria del cliente, quindi solo previa esposizione di questa al cliente stesso si potranno definire le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio, le finalità dell'investimento e *l'holding period* di questo come specifica il comma 4 articolo 39 Reg. 16190.

Abbiamo appena esaminato le tre categorie di informazioni che l'intermediario deve richiedere al cliente ai fini della valutazione di adeguatezza. Nello svolgimento dei servi diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafoglio il regime delle informazioni richieste alla clientela risulta più mitigato in quanto è richiesta una conoscenza inferiore del cliente. Infatti solo una delle tre categorie di informazioni richieste dall'articolo 39 è richiamata all'articolo 41 del Regolamento Intermediari.

In particolare, come si desume dall'articolo 41 del Nuovo Regolamento Intermediari rubricato "informazioni dai clienti nei servizi diversi da quelli di consulenza in materia di investimento e di gestione di portafogli", l'intermediario è tenuto a chiedere al cliente di fornire informazioni soltanto in merito alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimento. Conoscenze ed esperienze che devono riguardare, come già sottolineato in precedenza, il prodotto specifico o servizio richiesto o propostogli ai fini della valutazione di appropriatezza.

[147] Si veda in merito Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 340.

1.1.2 IL RIFIUTO DELL'INVESTITORE DI FORNIRE LE INFORMAZIONI

Nella raccolta di informazioni il comma 5 dell'articolo 39, richiamato anche dall'articolo 41 e quindi valevole anche ai fini delle valutazioni di appropriatezza, consente agli intermediari di fare affidamento sulle informazioni fornitegli dal cliente, a patto che queste non risultino manifestamente superate, in quanto il profilo del cliente va mutando nel tempo; inesatte, e quindi non coerenti rispetto ad altre informazioni che l'intermediario ha sul cliente, o incomplete.

Ciò è rilevante in quanto non è detto che quanto riferito dal cliente sia attendibile e meritevole di considerazione ma spetta all'intermediario la valutazione in merito. L'obbligo dell'intermediario non si limita alla raccolta delle informazioni ma anche ad una valutazione di veridicità di queste.

Vista la rilevanza che tali informazioni ricoprono e al fine di evitare che vengano manifestamente superate, queste sono soggette ad una certa frequenza di aggiornamento, la quale varierà anche in base alle caratteristiche del cliente.

L'obbligo di monitorare continuamente il profilo dell'investitore è dovuto anche al fatto che alcune informazioni contemplate dall'articolo 39 sono soggette ad una naturale obsolescenza che ne impone all'intermediario una periodica revisione.[148]

Premesso poi che gli intermediari non possono mai incoraggiare il cliente a non fornire le informazioni richieste,[149] la normativa secondaria dispone anche il comportamento di questi qualora il cliente si rifiutasse di fornire le informazioni richieste.

Il comma 6 dell'articolo 39 afferma che qualora gli intermediari non ottengano le informazioni richieste devono astenersi dal prestare i servizi di consulenza e di gestione del portafoglio. A differenza che in passato[150], il rifiuto del cliente di fornire le informazioni richieste dall'intermediario non è in alcun modo superabile in quanto si impone all'intermediario l'obbligo di astenersi dall'agire non potendo questo effettuare alcuna valutazione di adeguatezza.

---

[148] Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2009, p157 fa riferimento all'obbligo in capo all'intermediario di "aggiornare la "profilatura" del cliente nel corso del rapporto negoziale".

[149] Così dispone l'articolo 39 comma 7 del Reg. Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007. Tale comma viene richiamato anche all'articolo 41 del Regolamento Intermediari ai fine della valutazione di appropriatezza.

[150] Del Bene F., *Strumenti finanziari e regole Mifid: compliance, autorità di vigilanza, e conflitti d'interesse*, Ipsoa, 2009 p. 175. Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 69. Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano 2009, p. 165. L'articolo 28 comma 1 lettera a) del Regolamento Intermediari 11522/98 disponeva che il rifiuto del cliente di fornire le informazioni all'intermediario dovesse risultare nel "contratto con gli investitori" disposto all'articolo 30 del medesimo Regolamento, o da apposita dichiarazione da questo sottoscritta. Ciò non comportava alcun divieto d'operare per l'intermediario il quale veniva comunque in parte limitato in quanto avrebbe dovuto attribuire al cliente una propensione al rischio minima e quindi obiettivi d'investimento non elevati ovvero orientati alla conservazione del capitale. Si veda in merito anche Tribunale di Monza, sez. I civ. Pres. D'Aietti, sentenza del 16.12.2004 www.ilcaso.it

Per quanto concerne la valutazione di appropriatezza l'articolo 42 comma 4 del Regolamento Intermediari prevede in particolare la predisposizione di un'avvertenza al cliente in merito all'impossibilità nella determinazione di appropriatezza in riferimento al prodotto o servizio da questo richiesto.

Si ritiene che tale avvertenza, che può essere fornita anche mediante formato standardizzato, debba essere fornita ogni qual volta il cliente richiede l'esecuzione di un'operazione. Nonostante ciò possa essere ritenuto superfluo, in assenza di chiarimenti da parte dell'Autorità di Vigilanza e considerata l'ambiguità dei riferimenti regolamentari, si ritiene più opportuno che tale avvertenza risulti per ogni operazione disposta dall'investitore.[151]

Se questa è la disciplina in merito al rifiuto del cliente di fornire informazioni è lecito chiedersi come deve agire l'intermediario qualora le informazioni risultino insufficienti o parziali. In merito è bene ricordare che l'articolo 39 comma 5 del Regolamento Intermediari vieta l'uso di informazioni incomplete.

Se si prende in riferimento le informazioni relative alla conoscenza ed esperienza, la mancata raccolta di informazioni in merito deve essere equiparata al rifiuto di fornire le informazioni appena analizzato. In merito alle altre categorie di informazioni richieste, che si richiederanno ai fini della sola valutazione di adeguatezza, è opportuno che gli intermediari definiscano nelle proprie procedure interne presidi di controllo atti all'identificazione di quelle informazioni che se non presenti in misura ritenuta sufficientemente completa non consentano l'inizio della prestazione da parte dell'intermediario.[152] Quindi in tal caso non vi è un regime imposto dalla normativa che dispone se l'intermediario può agire o meno come rispetto al rifiuto del cliente di fornire informazioni ma ciò dipenderà dalle strategie adottate in merito dall'intermediario nella valutazione delle informazioni fornitegli.

5.LA CLASSIFICAZIONE DEL CLIENTE

Prima di analizzare la disciplina concernente la valutazione di adeguatezza e appropriatezza è opportuno soffermarci sulla classificazione della clientela. A categorie di investitori diversi corrispondono l'applicazione di distinte regole di condotta da parte degli intermediari e una

[151] Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi d'investimento* in www.ilcaso.it, Sez. II, documento n. 128/2008 p. 23

[152] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 350

graduazione della tutela. Le categorie entro le quali gli intermediari devono attuare la classificazione della clientela è una delle novità maggiormente rilevanti introdotte dalla MiFID.
Una classificazione dei clienti era già presente nel previgente Regolamento Intermediari[153] e si basava su una bipartizione tra i clienti non qualificati e quelli qualificati. Solo verso gli operatori non qualificati era indirizzata la normativa di protezione in tutta la sua interezza[154] in quanto gli operatori qualificati essendo operatori professionali disponevano di un grado di tutela minore e quindi parte della disciplina riguardante le regole di condotta degli intermediari non trovava applicazione.
Quest'ultimi potevano essere qualificati di diritto o su richiesta.[155] In riferimento agli operatori qualificati su richiesta, la valutazione si basava solo ed esclusivamente su attestazioni soggettive. Ai sensi dell'articolo 31 comma 2 del regolamento n. 11522 alle persone fisiche bastava documentare il possesso dei requisiti di professionalità che stabiliva il TUF; mentre per le persone giuridiche ai fini della qualificazione su richiesta bastava una dichiarazione scritta da parte del legale rappresentante che attestava il possesso di competenze ed esperienze specifiche. Vi era quindi un onere probatorio posto all'investitore ai fini della qualifica. Tale meccanismo fece sorgere un problema in merito all'accertamento dei requisiti richiesti. La dottrina riporta a tal proposito un contrasto giurisprudenziale tra quelle sentenze che imponevano un accertamento dei requisiti da parte degli intermediari e quelle che lo negavano. Rimane il fatto che prima dell'introduzione della MiFID sembrava emergere che il regolamento Consob portasse ad individuare due categorie di operatori qualificati, una di diritto e una che comprendeva quei soggetti che diventavano tali su richiesta grazie ad una sorta di autoproclamazione.[156]

[153] Il riferimento sta nell'articolo 31 (Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori) comma 1 del Reg. di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998)

[154] Infatti, come si desume dal comma 1 dell'articolo 31 del vecchio regolamento intermediari, gli operatori qualificati erano esenti dall'applicazione di alcune disposizioni , tra le quali figuravano quelle in tema di conflitto d'interesse, valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite, informativa pre-contrattuale, *best execution*, attestazione degli ordini e rendicontazione delle operazioni.

[155] Il riferimento sta nell'articolo 31 (Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori) comma 2 del Reg. di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998)

[156] Nella dottrina si veda in merito anche Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 582 parla di dichiarazione"autoreferenziale, priva di riscontri e verifiche da parte dell'intermediario. Si veda anche Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 61 il quale fa sempre riferimento ad una dichiarazione autoreferenziale in merito alla quale auspicherebbe quantomeno un controllo dell'autorità di vigilanza.

La vigente normativa prevede una tripartizione della classificazione della clientela introducendo una vera e propria "nuova classificazione"[157] di questa. Nella tabella[158] che segue si raffrontano le categorie di clientela previste nella previgente normativa con quelle introdotte dalla MiFID.
Vi è da premettere che con tale classificazione la MiFID non vuole far venir meno la protezione di alcune categorie di clienti. La tutela del cliente rimane infatti l'obiettivo principale ma, come riporta il Considerando 31 Direttiva MiFID n. 2004/39/CE, "le misure di tutela destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitore".[159]
Tabella 1: Categoria di clientela

Status ante MiFID	Status post MiFID
Investitore non qualificato	Cliente al dettaglio (c.d. *retail*)
Operatori qualificati: • di diritto; • su richiesta (dichiarazione su competenza ed esperienza).	Clienti Professionali: (c.d. *professional clients*) • di diritto; • su richiesta (specifici parametri da rispettare.)
Categoria non prevista	Controparti qualificate (c.d. *eligeble counterparties*)

Come si desume dalla tabella la principale distinzione, per quanto riguarda le categorie nelle quali si ripartisce la clientela, è data dalla presenza di una nuova categoria: le controparti qualificate.
Come anticipato alle tre distinte categorie corrispondono tre distinti regimi di tutela. Se nei confronti del cliente *retail* gli intermediari sono tenuti ad osservare le regole di condotta disposte dalla disciplina nella loro interezza, discorso diverso vale per i *professional client* e per gli *eligeble counterparties*. Se per i primi è prevista una parziale disapplicazione di tali regole per le controparti qualificate la disapplicazione di queste è quasi totale.

[157] l'articolo 35 comma 1 del Reg. Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007, (informazioni riguardanti la classificazione dei clienti.) parla di "nuova classificazione".

[158] Del Bene F., *Strumenti finanziari e regole MIFID: compliance, autorità di vigilanza, e conflitti d'interesse*, Ipsoa, 2009, p. 221

[159] Si veda in merito Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 573, il quale oltre a riportare quanto disposto dal Considerando n. 30 richiama nello stesso senso il Considerando n. 5 che dispone che la direttiva tiene conto "della natura del cliente o potenziale, ovvero della sua qualità di cliente al dettaglio o di cliente professionale" con particolare riferimento agli obblighi di informativa attiva che gli intermediari devono assolvere.

Uno dei fattore di continuità con la precedente disciplina è data dal fatto che i clienti *retail*, come gli allora investitori non qualificati, vengono individuati per differenza rispetto alle altre categorie.
La disciplina non prevede caratteristiche peculiari utili per identificare i soggetti che ne fanno parte, ma lascia che questi siano desumibili in termini di esclusione.[160] L'articolo 26 comma 1 lettera e) del Regolamento Intermediari definisce i cliente *retail* coloro che non sono cliente professionale o controparte qualificata. Questi sono clienti al dettaglio di diritto ma vedremo esserci anche quelli su richiesta, in quanto la disciplina permette di richiedere il cambio di classificazione. A tale tipologia spetta il grado di tutela più elevato e quindi trova applicazione la disciplina nella sua interezza.
Essendo la tutela del cliente perseguita mediante lo strumento dell'informazione, a questo viene fornito un numero elevato di informazioni, anche se in formato standardizzato, proprio al fine di renderlo edotto in merito alle proprie scelte e alla valutazione dei rischi che queste comportano.
Per quanto riguarda i clienti professionali le distinzioni da compiere sono molteplici. L'articolo 26 comma 1 lettera d) del Regolamento Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 riporta la definizione di "cliente professionale".
Questo dispone che i clienti professionali privati rispettino determinati requisiti disposti dalla Consob all'Allegato n. 3 del Regolamento intermediari, mentre compete al Ministro dell'Economia e delle Finanze, l'individuazione dei clienti professionali pubblici. Questo ne definisce i requisiti mediante regolamento ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies del Testo Unico.
I clienti professionali di diritto, sia privati che pubblici, sono coloro che possiedono 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 assumono[161].
Se uno degli obbiettivi della disciplina è informare il cliente al fine di renderlo edotto in merito alle proprie scelte d'investimento, un cliente professionale è colui che è già consapevole delle scelte da fare e dei rischi ai quali va in contro. Ciò giustifica il venir meno di alcune regole della disciplina poste a tutela del cliente, in quanto lo si considera per certa parte autonomo nell'assumere decisioni e nel valutare i rischi che queste comportano. Non trovano così applicazione, a titolo di esempio, le regole in merito alla valutazione di appropriatezza, in riferimento all'articolo 42 del Regolamento

[160] Nella previgente normativa gli operatori qualificati erano disposti all'articolo 31 (Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori) del Reg. di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998); mentre gli investitori non qualificati non avevano un articolo che li identificava.

[161] Allegato 3 Reg. Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 il quale rubrica "i clienti professionali privati". La medesima definizione è disposta in merito ai "clienti professionali pubblici" all'articolo 1 comma 1 del "Regolamento recante definizione dei clienti professionali pubblici, criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e relativa procedura di richiesta". Disposto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze. In www.dt.tesoro.it

Intermediari, e gli artt. 29, l'articolo 30 e 32 che riguardano le informazioni sugli intermediari e i suoi servizi nonché su costi e sugli oneri.

Ai sensi dell'Allegato 3 sez. I, del Regolamento vigente, i clienti professionali privati di diritto sono definiti su 3 punti. Questi sono in primis tutti quei soggetti, sia italiani che esteri, i quali devono essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari. Non solo i soggetti autorizzati possono essere considerati clienti professionali di diritto, in quanto tra questi vi rientrano anche le imprese di grandi dimensioni che ottemperano ai requisiti disposti nell'Allegato 3 considerato. Per tali imprese il rispetto dei requisiti viene valutato a livello di singola società. Infine al terzo punto si definiscono i clienti professionali privati di diritto gli investitori istituzionali che svolgono principalmente l'attività d'investimento in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

I clienti professionali pubblici di diritto sono individuati con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 11 novembre 2001 n. 236.[162] Di tale decreto l'articolo 2 comma 1 dispone quali clienti professionali pubblici di diritto il Governo della Repubblica e la Banca d'Italia.

L'ultima categoria di classificazione dei clienti attiene le controparti qualificate. Queste si individuano nell'articolo 6 comma 2-*quater*, lett. d) del TUF, che ne dispone un elenco (SGR, imprese d'investimento e d'assicurazione, banche,…), e nell'articolo 58 del Regolamento Intermediari.

In tale classificazione vi rientrano i clienti che hanno il più alto livello di competenza, conoscenza ed esperienza in materia d'investimenti finanziari. A ciò consegue il livello più basso di tutela.

A tal proposito l'articolo 58 comma 3 del Regolamento Intermediari dispone la disapplicazione degli articolo da 27 a 56, ad eccezione dell'articolo 49 comma 2, del Regolamento Intermediari. Quindi non trovano applicazione tutti gli articoli attinenti agli obblighi informativi, pubblicitarie e non, nonché quanto disposto in merito alle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza.

Con l'entrata in vigore della Direttiva MiFID II la tripartitica classificazione dei clienti non verrà sconvolta ma subirà qualche leggera modifica. Tuttavia dalla definizione data dall'articolo 4 n. 10 che rimanda all'Allegato 2 della medesima direttiva, i criteri di identificazione dei clienti qualificabili come professionali dovrebbero essere aggiornati. L'allegato 3 che ne disciplina i criteri di identificazione nella vigente normativa dovrebbe quindi venir integrato dal punto 3) dell'Allegato 2 della MiFID. Dovrebbero rientrare tra i clienti professionali di diritto anche i governi nazionali e regionali, compresi gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico a livello nazionale

[162] Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 11 novembre 2011, n. 236, è stato pubblicato il Regolamento recante "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".

o regionale, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali come la Banca mondiale, l'FMI, la BCE, la BEI e altre organizzazioni internazionali analoghe.

Inoltre, al considerando n. 104 della direttiva 2014/65/UE, il legislatore comunitario afferma come la crisi abbia messo in evidenza le difficoltà dei clienti non classificabili tra i *retail* nel valutare i rischi connessi agli investimenti. Per tal motivo il legislatore europeo, pur mantenendo ferma la classificazione tripartitica della clientela e la graduazione di tutela a questa connessa, afferma sia necessario "calibrare" meglio i requisiti richiesti alle singole categorie, estendendo alcuni requisiti in materia di informazione e segnalazione anche alle controparti qualificate. Quest'ultime secondo il considerando n. 103 della recente direttiva 2014/65/UE dovrebbero essere considerate in qualità di clienti. A mio parere in tal modo il legislatore europeo vuole affermare che a queste andrebbe riservato un maggior grado di tutela.

Ultima innovazione che dovrebbe aversi in merito all'introduzione della MiFID 2 riguarda la classificazione di comuni e autorità pubbliche locali, che non saranno più qualificati automaticamente come clienti professionali o controparti qualificate. In particolar modo dovrebbe essere esclusa la classificazione quali controparti qualificate mentre dovrebbe essere consentita quella professionale su richiesta.

1.1 LE POSSIBILI VARIAZIONI DI CATEGORIA

Dopo aver visto come si configurano le tre categorie di classificazione e aver accennato alle conseguenze che ne derivano è opportuno segnalare che anche nella vigente disciplina è consentita la variazione di categoria. L'articolo 35 comma 2 del Regolamento Intermediari, in merito alle informazioni che l'intermediario deve fornire con riguardo alla variazione, qualifica come "eventuale" il diritto dei clienti di richiedere una variazione di classificazione. Ciò potrebbe portare a pensare che solo su concessione degli intermediari i clienti hanno diritto a richiedere la variazione di classificazione. Tuttavia non è così, in quanto, secondo la dottrina,[163] ciò sta solamente ad attestare che la richiesta del cliente deve essere valutata dall'intermediario. La richiesta infatti può avvenire su iniziativa dell'intermediario o su richiesta del cliente.[164]

[163] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 576 in riferimento all'articolo 35 Reg. Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 e articolo 28 par. 2 della Direttiva II parla di antinomia giuridica.

[164] l'articolo 35 comma 3 del Reg. Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007, (informazioni riguardanti la classificazione dei clienti) afferma che gli intermediari possono, su loro iniziativa o su richiesta del cliente e segue l'elenco dei possibili *upgrading* e *downgrading*

Premesso ciò le variazioni concesse sono le seguenti:

- ✓ da cliente *retail* a cliente professionale su richiesta;
- ✓ da cliente professionale di diritto a *retail*;
- ✓ da *esigible controparty* a cliente professionale;
- ✓ da *esigible controparty* a retail.

Solo nel primo caso si ha una diminuzione del livello di tutela del cliente; negli altri casi la variazione avrà come conseguenza un aumento del grado di tutela dovuta al cliente.

È bene poi evidenziare che la MiFID risponde alle problematiche sorte nella previgente normativa in merito alla classificazione degli operatori qualificati su richiesta. Nella nuova regolamentazione sono previste condizioni stringenti e specifiche al fine di consentire ad un cliente degli *upgrading* o dei *downgrading* così da permettergli di ottenere una variazione della categoria di appartenenza.

Tali condizioni riguardano sostanzialmente la richiesta che i clienti retail e le controparti qualificate fanno per essere qualificati quali clienti professionali, c.d. clienti professionali su richiesta. Infatti le altre due variazioni consentite attengono alla classificazione dei clienti professionali e delle controparti qualificate quali clienti al dettaglio su richiesta. A tal fine non è necessaria alcuna valutazione da parte dell'intermediario, gli stessi *retail* sono individuati in via residuale senza alcuna caratteristica specifica, ma basterà un "accordo scritto" con l'intermediario ai sensi dell'Allegato 3, sez. I. In tale accordo verranno specificati i limiti entro i quali vige la variazione di classificazione in merito alla generalità o meno delle operazioni e dei prodotti.

Ai fini della valutazione di una richiesta volta ad acquisire la qualifica di cliente professionale, con riguardo ai clienti privati, l'allegato 3 del Regolamento Intermediari Sez. II.1 rubrica "criteri di identificazione" ed enuncia dei criteri specifici che dovranno essere accertati dall'intermediario.

Al fine dell'accettazione della richiesta l'intermediario dovrà attuare due valutazioni le quali, a parer mio, sembrano favorire i *downgrading* volti ad aumentare la tutela del cliente piuttosto che gli *upgrading* che la fanno venir meno.

La prima valutazione consiste nell'accertarsi sul fatto che competenze, conoscenze ed esperienze del cliente gli consentano di adottare decisioni in modo consapevole in riferimento alla natura dell'operazione o del servizio da questi richiesta. Questa dovrà essere accertata soprattutto nei casi ove la richiesta è posta da un cliente *retail*. La controparte qualificata che chiede di rientrare nella classificazione dei clienti professionali, in via teorica, dovrebbe già disporre di tale requisito che comunque andrà valutato dall'intermediario. La seconda valutazione riguarda il rispetto di due su tre dei requisiti imposti dal legislatore, aventi riguardo a frequenza e dimensione delle operazioni svolte dal cliente nell'ultimo trimestre; il valore del portafoglio di strumenti finanziari ed il fatto che il cliente abbia svolto o svolga un'attività lavorativa ad un certo livello di professionalità nel settore

finanziario per un certo periodo. Anche in tal caso la dimostrazione del possesso dei requisiti sembrerebbe più facile per le controparti qualificate rispetto ai clienti *retail*.

Anche per le persone giuridiche è prevista una valutazione sostanziale da parte dell'intermediario.

Ai sensi dell'articolo 3 comma 1 del Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 11 novembre 2011, n. 236, possono far richiesta agli intermediari di essere trattati come clienti professionali pubblici i soggetti di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267,[165] quindi gli enti locali quali comuni, province e città metropolitane; e gli enti pubblici nazionali e regionali. Questi, ai sensi del medesimo articolo 3 comma 1 del Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 11 novembre 2011, n. 236, devono possedere i medesimi requisiti specifici previsti per i privati.

La procedura da rispettare ai fini dell'accettazione della richiesta del cliente di ottenere il trattamento previsto per i clienti professionali è disposta dall'allegato 3 nella Sez. II. 2. Da~~lla~~ questa si evince come la comunicazione, al fine di dare consapevolezza delle conseguenze comportanti la variazione di classificazione, sia l'elemento centrale del complesso procedimento mediante il quale avviene il cambio di classificazione su richiesta del cliente. La procedura si articola in una richiesta da parte dei clienti mediante comunicazione scritta, la quale può essere generale o riguardare singoli servizi, strumenti o addirittura operazioni.

A questa segue una comunicazione scritta, di risposta dell'intermediario, contenente le protezioni e i diritti che vengono meno a seguito del cambio di classificazione. Tale comunicazione deve essere chiara, proprio perché è fondamentale rendere consapevole il cliente di come varierà la sua protezione. Il fatto di voler rendere consapevole il cliente delle conseguenze derivanti dalla variazione della classificazione si evince anche dal fatto che tale procedura si conclude con una dichiarazione scritta del cliente attestante di essere consapevole del minor grado di tutela che gli spetta.

6.GLI OBBLIGHI D'INFORMAZIONE ATTIVA

Abbiamo visto precedentemente che l'intermediario è soggetto a degli obblighi d'informazione passivi che gli impongono di raccogliere informazioni sul cliente al fine della classificazione di questo in una delle categorie sopra esaminate.

Le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza trovano fondamenta anche nella conoscenza dettagliata dei prodotti finanziari che intende proporre ai clienti, andando così a creare degli

[165] Decreto Legislativo del 18 agosto 2000, n. 267. Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali.

obblighi informativi attivi in capo all'intermediario. Tali valutazioni in sintesi sono un raffronto tra il servizio o strumento finanziario ed il cliente; quindi l'intermediario oltre all'informazioni sul cliente necessita anche di informazioni sui vari strumenti finanziari presenti sul mercato.

La *know your merchandise rule* dispone quindi l'obbligo in capo agli intermediari di informarsi sulle caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto di negoziazione con il cliente. Tale obbligo si concretizza in una attività di monitoraggio continua e puntuale del mercato e dei prodotti finanziari negoziati. Tale attività assume rilevanza in un mercato come quello finanziario in continua evoluzione; basti pensare anche solo ad una eventuale emissione obbligazionaria da parte di un emittente.

La *know your merchandise rule* era prevista espressamente dall'articolo 26 lett. e) del previgente Regolamento Intermediari ai sensi del quale gli intermediari dovevano essere a conoscenza degli strumenti e dei servizi d'investimento che offrivano a prescindere che questi fossero propri o di terzi.

La previgente normativa contemplava anche la disposizione di un "Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari". Questo era previsto espressamente dall'articolo 28(informazioni tra gli intermediari e gli investitori) al comma 1 lett. b) del previgente Regolamento Intermediari, il c.d. *risk disclosure statement*.[166] Tale documento non è più necessario ad oggi in quanto non previsto dalla disciplina. Si è ritenuto che gli operatori non professionali non avessero gli strumenti cognitivi adatti per metabolizzare ed interpretare tutta questa serie di informazioni, così che tale documento risultava poco funzionale. In relazione a tale documento vi è da dire che alcuni rappresentanti dell'industria finanziaria proposero l'adozione di un "Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari" sulla falsa riga di quanto disponeva la previgente disciplina con gli opportuni aggiornamenti del caso.

Tuttavia la Consob non ritenne di usufruire della facoltà disposta dall'articolo 6 comma 2 del TUF che le avrebbe consentito, relativamente alle materie disciplinate dalla MiFID, di imporre nei regolamenti obblighi aggiuntivi a quelli previsti dalla stessa direttiva, in quanto tale facoltà è vincolata alla volontà della Consob e al verificarsi di condizioni quali il verificarsi di rischi specifici e particolarmente rilevanti considerata la struttura specifica del mercato italiano; ovvero rischi specifici emersi post emanazione della direttiva.

[166] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p.181 e ss.

Nella normativa vigente la *know your merchandise rule* non è espressamente prevista come nel previgente articolo 26 del Regolamento Intermediari. Tuttavia, come fa notare anche la dottrina[167], viene difficile considerare tale silenzio normativo come una lacuna del legislatore comunitario prima e nazionale poi, soprattutto in virtù degli obiettivi di maggior tutela degli investitori posti dalla MiFID. Tra l'altro tale obbligo risulta essenziale, come detto, quanto le informazioni da richiedere al cliente ai fini della valutazione di adeguatezza e appropriatezza.

L'articolo 31 stesso rubrica "Informazioni sugli strumenti finanziari" e al comma 1 dispone che gli intermediari "forniscano ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati". Già in tale comma si prefigura come in capo agli intermediari siano posti degli obblighi d'informazione attiva confermando che il silenzio normativo sia la mera conseguenza di un precetto assodatosi a tal punto nel tempo da farne risultare superflua l'enunciazione.[168]

Nel rispetto di tale disposizione l'intermediario dovrà tener conto della classificazione del cliente e del "tipo specifico di strumento utilizzato" con particolare attenzione ai rischi dello stesso.

Secondo la dottrina[169] la *know your merchandise rule* apparirebbe rinforzata nella nuova disciplina proprio in virtù della specificità degli elementi richiesti dall'articolo 31 comma 2 del Regolamento Intermediari. La dottrina[170] fa notare inoltre come il fatto che gli obblighi d'informazione attiva siano posti in relazione al "tipo specifico di strumento interessato" e allo "*status*" e al "livello di conoscenza del cliente" attestino la volontà del legislatore di evitare una standardizzazione delle informazioni a favore di informazioni più particolareggiate e caratterizzate in relazione al singolo cliente e prodotto. Il fine è dunque quello di personalizzare il più possibile il rapporto tra l'intermediario ed il cliente in considerazione dell'obbiettivo principale che è quello di rendere il cliente consapevole.

Tra gli elementi dell'informativa dovuta con specifico riferimento ai rischi, ai sensi dell'articolo 31 comma 2, sono degni di nota: l'effetto leva, cioè la possibilità di effettuare un investimento che riguarda un ammontare elevato di risorse finanziarie al cospetto di un basso capitale impiegato, il rischio di perdita totale, la volatilità del prezzo e gli eventuali limiti alla liquidabilità degli strumenti finanziari.

---

[167] Gentili A., *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in Contratti, 2008, p.395

[168] In tal senso si veda Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 35

[169] Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, Giuffrè, p. 169

[170] Inzitari B.,Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 46 e ss. Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 37

Il comma 3 dell'articolo 31 del Regolamento Intermediari riguarda gli strumenti finanziari oggetto di offerta al pubblico, e impone all'intermediario di rendere note le modalità per prendere visione del relativo prospetto qualora questo venga pubblicato.[171] Il comma 4 ha per oggetto i rischi inerenti alle operazioni finanziarie[172], derivanti cioè dalla combinazione di più strumenti finanziari. Qualora questi siano superiori rispetto ai rischi connessi alle singole componenti della combinazione che si vorrebbe realizzare, l'intermediario deve descrivere le caratteristiche delle singole componenti e perché la loro aggregazione comportino un aumento del rischio.

1.1 INFORMAZIONE SULL'INTERMEDIARIO E SUI COSTI DEL SERVIZIO

La normativa secondaria dispone una serie di regole cui l'intermediario deve attenersi nel fornire le informazioni al cliente investitore. Qui il riferimento non è alla disamina degli articoli 27 e 28 del Regolamento Intermediari già discussi nel precedente capitolo in riferimento alla lettera c) dell'articolo 21 del TUF; ma a tutte quelle regole di condotta che riguardano alcuni obblighi generali di informazione a favore dei clienti e che danno concretezza alle lettere presenti nella seconda parte del comma 2 dell'articolo 27 rubricato "requisiti generali delle informazioni".

In merito agli artt. 29,30, e 32 del Regolamento Intermediari è rilevante notare come la corposa normativa relativa al flusso informativo che procede dall'intermediario al cliente faccia sovente riferimento ai soli "clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio". Ciò[173] in virtù della maggior tutela e minor conoscenze ed esperienze riconosciuta al cliente classificato come *retail*.

L'articolo 29 rubricato "informazioni sull'intermediario e i suoi servizi" esplicita le informazioni che l'intermediario deve fornire al cliente in merito alla lettera a) dell'articolo 27 comma 2 quindi le informazioni che riguardano l'intermediario e i suoi servizi. È composto da un elenco di informazioni che l'intermediario deve fornire qualora "siano pertinenti".

[171] Per ulteriori approfondimenti sul prospetto disciplinato dall'articolo 94 D. lgs. del 24 febbraio 1998 n. 58 richiamato dall'articolo 31 comma 3 del Reg. Intermediari si veda: Sangiovanni V., La responsabilità per il prospetto tra diritto comunitario, legge nazionale e Regolamento Consob, in www.academia.edu , 2011, La responsabilità civile, p. 852

[172] Si veda in merito Consob, Nuovo Regolamento intermediari, Recepimento della direttiva 2004/39/CE (MiFID): Il nuovo regolamento intermediari tra disciplina comunitaria e scelte nazionali, documento di consultazione, 20.07.2007, p. 51 in merito alle valutazioni fatte all'articolo 31 comma 4

[173] L'articolo 29 ad esempio si riferisce al solo cliente al dettaglio o potenziale nei commi 1 e 3, mentre solo nel comma 2 tale riferimento non sussiste. Il comma 2 dell'articolo 29 infatti nel disciplinare le metodologie di valutazione e comparazione dei risultati della gestione, con riferimento al "servizio di gestione di portafoglio", fa riferimento alla "coerenza con gli obiettivi di investimento e con i tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente".

I clienti verranno messi a conoscenza in merito alla denominazione, alla sede e ai relativi recapiti dell'intermediario (lett. a) nonché in merito alle lingue nelle quali il cliente può comunicare con l'intermediario e può ricevere da questi documenti e informazioni (lett. b). L'intermediario inoltre comunica al cliente i metodi di comunicazione da utilizzare nell'invio e nella ricezione degli ordini (lett. c). Essendo l'attività d'intermediazione un'attività riservata e oggetto d'autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza spetta all'intermediario dichiarare di essere stato autorizzato (lett. d) e lo stesso vale per gli agenti ad esso collegati ai sensi dell'articolo 23 della direttiva n. 2004/39/CE che fornisce la nozione di agente collegato.

Nelle lettere che seguono si dispone inoltre che nei casi in cui l'intermediario detenga strumenti finanziari e/o denaro dei clienti, egli dovrà fornire a questi "una descrizione sintetica delle misure adottate per assicurare la loro tutela" (lett. g). La descrizione sintetica è richiesta anche in merito al sistema d'indennizzo (lett. h) degli investitori o di garanzia dei depositi pertinenti; nonché delle modalità di copertura di questo. Infine (lett. i e l) anche la politica del conflitto d'interesse va comunicata in forma sintetica al cliente, il quale in qualsiasi momento può richiedere maggiori dettagli in merito a questa.

Il comma 2 dell'articolo 29 del Reg. Intermediari è invece dedicato in via esclusiva al servizio di gestione del portafoglio. L'intermediario per tale servizio deve dotarsi di un metodo di analisi dei risultati appropriato anche mediante l'indicazione di un "parametro di riferimento significativo" ovvero un c.d. *benchmark*.[174]

Infine il comma 3 dell'articolo 29 del Regolamento Intermediari dispone un set di informazioni da fornire al cliente al dettaglio che vanno ad aggiungersi a quelle disciplinate dal comma 1 del medesimo articolo nel caso l'intermediario presti il servizio di gestione di portafoglio.

L'articolo 30 è rubricato "informazioni concernenti la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela". In riferimento ai soli clienti al dettaglio, qualora gli intermediari detengano strumenti finanziari o somme di denaro appartenenti a questi, il comma 2 dispone che l'intermediario è tenuto a fornire informazioni circa l'eventuale possibilità che sia un terzo a detenere i titoli o il denaro di questi e circa le eventuali responsabilità che l'intermediario si assume conseguentemente all'insolvenza del terzo.

Il comma 3 prevede una disposizione simile, con riguardo ai soli strumenti finanziari dei clienti, nel caso in cui l'intermediario li detenga su di un "conto omnibus"[175]. In tal caso i clienti vengono

[174] Abriani N., in *Diritto Commerciale*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 446 il quale in riferimento al "parametro di riferimento significativo" usa proprio il termine benchmark.

[175] Regolamento in materia di capitale minimo e operatività all'estero delle SIM nonché deposito e subdeposito dei beni della clientela (Deliberazione della Banca d'Italia n. 1097 del 29 ottobre 2007) nel Titolo V Modalità di deposito e sub-

informati del fatto che i loro strumenti sono depositati in tale conto, e gli verrà fornito un avviso recante i rischi che da tale deposito ne derivano.

Gli intermediari devono comunicare al cliente al dettaglio se le somme di denaro o gli strumenti finanziari a questo appartenenti vengono depositati in conti sottoposti alle norme di un ordinamento extracomunitario (comma 4). Non solo, dovranno anche indicare come ciò potrebbe influire sui diritti che i clienti hanno su tale somme e strumenti. L'intermediario informa il cliente anche su eventuali diritti di garanzia o privilegi che potrebbe vantare sugli strumenti finanziari e sulle somme di denaro del cliente. (comma 5). Il conclusivo comma 6 è forse uno dei più rilevanti tra quelli esaminati in merito agli strumenti finanziari e alle somme di denaro del cliente detenuti dall'intermediario. Infatti, qualora l'intermediario intendesse utilizzare gli strumenti finanziari, che detiene, di un cliente al dettaglio, dovrà fornirgli, in via preventiva ed in tempo utile, informazioni "chiare, complete ed accurate sugli obblighi e sulle responsabilità che l'utilizzo di tali strumenti finanziari comporta per l'intermediario". Ma non solo, in quanto tali informazioni dovranno comprendere anche le condizioni di restituzione degli strumenti nonché i rischi che derivano dal loro utilizzo. Il cliente viene quindi informato sulle conseguenze di un eventuale uso dei propri strumenti da parte dell'intermediario che li detiene.

La disciplina ora esaminata non è altro che applicazione del principio di trasparenza onde evitare che l'investitore *retail* sia indotto in errore, andando così ad investire basandosi sulla solidità del soggetto suo diretto interlocutore.[176]

In merito all'articolo 31 del Regolamento Intermediari si è già parlato nel paragrafo precedente, mentre è importante analizzare l'articolo 32 in merito alle informazioni sui costi e sugli oneri, che consistono nella fonte di guadagno degli intermediari. Per gli investitori è utile conoscere quanto gli costerà usufruire dei servizi dell'impresa d'investimento in quanto ciò gli permette un raffronto in termini di costo opportunità rispetto agli altri intermediari, andando tali costi a diminuire il profitto derivante dall'investimento. Al comma 1 dell'articolo 32 alla lettera a) la Consob fa riferimento ad un unica indicazione del "corrispettivo totale" quale costo complessivo che il cliente dovrà supportare. La dottrina[177] osserva che non è un caso che la Consob faccia riferimento ad un unico

---

deposito delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela; nella Se. I "Disposizioni di carattere generale" p. 9 fornisce la seguente definizione di conto omnibus: " il conto aperto presso un depositario abilitato, intestato all'intermediario, in cui sono immessi strumenti finanziari di pertinenza di una pluralità di clienti".

[176] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 294 parla di applicazione della trasparenza sotto un particolare profilo.

[177] Sangiovanni V. , *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MiFID*, www.academia.edu, marzo 2008, p. 790,

valore indicativo del corrispettivo totale. Così facendo si è cercato di evitare spiacevoli sorprese all'investitore dovute ad una composizione della struttura retributiva spettante all'intermediario complessa per la sua tecnicità e poco chiara che risulterebbe di difficile comprensione. Inoltre l'articolo le commissioni che l'intermediario applica, le quali rientrano nel corrispettivo totale, siano indicate separatamente in quanto è proprio su queste che l'intermediario potrebbe agire per far lievitare il prezzo[178]. La presenza di un unico corrispettivo totale in tale ottica risulta uno strumento volto a favorire la trasparenza. Solo qualora l'intermediario non riesca ad indicare un corrispettivo esatto allora andrà riportata la base per il calcolo di questo.

1.2 MODALITÁ E TERMINI DELLE INFORMAZIONI

Visto l'ingente flusso informativo che l'intermediario deve fornire al cliente, in particolar modo al cliente *retail*, viene da chiedersi quali siano le tempistiche entro le quali l'intermediario deve fornire le informazioni e di quali mezzi possono avvalersi per fare ciò. Il riferimento è dato da quanto disposto dall'articolo 34 Reg. Intermediari, il quale disciplina le modalità e i termini delle informazioni. Tale articolo al comma 1 richiama l'articolo 27 del Regolamento Intermediari, in quanto è volto a dar concretezza ai requisiti generali delle informazioni.

Al comma 2 dell'articolo 34 è disposo che alcune informazioni siano fornite in via preventiva non solo rispetto alla prestazione del servizio da parte dell'intermediario ma rispetto al fatto che il cliente sia vincolato dalla stipula di un contratto. Saranno oggetto di tale disposizioni tutte quelle informazioni che rientrano nella fase precontrattuale e che sono utili "*al cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio*" per valutare se pervenire alla stipula del contratto o meno. Tali informazioni concernano gli elementi del contratto, e riguardano la fase di contrattazione. Tale comma fa riferimento al "*tempo utile*" .[179] Questo andrebbe interpretato come quella tempistica che permette al cliente di assimilare le informazioni ai fini dell'adozione della decisione d'investimento.

[178] L'articolo 32 comma 1 del Reg. Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 dopo l'elenco riportato afferma che: "ai fini della lettera a), le commissioni applicate dall'intermediario vengono in ogni caso indicate separatamente."

[179] In riferimento al concetto di "in tempo utile". Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari,* Itaedizioni, Torino, 2009, p. 299 afferma che la Consob ha chiarito sul piano interpretativo che, per "tempo utile" andava considerato quanto disposto dall'articolo 48 della direttiva n. 2006/73/CE

Il comma 3 dell'articolo 34 Reg. Intermediari riguarda gli articoli trattati nel paragrafo precedente, ovvero quelli che vanno dall'articolo 29 all'articolo 32 del Regolamento Intermediari.[180] In questo caso le informazioni devono essere preventive alla prestazione di servizi d'investimento o accessori. Tali informazioni possono essere fornite sia prima sia dopo la conclusione del contratto. Al potenziale cliente verranno fornite prima stipula del contratto, in quanto questo, non essendo ancora un cliente, non ha stipulato alcun contratto, e quindi ogni possibile prestazione dell'intermediario risulterebbe nulla non avendo fondamenta contrattuali. Per quanto riguarda coloro che sono già clienti dell'intermediario, tali informazioni possono essere fornite anche dopo la stipula del contratto, ma comunque prima della prestazione da parte dell'intermediario.

Ciò appare abbastanza scontato in quanto il cliente vorrà avere ad esempio informazioni sull'intermediario e sui servizi da questi offerti nonché su costi e oneri del servizio prima di procedere alla prestazione del servizio stesso.

In via generale si può affermare che le informazioni devono essere sempre fornite prima della stipula del contratto, ad eccezione del comma 3 dell'articolo 34 del Regolamento Intermediari. Questo contempla informazioni che possono essere fornite dopo la stipula del contratto ma in tempo utile prima della prestazione del servizio da parte dell'intermediario. Tale eccezione non potrà ovviamente riguardare i potenziali clienti ma i clienti acquisiti che hanno già stipulato un contratto.

A questo punto potremmo chiederci se dopo l'esecuzione del servizio l'intermediario abbia degli obblighi informativi nei confronti del cliente.

La giurisprudenza si è divisa, ritenendo esaurito l'obbligo dell'intermediario finanziario una volta conclusa la negoziazione.

Parte della giurisprudenza[181] sosteneva sussistesse un obbligo d'informazione in capo all'intermediario in relazione all'andamento dello strumento finanziario acquistato in virtù del principio generale della c.d. buona fede esecutiva nonché ai sensi dell'articolo 21 comma 1 lett. b) del TUF, il quale trovava applicazione a tutti i servizi di investimento indicati nell'articolo 1, comma 5 del TUF esaminati nel precedente capitolo.

[180] Si tratta delle informazioni sull'intermediario e i suoi servizi (articolo 29), sulla salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela (articolo 30), sugli strumenti finanziari (articolo 31) e sui costi e sugli oneri (articolo 32).

[181] A favore della continuità dell'informazione si veda: Tribunale di Cosenza, 01.03.2006, n. 361, in www.ilcaso.it, Sez. I, Giur. Doc. 361/2006, Pres. F. Morano, Rel. Maria Ausilia Ferraro. Nella dottrina a favore di tale orientamento giurisprudenziale si veda Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 46 e da Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano,2008, p. 63 in nota 38

Altra giurisprudenza,[182] riferendosi all'informativa in relazione ad un peggioramento del rating, affermava che questa ha rilevanza in ordine a rapporti di gestione del portafoglio ma non in quelli di negoziazione e gestione titoli. Sostanzialmente, su tale linea giurisprudenziale, si poneva quella giurisprudenziale[183] che negava l'obbligo dell'intermediario di informare il cliente dell'eventuale deterioramento del titolo acquistato a meno che con ciò ci si riferisse al servizio di gestione di portafoglio. Stando a tale filone giurisprudenziale la continuità informativa veniva negata in riferimento al tipo di servizio d'investimento considerato; in particolare l'obbligo d'informativa sembrava valere solo per il servizio di gestione di portafoglio.

Tuttavia, altra parte della giurisprudenza[184] negava completamente vi fosse un obbligo informativo posto in capo agli intermediari nei confronti del cliente in seguito al peggioramento del titolo ovvero post esecuzione dell'operazione. La giurisprudenza affermava ciò sostenendo che l'adempimento degli obblighi informativi degli intermediari andava valutato nel momento in cui veniva effettuata l'operazione sulla base delle informazioni di cui disponeva l'intermediario fino a quel momento. Questo era esente da responsabilità se, sulla base delle informazioni che aveva precedentemente all'esecuzione dell'operazione, non poteva prospettare un peggioramento del titolo della società emittente. In tale ottica l'intermediario non aveva nessun obbligo di monitoraggio del titolo post esecuzione dell'ordine.

In merito parte della dottrina afferma che la risposta a tale quesito dipenda dalla natura negoziale che si vuole dare al contratto. Se lo si considera un contratto di mandato l'obbligo di continuità d'informazione dell'intermediario troverebbe ragion d'essere. Viceversa l'obbligo non avrebbe ragion d'esistere se si attribuisce ai singoli atti giuridici compiuti dall'intermediario per conto del cliente natura non negoziale e quindi di attività esecutiva di mero trasferimento titoli.[185]

---

[182] Si veda Tribunale di Milano, 26.04.2006, n. 4882, in www.ilcaso.it, Sez. VI, Doc. 287/2006,Pres. A. Bernardini, Rel, S. Puliga.

[183] Si veda in merito Tribunale di Milano, 18.10.2006, in www.ilcaso.it, Sez. I, Giur. Doc. 477/2006, Pres. F. Vanoni, Est. Silvia Brat Tribunale di Venezia, 04.05.2006, in www.ilcaso.it, Sez. I, Giur. Doc. 477/2006, Pres. R. Zacco, Rel. A. Fidanzia

[184] Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano, 2008, p. 64 in riferimento a Tribunale di Catania, 21.10.2005, in www.ilcaso.it, Sez. IV civ. Sez. I, Giur. Doc. 263/2005, Pres. Real. Benedetto Paternò Raddusa

[185] Si veda in merito Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, p. 65 in nota 41 riportano, in riferimento a Dellacasa M. *Il collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in Danno e Resp, 2005.

In merito alla qualificazione del contratto come contratto quadro, si veda Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 1 e ss. il quale individua tre filoni nella dottrina volti a descrivere la natura del contratto quadro. Ad ogni modo la maggioranza della dottrina qualifica il contratto quadro come un contratto di mandato. Si veda in merito Galgano F., *Le nuove regole del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2009, p. 236 e ss.

In merito alle modalità con le quali devono essere date le informazioni la Consob se ne occupa all'articolo 36, rubricato "informazioni su supporto duraturo e mediante internet". Dalla lettura del comma 1 di tale articolo si può notare come l'utilizzo del supporto non cartaceo sia vincolato a determinate condizioni. Ciò dimostra come la regola madre preveda l'uso di supporti cartacei per fornire le informazioni al cliente "su un supporto duraturo". I mezzi non cartacei possono essere utilizzati solo se il loro uso è appropriato ed è stato oggetto di una scelta del cliente.
La Consob, salvo si tratti di vendita a distanza, esclude la via telefonica come mezzo di trasmissione di informazioni in virtù del fatto che non sarebbe adatta a garantire l'assimilazione dei dati da parte del cliente.[186] Qualora ricorrano le condizioni previste al comma 2, lettere a) – e), dell'articolo 36,[187] e le informazioni relative agli articoli 29 e seguenti non sono indirizzate personalmente al cliente, esse possono essere fornite tramite un sito internet. Infine al comma 3 dell'articolo 36 Reg. Intermediari la Consob disciplina l'uso della posta elettronica la quale viene ritenuta appropriata se si ha prova del regolare accesso alla rete da parte del cliente. Il fatto che il cliente fornisca un indirizzo e-mail può esserne la prova.

1.3 NOVITÁ NELLE INFORMAZIONI DELLA MiFID II

La MiFID II attua un rafforzamento degli obblighi informativi da rispettare al fine di accrescere la tutela degli investitori. Ai sensi dell'articolo 24 comma 1 della direttiva 201465/UE sono fornite ai clienti o potenziali tali informazioni appropriate sull'impresa d'investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie d'investimento proposte, le sedi d'esecuzione e tutti i costi e oneri relativi.
In merito alle informazioni relative all'intermediario e ai servizi offerti vi è una novità particolare per le imprese che svolgono servizio di consulenza. Queste dovranno indicare se la consulenza è servita su base indipendente o meno e se questa si basa su un'analisi del mercato ampia o ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari.

[186] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari,* Itaedizioni, Torino, 2009, p. 299

[187] L'articolo 36 comma 2 del Reg. Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 dispone le seguenti condizioni: a) l'utilizzo del sito Internet risulta appropriato per il contesto in cui si svolge o si svolgerà il rapporto tra l'intermediario e il cliente; b) il cliente acconsente espressamente alla fornitura delle informazioni in tale forma; c) al cliente è comunicato elettronicamente l'indirizzo del sito Internet e il punto del sito in cui si può avere accesso all'informazione; d) le informazioni sono aggiornate; e) le informazioni sono continuamente accessibili tramite tale sito per tutto il periodo di tempo in cui, ragionevolmente, il cliente può avere necessità di acquisirle".

La MiFID II dispone che gli intermediari potranno fornire al cliente informazioni volte ad una valutazione periodica di adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati. A mio avviso questa è un'importante opportunità da cogliere per gli intermediari che tra i loro clienti annoverano soprattutto quelli classificabili come *retail*. Questa tipologia di cliente difficilmente andrà ad effettuare delle valutazioni autonome periodiche di adeguatezza quindi, in ottica concorrenziale, potrebbe essere maggiormente incline a rivolgersi ad un intermediario che fornisce in via continuativa e periodica una valutazione di adeguatezza.

Inoltre gli intermediari dovranno integrare le informazioni che andranno a fornire ai clienti con riguardo agli strumenti e alle strategie d'investimento proposte. Queste dovranno essere integrate con avvertenze e orientamenti sui rischi che a tali strumenti o strategie sono associati nonché indicare la categoria di riferimento di tali strumenti, ovvero se questi si riferiscono alla clientela *retail* o professionale.

In merito alle informazioni su costi e oneri il legislatore europeo ribadisce la necessità di presentare al cliente un costo totale in forma aggregata al fine di favorire la comprensione e l'incidenza sul rendimento complessivo. In merito dovrà essere data una duplice opportunità al cliente. Qualora ne faccia richiesta il cliente potrà ottenere la composizione del costo totale in forma analitica nonché ottenere le informazioni inerenti ai costi con una certa periodicità regolare, o comunque almeno annuale, durante tutto il periodo dell'investimento.

Le informazioni appena descritte ai sensi del comma 5 dell'articolo 24 della direttiva 2014/65/UE devono essere fornite al cliente in una forma tale da favorirne la comprensione al cliente. Tuttavia il medesimo comma afferma la facoltà dell'intermediario di avvalersi di un formato standardizzato nel fornire tali informazioni.

7. ADEGUATEZZZA E APPROPRIATEZZA

1.1 LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA

Come già accennato, gli obblighi informativi sopra menzionati sono in sinergia tra loro, infatti la *know your merchandise rule* e la *know your customer rule* sono prodromiche all'applicazione della *suitability rule*.[188]

In merito alla valutazione di adeguatezza la MiFID ha apportato alcune innovazioni rispetto a quanto era previsto nella previgente disciplina all'articolo 29 comma 1 del Regolamento Intermediari n. 11522. Questo poneva in capo agli intermediari l'obbligo di astenersi dall'effettuare operazioni con o per conto del cliente investitore qualora queste fossero valutate non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. Il comma 2 prevedeva che, ai fini della valutazione di adeguatezza, l'intermediario doveva tener conto delle informazioni fornitegli dal cliente sulla situazione finanziaria, sugli obiettivi d'investimento, sulla propensione al rischio nonché "di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati."

La valutazione si basava su un mero giudizio comparativo tra le caratteristiche soggettive del cliente e le qualità del servizio richiesto. Tale comparazione veniva fatta sulla base di una "valutazione complessiva"[189] degli elementi informativi relativi all'investitore e non su una verifica di adeguatezza con riferimento ad ogni specifica tipologia d'informazione.

Questa impostazione fu oggetto di critiche nella dottrina in merito alla rilevanza che nella prassi veniva attribuita ad alcuni fattori, come la propensione al rischio e la situazione finanziaria, rispetto ad altri. Non "pesare" [190] i fattori valutativi allo stesso modo porta a valutazioni di adeguatezza errate.

La valutazione d'adeguatezza, che riguardava la generalità dei servizi offerti dall'intermediario, trovava due importanti deroghe che esentavano l'intermediario da tale obbligo di valutazione.

---

[188] Inzitari B., Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano , 2008, p. 72 Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 207

[189] Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc. n. 128/2008.p. 8

[190] Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc. n. 128/2008.p. 8

In primis gli intermediari erano esonerati dall'effettuare la valutazione di adeguatezza per quanto riguarda gli operatori qualificati.[191] Per tale categoria di clienti infatti, come si evince dalla disposizioni normativa, il legislatore presumeva una assoluta conformità dell'operazione.[192]

Inoltre l'articolo 29 comma 3 del previgente Regolamento Intermediari disponeva la procedura che consentiva all'intermediario di dar comunque seguito all'operazione nonostante questa fosse ritenuta inadeguata. La procedura si basava sul già visto meccanismo di *disclosure*, volto ad informare il cliente dei motivi che avevano portato ad una valutazione di inadeguatezza. A questa poteva conseguire eventualmente un ordine scritto da parte del cliente ove questo prendeva atto di tale valutazione ma acconsentiva comunque all'esecuzione dell'operazione.

Inoltre era consentita una certa discrezionalità agli intermediari in merito alle modalità concrete di applicazione del principio in quanto il legislatore non aveva disciplinato nel concreto modalità e procedure di valutazione dell'adeguatezza.[193]

La MiFID ha riformulato tale regola rafforzandone la portata e la centralità[194]. Sono stati ridefiniti i parametri sui quali l'intermediario attua la verificare di adeguatezza dell'operazione ed eliminata ogni possibilità di deroga in caso di valutazione di non adeguatezza.

A fronte di ciò l'ambito di applicazione della valutazione di adeguatezza è rivolto ai servizi di gestione di portafoglio e alle prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti finanziari, la sua portata è stata così limitata dal legislatore rispetto alla previgente disciplina.

Il maggior grado di tutela riservata al cliente rispetto a tali servizi, rispetto alla valutazione di appropriatezza, secondo la dottrina[195] si giustificherebbe in riferimento al maggior grado di libertà di cui dispone l'intermediario nella prestazione di tali servizi. Agli intermediari in tali servizi, definiti anche ad alto valore aggiunto, viene dato ampio margine operativo e discrezionale ovvero il cliente ripone un'elevata fiducia nell'intermediario.

---

[191] L'articolo 31 comma 1 del Regolamento Consob 11522/98 rubricato "rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori" elencava un insieme di disposizioni che non trovavano applicazione nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati. Tra queste disposizioni vi è anche l'articolo 29 comma 1 del regolamento Consob 11522/98, fatta eccezione per il servizio di gestione.

[192] In merito Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2009, p. 172

[193] Galgano F., *Le nuove regole del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2009, p. 229 L'adozione di procedure idonee alla diligente prestazione dei servizi era previsto dall'articolo 56 del Regolamento Consob 11522/98.

[194] Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2014, Settima edizione, p.140 afferma che la regola è "non derogabile" e che il giudizio di adeguatezza in caso dia esito negativo risulti "bloccante".

[195] In merito si veda Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 359 e ss. Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2014, Settima edizione, p.141

Gli intermediari, quindi, ai sensi dell'articolo 40 comma 1 del Regolamento intermediari sono tenuti ad esprimere un giudizio di adeguatezza basandosi sul tipo di servizio offerto e sulle informazioni ricevute dal cliente.

La dottrina afferma che dal tenore letterale di tale articolo si possa dedurre che il legislatore ora pone sullo stesso livello tutte le informazioni le quali verranno valutate separatamente[196] e in via preventiva[197] in riferimento ad ogni "specifica" operazione, sia essa realizzata o consigliata.

Sulla base delle informazioni ricevute gli intermediari, ai sensi dell'articolo 40 comma 1 del Regolamento Intermediari, valutano dunque che la singola operazione soddisfi singolarmente ognuno dei seguenti parametri oggetto di valutazione nei test di adeguatezza:

a) corrisponda con gli obiettivi di investimento del cliente;
b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi d'investimento;
c) 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."

La lettera a) è volta ad individuare quegli strumenti finanziari coerenti con il profilo di rischio del cliente, con il suo orizzonte temporale di investimento e con gli obiettivi di redditività di questo. Riguarda quindi scopi e finalità che il cliente si è prefissato.

La successiva lettera b) è forse la condizione più difficile da valutare in quanto concerne delle stime volte a determinare la perdita massima connessa al rischio dell'investimento. In tal modo il legislatore vuole evitare che le operazioni d'investimento possano rovinare finanziariamente il cliente. La stima della possibile perdita massima connessa all'investimento andrà poi confrontata con la situazione finanziaria del cliente. In riferimento a tal punto il tenore letterale della norma sembra escludere dall'ambito di applicazione di questa i possibili disinvestimenti. Questi andrebbero a modificare la composizione del patrimonio ovvero il suo ammontare incidendo sul profilo di rischio del cliente e rendendo inadatta la perdita massima stimata. [198]

---

[196] Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc. n. 128/2008.p. 9. Si veda in merito anche Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari,* Itaedizioni, Torino, 2009, p. 366,

[197] Si veda in merito Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2014, Settima edizione, p.141

[198] Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc. n. 128/2008.p. 9

L'ultimo criterio è sostanzialmente quello attorno al quale ruota gran parte della disciplina e riguarda le conoscenze ed esperienze utili alla comprensione dei rischi, così da valutare se l'investitore è più o meno consapevole delle conseguenze che possono derivare dall'operazione.
Inoltre l'articolo 40 prosegue affermando che l'intermediario deve considerare il fatto che una serie di operazioni che prese singolarmente possano ritenersi adeguata potrebbero non risultare adeguate in virtù della frequenza mediante la quale vengono svolte.
Nei commi successivi vediamo come all'interno di un ordinamento del mercato finanziario sbilanciato a favore dei risparmiatori ai fini della loro tutale operino tuttavia delle presunzioni a favore degli intermediari.[199] L'articolo 40 del Regolamento Intermediario al comma 2 presuppone che il cliente professionale abbia una determinata esperienza e conoscenza; sia per quanto riguarda il servizio di consulenza sia per la gestione di portafogli. Il successivo comma 3 presuppone invece, limitatamente al servizio di consulenza e sempre in riferimento al cliente professionale, che sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'operazione, se compatibile con i propri obiettivi d'investimento. Quindi nel caso venga offerto un servizio di consulenza ad un cliente professionale le valutazioni in merito alla sua conoscenza ed esperienza ed in merito alla sua situazione finanziaria vengono meno. Per quanto riguarda le controparti qualificate si ricorda che vi è la totale disapplicazione di tale disciplina. Ciò sottolinea proprio il maggior grado di tutela dato al cliente *retail*.
Al fine della valutazione di adeguatezza, se il cliente non possiede la necessaria esperienza e conoscenza ai fini della comprensione dei rischi e una situazione finanziaria atta a supportare tali rischi, ciò comporterà l'impossibilità assoluta da parte dell'intermediario di eseguire l'operazione. Secondo la dottrina[200] i parametri disposti dalle lett. b) e c) dell'articolo 40 comma 1 rappresenterebbero i criteri minimi da rispettare affinché l'operazione possa ritenersi adeguata.
Tuttavia l'impossibilità di effettuare l'operazione in caso non superi il test di adeguatezza si ha anche rispetto alla lett. a) dell'articolo 40 comma 1 in riferimento alla valutazione degli obiettivi d'investimento. In tal caso l'intermediario valuterà se l'operazione è coerente con gli obiettivi d'investimento dichiarati dall'investitore e con l'orizzonte temporale per il quale l'investitore desidera investire. Tuttavia a mio modo di vedere tale criterio sembra meno pregnante ai fini della valutazione di adeguatezza in quanto l'intermediario tramite una corretta dialettica con il cliente potrebbe portarlo a rivalutare i propri obiettivi.

[199]Iudica F., La responsabilità degli intermediari finanziari, Giuffrè, Milano, 2011, p. 56

[200] Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 362

In base alla MiFID 2 abbiamo visto come due delle 3 categorie d'informazioni che l'intermediario dovrà necessariamente ottenere dal cliente al fine di raccomandare servizi di investimento e strumenti finanziari adeguati, sono destinate ad essere integrate, rispetto a quanto previsto dall'articolo 39 del Regolamento Intermediari. La lett. b) dell'articolo 39 oltre alla situazione finanziaria dovrebbe prevedere anche la capacità del cliente di far fronte alle perdite. La lett. c) relativa agli obiettivi del cliente dovrebbe venir integrata dalla tolleranza al rischio di questo. Aumentano così i requisiti da considerare al fine della valutazione di adeguatezza, i quali saranno più stringenti.

1.2 LA VALUTAZIONE DI APPROPRIATEZZA

Come già anticipato il Regolamento Intermediari, in attuazione di quanto disposto dalla MiFID, ha introdotto la nuova regola di appropriatezza. Questa a differenza della valutazione di adeguatezza si colloca su un piano del tutto diverso, presentando 3 rilevanti differenze.

In primis l'ambito di applicazione è diverso, in quanto, come si desume dall'articolo 42 comma 1 del Regolamento Intermediari, tale valutazione è connessa alla prestazione dei servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione del portafoglio. Questa troverà dunque applicazione nei servizi di negoziazione in conto proprio, di esecuzione degli ordini, di ricezione e trasmissione degli ordini. La dottrina[201] fa notare che dal tenore letterale della norma l'articolo 42 prevede l'estensione dell'appropriatezza anche ai servizi d'investimento e quindi al servizio di collocamento.

La ragione che giustifica tale scelta del legislatore si rifà a quanto detto in precedenza rispetto al maggior grado di discrezionalità lasciato all'intermediario nei servizi di consulenza e gestione del portafoglio. Nei servizi oggetto della valutazione di appropriatezza invece si presuppone sempre vi sia un ordine da parte del cliente e quindi venga lasciata meno discrezionalità all'intermediario.

Nonostante non vi sia alcun riferimento esplicito che impone all'intermediario di compiere la valutazione d'appropriatezza per ogni operazione richiesta dalla clientela, cosa che invece era specificata espressamente dall'articolo 40 comma 1 del Regolamento Intermediari in riferimento all'adeguatezza, nella prassi e nella dottrina prevale l'idea che vuole che il test di appropriatezza venga effettuato per ogni operazione richiesta e no *una tantum* su più operazioni disposte dallo

[201] Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in www.ilcaso.it, Sez. II, Doc. n. 128/2008.p. 22

stesso investitore. Tale prassi sarebbe appoggiata anche dalla Consob[202] in quanto fungerebbe da maggior garanzia e tutela dell'interesse dei clienti.

Inoltre, dalla lettura dell'articolo 42 comma 1 si evince, come già visto in riferimento all'articolo 41 del Regolamento intermediari, che il giudizio di appropriatezza viene dato relativamente al solo grado di esperienza e conoscenza di cui è in possesso l'investitore; quindi non attiene la capacità finanziaria del cliente e nemmeno i suoi obiettivi d'investimento.

Tuttavia ciò non preclude assolutamente all'intermediario l'opportunità di raccogliere tali informazioni; anzi se lo facesse potrebbe avvantaggiarsi per avviare in futuro la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti. Tale scelta è lasciata alla discrezionalità dell'intermediario, il quale a mio avviso potrebbe essere portato a chiedere le informazioni legate agli obiettivi del cliente piuttosto che quelle relative alla situazione finanziaria di questo trattandosi in tal caso di informazioni maggiormente sensibili che come detto anche in precedenza il cliente ha una certa ritrosia a fornire.

A tal proposito ricordiamo quanto detto in precedenza in merito alla raccolta d'informazioni, ovvero che ai fini della valutazione d'appropriatezza l'assenza di informazioni richieste comporta un avvertimento al cliente relativo alla possibilità di eseguire la valutazione d'appropriatezza ma non preclude l'esecuzione del servizio da parte dell'intermediario.[203]

La disciplina non prevede alcun valore di riferimento in rapporto al quale i livelli di conoscenza ed esperienza dell'intermediario sono da considerarsi consoni ma lascia all'intermediario la discrezionalità nella scelta di questi. Spetterà ad esso quindi predisporre un questionario atto alla valutazione della conoscenza del cliente mentre ai fini dell'esperienza potrà basarsi anche sulla *trading history* del cliente stesso.

Come per quanto attiene alla valutazione di adeguatezza ai sensi dell'articolo 42 comma 2 del Regolamento Intermediari, si definisce una presunzione per quanto riguarda il possesso delle conoscenze e delle esperienze di quei clienti classificati come professionali e controparti qualificate. L'intermediario può presupporre questi abbiano livelli di conoscenza ed esperienza appropriati e quindi può non effettuare il test di appropriatezza.

Ai sensi dell'articolo 42 comma 3 del Regolamento Intermediari, in caso di valutazione di non appropriatezza l'intermediario è tenuto ad informare l'investitore di quanto riscontrato mediante

---

[202] Si veda in merito Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni, Torino, 2009, p. 352 e ss. Egli afferma inoltre che la Consob giustifica tale impostazione in quanto ciò funge da "garanzia segnaletica nei confronti della clientela".

[203] Articolo 42 comma 4 del Reg. Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007

una avvertenza. A differenza di quanto visto in merito al giudizio di adeguatezza ciò non comporta quindi alcun divieto di operare.

I contenuti e le tempistiche dell'avvertenza non sono specificati ma questa si presume debba contenere i motivi per i quali l'intermediario considera l'operazione non appropriata e si presume anche che questa debba essere fornita in tempo utile ai fini della tutela dell'interesse del cliente, ovvero nel minor tempo possibile dopo l'avvenuta richiesta di effettuazione dell'operazione.

È infine importante rilevare un ultimo aspetto in merito alla valutazione di appropriatezza. Infatti qualora ricorrano determinate condizioni[204] - su tutte l'iniziativa del cliente - gli intermediari possono eseguire e trasmettere ordini senza effettuare valutazione d'appropriatezza alcuna, dando vita alla c.d. *execution only*, derogando così alla valutazione di appropriatezza.

In conclusione quindi si può affermare che il legislatore, con il recepimento delle MiFID, ha delineato un sistema che, in presenza di limitate condizioni di rischio per il cliente in riferimento a determinate tipologie di servizi e strumenti, garantisce una più rapida modalità di esecuzione dell'operazione, consentendo altresì un contenimento dei costi del servizio.

Per quanto riguarda la valutazione di appropriatezza la direttiva 2014/65/UE all'articolo 24 comma 3 conferma che per i servizi che non rientrano nella gestione di portafoglio e nella consulenza d'investimenti l'intermediario può limitarsi a reperire informazioni per quanto riguarda le conoscenze e le esperienze del cliente riguardo al specifico prodotto o servizio oggetto del rapporto d'intermediazione. In caso di non appropriatezza nell'esecuzione della valutazione o del servizio o strumento richiesto permane l'obbligo in capo all'intermediario di avvertire il cliente in merito. Tale avvertenza può essere fornita mediante un formato standardizzato.

Rilevante al fine degli elementi di novità della disciplina è il successivo comma 4. Questo dispone che l'intermediario non sia obbligato ad ottenere alcun tipo d'informazione qualora il servizio oggetto del rapporto riguardi i servizi di esecuzione o di ricezione e trasmissione degli ordini qualora concorrano determinate ipotesi. I servizi dovranno infatti riguardare determinate tipologie di strumenti disposti dall'articolo 25 comma 4 lett. a), dovranno essere prestati su iniziativa del cliente il quale, però, deve essere stato informato del mancato obbligo dell'intermediario di ottenere le informazioni normalmente richieste per tale valutazione.

[204] Articolo 43 del Reg. Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29.10.2007 dispone le condizioni che devono essere soddisfatte contemporaneamente affinché vi sia mera esecuzione o ricezione degli ordini e quindi l'intermediario sia esonerato dalla raccolta di informazioni sul cliente circa la sua conoscenza ed esperienza e dall'effettuare il test di appropriatezza.

CAPITOLO TERZO: I RIMEDI CIVILISTICI

1.INTRODUZIONE

Come abbiamo visto nel primo capitolo l'esistenza del sistema finanziario è legata allo svolgimento di determinate funzioni. Queste consistono nel regolamento monetario degli scambi nonché nello trasferire e gestire delle risorse finanziarie e dei rischi. Alla base di tali funzioni vi devono essere dei soggetti che detengono risorse finanziarie in *surplus* e dei soggetti che si trovano in deficit.
Nella prima tipologia di soggetti vi rientrano i risparmiatori che preferiscono investire le risorse accumulate usufruendo dei servizi degli intermediari finanziari. Sfruttando le maggiori informazioni e le migliori capacità e conoscenze di questi ultimi, infatti, si intende ottenere un rendimento più fruttuoso rispetto al mero deposito delle risorse finanziarie in un conto corrente bancario. A ciò ovviamente consegue un maggior rischio che l'intermediario è tenuto far comprendere all'investitore.
Abbiamo visto come il mercato finanziario sia fortemente asimmetrico e come ciò si rifletta nella definizione di un novero di regole di comportamento più stringenti rispetto a quanto disposto nella normativa di diritto privato. Nel seguente capitolo verranno analizzate le conseguenze civilistiche che seguono il verificarsi di violazioni delle diverse regole imposte all'intermediario finanziario. Tuttavia, prima di addentrarci nel merito della questione, è bene fare alcune considerazioni di carattere storico e generale.
I primi anni 2000 videro un elevato numero di risparmiatori coinvolti in vicende finanziarie discutibili. Il riferimento è in merito alle vicende relative ai *bond* argentini (2001)[205] Cirio[206] – Del Monte (2002) e Parmalat[207] (2003). I risparmiatori sono divenuti le "vittime" di "*crack*" finanziari legati al "*default*" delle società emittenti nelle quali avevano investito, o gli si era raccomandato di investire, in strumenti finanziari. Nei casi sopra citati i risparmiatori sono stati "*traditi*" dai loro investimenti in titoli azionari o obbligazionari.

[205] R. Barzaghi, *Bond Cirio, Parmalat e Argentina: come tutelare il risparmiatore*,ww.altalex.com, Articolo del 02/04/2006 p. 1 *In merito anche* G. D'Alfonso, *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, La Responsabilità Civile, dicembre 2008, p. 965

[206] V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 686; In commento alla sentenza del Tribunale di Trani del 31.01.2006

[207] V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, Le società n. 5/2006, p. 605; In commento alla sentenza del Tribunale di Milano del 09.11.2005 n. 12704

Tali risparmiatori, alla ricerca di una *deep pocket*[208] che gli consentisse di rifarsi delle perdite subite, diedero vita ad un copioso novero di azioni di responsabilità civile nei confronti dell'intermediario. In questo avevano riposto la loro fiducia al fine di acquistare gli strumenti finanziari. Nella dottrina,[209] in riferimento al comportamento scorretto degli intermediari relativo ai casi finanziari dell'epoca, venne coniato il termine di forme di "*risparmio tradito*".

In merito a tali azioni di responsabilità mosse nei confronti degli intermediari, la dottrina[210] afferma che in linea di principio gli intermediari potrebbero dirsi esenti da ogni responsabilità. Questi hanno ben poco a che fare con la volatilità del prezzo di una azione o con la capacità della società emittente di far fronte ai pagamenti dovuti ai bond emessi.

Tuttavia, la stessa dottrina afferma si debba comunque tener presente che la condotta dell'intermediario è vincolata dalla disciplina di rango primario e secondario. Risulterebbe perciò semplicistico, e difficilmente spiegabile, esentare gli intermediari da ogni responsabilità, vista la specificità della disciplina alla quale sono vincolati.

Le azioni di responsabilità civile mosse nei confronti degli intermediari non vertono sul fatto che l'investitore abbia o meno raggiunto gli obiettivi economici che si era prefissato. Ciò non troverebbe tra l'altro riscontro nelle disposizioni di legge, in quanto il legislatore non impone all'intermediario di conseguire determinati obiettivi economici. All'intermediario non è quindi contestabile il mancato raggiungimento di determinati risultati, in quanto questi tra l'altro trascendono dalla sua capacità e non rispecchiano la sua funzione. L'analisi dei possibili rimedi esperibili dall'investitore nei confronti dell'intermediario muove dalla violazione di quelli che la dottrina[211] identifica come i c.d. obblighi di mezzi. Ovvero, attiene alla violazione delle regole poste

---

[208] Termine che indica una tasca profonda, un portafoglio pieno, usato da V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 691; In commento alla sentenza del Tribunale di Trani del 31.01.2006

[209] A. A. Dolmetta, *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, I contratti n. 1/2008 p. 80; A. Bertolini, *Risparmio tradito: una riflessione tra teoria generale del contratto e disciplina dei mercati*, p. 337; M. Scalzo, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi di informazione*, I contratti, n. 5/2007 p. 430 e La Rocca G.; Il contratto di intermediazione *mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche; in* www.ilcaso.it Sez. II; Dottrina, opinioni e interventi documento n. 134 in riferimento alle sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007, p. 459 in nota 22 afferma che con l'espressione "risparmio tradito" ci si intendeva descrivere in modo sintetico gli effetti che i noti *crack* finanziari dell'epoca avevano avuto sul mercato *retail*.

[210] In merito V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 691, in nota n. 3; In commento alla sentenza del Tribunale di Trani del 31.01.2006; e si veda anche soprattutto lo stesso V. Sangiovanni, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, I contratti n. 12/2006, p. 1133

[211] Così V. Sangiovanni, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, I contratti n. 12/2006 p. 1142; V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 700;

dalla disciplina dell'intermediazione volte a rendere l'investitore consapevole delle scelte d'investimento e nella valutazione dei rischi, la cui violazione può far venir meno la tutela dell'interesse dell'investitore recandogli danno.
La stessa dottrina fa notare come si debba poi considerare, in riferimento alla sussistenza di una certa responsabilità in capo agli intermediari, che gli investitori scelgono di agire nei confronti degli intermediari finanziari per questioni di opportunità. Infatti difficilmente una società emittente in default sarà in grado di risarcire il danno. Inoltre è più facile per l'investitore individuare un mancato rispetto di una delle tante norme imposte all'intermediario dalla disciplina. Proprio su quest'ultimo aspetto l'investitore andrà a fondare l'esercizio dell'azione di responsabilità civile.

2. INQUADRAMENTO DELLA PROBLEMATICA

Preso atto che il comportamento scorretto da parte degli intermediari configura un illecito civile, e quindi comporta delle conseguenze in materia di responsabilità civile, possiamo individuare quali siano state le forme di comportamento scorretto più frequenti.
Le tipologie di regole di condotta violate sono 5: *know your costumer rule*; *know your merchandise rule*, l'operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, ed infine quanto disposto in riferimento alla valutazione di adeguatezza nonché in materia di conflitto d'interesse.
I primi tre comportano veri e propri obblighi informativi, i secondi obblighi d'astensione al verificarsi di determinate valutazioni e situazioni.
Dalla disamina del capitolo precedente abbiamo visto come il quadro normativo si sia evoluto e sia destinato ad evolversi ulteriormente nel 2017, a seguito dell'emanazione della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR. Tuttavia, come fa notare la dottrina[212], seppur in riferimento al passaggio da ante a post MiFID, ma sulla base di argomenti a mio parere estendibili anche alla futura evoluzione della normativa, l'evoluzione della disciplina nel tempo è stata atta a "modificare la disposizione e non la norma"; quindi vi sarebbe stata una modifica del testo normativo e non del contenuto. In tale ottica le 5 regole sopra richiamate sono rimaste ferme nelle loro funzioni. L'evolversi della disciplina ha portato delle specificazioni e degli adattamenti volti a migliorarne l'efficacia.

[212] A. Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti d'intermediazione dopo le Sezioni Unite*; I contratti, n. 4/2008 p. 396

La stessa dottrina, pur ricordando come il principio *ubi tacuit noluit* faccia propendere per la variazione del contenuto, afferma, a mio parere a ragione, non siano variati i doveri imposti all'intermediario dalla normativa per due ragioni.

In primis il rispetto delle 5 regole generali sopra indicate sarebbe l'unico modo che ha l'intermediario per adempiere ai principi generali enunciati dall'art. 21 comma 1 lett. a) del TUF.

In secondo luogo, è vero che l'evoluzione della normativa ha portato ad una specificazione dei doveri posti in capo agli intermediari, soprattutto in riferimento a quanto disposto dalla disciplina secondaria. Tuttavia si ritiene siano state mantenute ferme le regole generali sopra indicate.

Ciò ci permette di valutare i rimedi esperibili a prescindere dal periodo storico e prescindendo dagli aspetti evolutivi che si sono susseguiti nella disciplina dell'intermediazione finanziaria.

In merito ai rimedi esprimibili al verificarsi di un comportamento scorretto da parte degli intermediari, la disciplina non offre alcun riscontro in espresse disposizioni normative. Infatti la disciplina in esame, come fa notare gran parte della dottrina[213], è volta a regolare l'attività dell'intermediario ed il rapporto tra questi e l'investitore. Non disciplina però, ad eccezione dell'art. 23 del TUF relativo alla disciplina dei contratti, quali sono le sanzioni prospettabili in relazione al comportamento scorretto dell'intermediario.

La mancata disposizione normativa di una fattispecie univoca aveva generato nella giurisprudenza il proliferare di provvedimenti giudiziari che ricollegavano ad una stessa violazione dell'intermediario effetti diversi, o che comunque seguivano linee argomentative differenti.

Come vedremo, andarono a delinearsi nella giurisprudenza, come nella dottrina, due correnti contrapposte. Infatti le primissime sentenze dei giudici di merito, in riferimento ai casi sopra citati, si pronunciarono a favore dell'istituto della nullità virtuale ai sensi dell'art. 1418 cc.

Diversamente sentenziarono altri giudici che vedevano come conseguenza alla condotta scorretta dell'intermediario una responsabilità per inadempimento facendo così riferimento ai c.d. rimedi risarcitori. Questa poteva configurarsi come responsabilità precontrattuale o contrattuale, a seconda del momento in cui avveniva la violazione rispetto alla stipula del contratto. Qualora fosse riscontrata una certa gravità nell'inadempimento alla responsabilità contrattuale poteva far seguito la risoluzione del contratto. Una minoranza della giurisprudenza optò per la declaratoria dell'annullamento.

---

[213] A. Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti d'intermediazione dopo le Sezioni Unite*; I contratti, n. 4/2008 p. 394; B. Inzitari,V. Piccinin *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 140; V. Sangiovanni, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, I contratti n. 12/2006 p. 1134; A. Bertolini, *Risparmio tradito: una riflessione tra teoria generale del contratto e disciplina dei mercati*, p. 339; anche Guerinoni, *Contratti d'investimento e responsabilità degli intermediari*, Il Corriere Giuridico, Ipsoa, p. 255

Come vedremo, un ruolo determinante in riguardo ai rimedi esperibili è dato alle sentenze della Cassazione. L'orientamento giurisprudenziale favorevole alla nullità poggiava sull'istituto della nullità virtuale, richiamato dalla sentenza della Cassazione n. 3072 del 2001[214] la quale elevava l'art. 1418 comma 1 a principio di carattere generale.

La *querelle* giurisprudenziale relativa ai rimedi esperibili in caso di violazione degli obblighi di comportamento gravanti sull'intermediario finanziario fu affrontata per la prima volta dalla Cassazione con sentenza n. 19024 del 29 settembre 2005.[215] Questa limitò l'ambito di applicazione dell'istituto della nullità virtuale e affermò come, il comportamento scorretto dell'intermediario, configurasse un inadempimento di natura precontrattuale o contrattuale.

La giurisprudenza non si allineò alla sentenza della cassazione del 2005. Tant'è che la medesima Cassazione il 16 febbraio 2007[216] si dichiarò favorevole all'applicazione dell'istituto della nullità virtuale nell'ordinanza n. 3683. Tramite tale ordinanza si rimise alle Sezioni Unite il compito di trovare una soluzione al rilevato contrasto giurisdizionale interno alla Corte, sollecitandone l'intervento in chiave "nomofilattica". Si giunse così alle c.d. sentenze Rordorf[217] del 2007 che, confermando quanto già sostanzialmente sancito dalla Cassazione nel 2005, affermarono come la violazione delle regole di comportamento degli intermediari potesse comportare una responsabilità precontrattuale o contrattuale per inadempimento, escludendo così l'uso dell'istituto della nullità virtuale.

3. LA TESI DELLA NULLITÁ

La dottrina,[218] come gran parte della giurisprudenza, in un primo momento, fu indotta a dichiarare la nullità del contratto stipulato anche a prescindere da un'espressa previsione di legge in merito.

[214] Cassazione 07.03.01 n. 3272 in www.jus.unitn.it

[215] Cassazione Civile, sez. I, sentenza 29/09/2005 n. 19024 in www.ilcaso.it Sez. Giur. Doc. 225

[216] Cassazione civile, sez. I 16 febbraio 2007, n. 3683 Pres. De Musis Est. Schirò in www.ilcaso.it

[217] In riferimento all'estensore delle sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007

[218] Si veda Liace G., *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore: il caso 4You*; in Danno e Responsabilità n. 2/2006 p. 191 in commento alle sentenze del Tribunale di Brindisi del 21.06.2005, del Tribunale di Firenze 19.04.2005 e del Tribunale di Parma del 07.02.2005 Guerinoni, *Contratti d'investimento e responsabilità degli intermediari*, Il Corriere Giuridico, Ipsoa, 2010, p. 255 parla di numerose sentenze in merito; Inzitari B.,Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano, 2008, p. 142; D'Alfonso G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, La Responsabilità Civile, dicembre 2008, p. 967. La dottrina afferma che a fare da precursore fu il Tribunale di Mantova nella sentenza del 18 marzo 2004 in www.ilcaso.it Sez. II, Giur. G.U. Dr. Mauro Bernardi doc. 686/2004

Andò a formarsi un orientamento giurisprudenziale che disponeva la nullità per violazione di norme imperative, la c.d. nullità virtuale.

La nullità virtuale è l'istituto che il legislatore dispone in violazione delle c.d. norme proibitive imperfette, ovvero quelle norme che, nel disporre precetti imperativi, non prevedono alcuna sanzione nel caso venissero violate.[219] L'uso dell'istituto della nullità virtuale pone come unico discrimine, al fini di stabilire l'imperatività della norma violata, la natura dell'interesse perseguito, il quale deve essere pubblico ovvero non privato.

Tale istituto era stato espressamente riconosciuto da una sentenza della Cassazione n. 3272 del 07.03.2001,[220] la quale veniva richiamata in alcune delle sentenze riconducibili a tale filone giurisprudenziale[221]. Siffatta sentenza della Cassazione, in riferimento ad una violazione dell'articolo 2 della legge SIM, affermava che quanto disposto dall'articolo 1418 comma 1 rappresentava un principio avente carattere generale, che i penalisti chiamerebbero "norma in bianco".[222]

Per la Cassazione la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale, in quanto a questa sopperisce l'istituto della nullità virtuale. Quest'ultima viene detta virtuale proprio perché non necessita di espresse comminatorie di legge, diversamente dalle c.d. nullità testuali sancite dai commi 2 e 3 dell'articolo 1418 cc.

La Corte in tale ottica giungeva ad affermare che le norme imperative sono inderogabili dalla volontà dei privati, e quindi tutto ciò che avesse contrastato con queste sarebbe stato dichiarato nullo. Nell'ordinamento non trova tutela il privato che persegue un interesse contrastante con l'interesse pubblico. In tale ottica è superfluo che la violazione della norma attenga o meno la validità del negozio giuridico, in quanto a rilevare è l'interesse perseguito dalla norma violata.

Le primissime sentenze[223] di merito, in conformità a tale indirizzo, sostenevano che il contratto conclusosi tra l'intermediario e l'investitore in violazione degli obblighi di comportamento posti a

---

[219] Viola L.; *Studi monografici di diritto civile. Percorsi ragionati sulle problematiche di maggiore attualità*, Halley; 2007, p. 55 in contrapposizione alle c.d. norme proibitive perfette

[220] Cassazione 07.03.01 n. 3272 in www.jus.unitn.it

[221] Tribunale di Firenze, 30.05.04, www.ilcaso.it Sez. Giur. Doc. 631

[222] Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, Le società n. 5/2006, p. 615 così definita in quanto composta da un precetto che è indeterminato mentre determinata è la sanzione.

[223] Tribunale di Firenze, 30.05.04, www.ilcaso.it Sez. Giur. Doc. 631dichiarava la nullità ai sensi dell'articolo 1418 comma 1 cc in quanto le norme di settore relative ai doveri informativi era da considerarsi norme imperative. Allo stesso modo si vedano le sentenze del Tribunale di Venezia, 22.11.04, Sez. Giur. Doc. 705, Tribunale di Brindisi,

carico degli intermediari doveva considerarsi colpito da nullità. Il contratto risultava viziato per "contrarietà a norme imperative" ai sensi dell'articolo 1418 comma 1 cc. L'applicazione dell'istituto della nullità virtuale voleva dire dare per assodato la natura imperativa all'insieme delle norme che la disciplina speciale imponeva all'intermediario.

L'orientamento che si pronunciava a favore dell'istituto della nullità virtuale merita tuttavia alcune riflessioni. In primis sulla natura imperativa delle norme considerate, e poi sul fatto che questa rilevi tanto nelle norme del TUF quanto in quelle disposte nei Regolamenti emanati dalla Consob.

Va chiarito prima di tutto che cosa si intende per norma imperativa. La dottrina[224] rileva come dalla giurisprudenza si possano ricavare indicazioni di massima poco precise e specifiche nell'indicare limiti e presupposti del concetto di imperatività. Tuttavia si osserva che, secondo comune interpretazione della dottrina,[225] una norma viene considerata imperativa dalla giurisprudenza quando è posta a tutela di un interesse pubblico generale o è dettata da motivi di ordine pubblico.

Si afferma[226] inoltre che il carattere imperativo delle disposizioni, in materia d'intermediazione finanziaria, potrebbe desumersi anche dall'interpretazione letterale data dall'articolo 5 comma 1 del TUF così come dall'articolo 21 lett. a) del TUF. Questo, nello statuire i principi generali a presidio delle regole di condotta, fa riferimento all'interesse dei clienti e all'integrità dei mercati.

La Cassazione del 2001 in merito affermava che la normativa, in riferimento alla legge SIM, era da considerarsi imperativa in quanto riguardava interessi di carattere generale. Questi comprendevano non solo gli interessi dei singoli, ma anche quelli del risparmio pubblico quale elemento dell'economia nazionale.

La natura imperativa delle norme di settore fu dichiarata anche dalla Cassazione nella sentenze n. 19024 del 19 settembre 2005 nonché dalla Cassazione a Sezioni Unite nelle sentenze n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007. Tali sentenze, pur opinando il fatto che al comportamento scorretto

---

21.0505, Sez. Giur. Doc. 34, Tribunale di Ferrara, 25.02.05, Sez. Giur. Doc. 35 Tribunale di Santa Maria Capua Vetere, 01.03.05, Sez. Giur. Doc. 85,

[224] Ticozzi M., *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari*; I contratti n. 4/2007 p. 364 in riferimento a Cass. 18 luglio 2003, n. 11256 per quanto riguarda l'interesse pubblico e a Cass. 27 novembre 1975, n. 3974 in relazione all'ordine pubblico.

[225] Inzitari B., Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 143 In merito si veda anche Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 694 il quale richiama la Corte di Cassazione 13 maggio 1977, n. 1901. Si veda anche Ticozzi M., *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari*; I contratti n. 4/2007 p. 364

[226] Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 693; In commento alla sentenza del Tribunale di Trani del 31.01.2006. Si veda anche Inzitari B., Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano ,2008, p. 146

dell'intermediario possa seguire la nullità dell'atto negoziale, affermavano che le regole di condotta sono "necessariamente" norme imperative.

Tuttavia nella dottrina[227]vi è chi, pur rilevando che dottrina e giurisprudenza assumono per certa la natura imperativa delle regole di condotta, critica tale impostazione. Tale dottrina sostiene sia troppo generico, e per certi versi in contrasto con quanto disposto dalla disciplina stessa, affermare che la totalità della disciplina dell'intermediazione finanziaria ha natura imperativa. Infatti, a detta di tale dottrina, l'inderogabilità attiene alle norme che riguardano esclusivamente gli obblighi informativi.

La dottrina[228] considerata giunge a tale conclusione facendo notare che, mentre gli obblighi d'informazione sul cliente, in riferimento agli artt. da 27 a 36 Regolamento Intermediari 16190, appaiano inderogabili e quindi sono da considerarsi norme imperative, la stessa inderogabilità non si può dire sussista in riferimento a quanto disposto dal legislatore al verificarsi di situazioni di conflitto d'interesse e in merito alle valutazioni di adeguatezza. Tali regole sono tutte derogabili mediante autorizzazione del cliente senza neppure che vi sia, a detta della dottrina, adeguata certezza della consapevolezza del cliente in merito a tale autorizzazione. Risulterebbe dunque paradossale affermare una inderogabilità generale delle regole di condotta derivante dal fatto che queste sono volte a tutelare interessi di ordine pubblico.

Tale tesi a mio parere non fa venir meno l'imperatività delle regole che si riferiscono all'adeguatezza e al conflitto d'interesse. Pur affermandosi che l'autorizzazione data dal cliente si basi su un formato standardizzato mediante spunta di una casella, ritengo che sulla forma debba prevalere la finalità di tali regole. Queste sono volte alla tutela dell'investitore e a renderlo consapevole.

Ad esempio la *disclosure*, meccanismo atto a colmare il *gap* informativo tra l'intermediario ed il cliente al verificarsi di specifiche situazioni, come evidenziato nel capitolo precedente in riferimento al conflitto d'interesse, è stata ritenuta dalla dottrina non idonea ai fini della tutela del cliente. Tuttavia, a mio avviso, ciò non giustifica il venir meno del carattere imperativo delle regole in riferimento al conflitto d'interesse, in quanto la regola è dettata dal legislatore con l'intento di preservare l'interesse del cliente e l'integrità del mercato.

---

[227] Auteitano F., *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, I contratti, n. 12/2008 p. 1157 e ss. In merito si veda anche Inzitari B.,Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 161 il quale in nota n. 39 riporta parte della sentenza del Tribunale di Torino del 21.03.2005 che mette in discussione che l'intera disciplina sia da considerarsi di natura imperatività in quanto almeno l'articolo 28 del Regolamento Consob 11522/98 non può considerarsi tale.

[228] Auteitano F., *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, I contratti, n. 12/2008 p. 1157 e ss.

Un secondo profilo del dibattito attiene alla possibilità che una norma imperativa sia configurabile come imperativa a prescindere dal grado gerarchico rivestito. Più precisamente, tale considerazione atteneva la normativa secondaria. La dottrina[229] e la giurisprudenza in merito affermarono che ad essere rilevante non era la natura primaria o secondaria della disposizione, ma la natura imperativa della norma. Questa si desume dalla natura dell'interesse tutelato.

Si affermò che i regolamenti della Consob costituiscono una fonte formalmente secondaria ma sostanzialmente primaria, [230] in virtù della tecnica di legislazione usata dal legislatore nazionale. Questa può essere definita "per principi"[231]. Secondo tale tecnica il legislatore attribuisce espressamente all'Autorità di vigilanza il potere di attuare i principi previsti nella fonte primaria, in virtù delle particolari competenze tecniche possedute. La stessa dottrina afferma che tale tecnica di legislazione è espressamente richiesta dal legislatore comunitario, dando così maggior forza normativa a quanto disposto dai regolamenti.

Preso atto che la natura di norma imperativa si ha in relazione alla natura dell'interesse tutelato quale interesse pubblico, indipendentemente dal fatto che la norma sia primaria o secondaria, la giurisprudenza si espresse, almeno inizialmente, per la nullità dei contratti di intermediazione finanziaria in relazione ai quali fosse rilevabile la violazione degli obblighi di informazione disposti dall'ordinamento.

Questa trovava ragione nel fatto che gli obblighi d'informazione, interni alla fattispecie contrattuale, erano da considerarsi alla stregua di norme imperative la cui violazione viziava il negozio giuridico. Alcune sentenze[232] dichiaravano così la nullità in quanto i principi di correttezza, diligenza e trasparenza, affermati all'articolo 21 del TUF, non operano solo all'interno del rapporto obbligatorio tra l'intermediario ed il cliente, ma anche nell'interesse generale. Queste non agiscono solamente come canoni di condotta volti alla tutela dell'esclusivo interesse del cliente, ma anche come regole atte a garantire la leale competizione e l'integrità del mercato.

Altre sentenze si avvalsero dell'istituto della nullità in riferimento a violazioni di obblighi posti agli intermediari dal Regolamento Consob, in quanto la violazione delle disposizioni in materia finanziaria andava intesa come un *corpus unicum* volto non solo alla tutela dei risparmiatori *uti singuli,* ma anche nei più generali interesse della tutela del risparmio pubblico quale elemento

[229] Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 220 in nota 219.

[230] Bersani G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET Giuridica, Milano, 2008, p. 190 e ss.

[231] In tale termini il Tribunale di Venezia, , 30.05.07, ww.ilcaso.it Sez. Giur. n. 606

[232] Tribunale di Teramo, 18.05.06, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. n. 429 doc. 349/2006 Pres. Rel. Dr. Luigi Cirillo

dell'economia nazionale.[233] Tali sentenze dichiararono la nullità in quanto a violazione atteneva a norme aventi natura imperativa in quanto incidevano "in un settore contrassegnato da una elevata prevalenza dell'interesse pubblico e dalla natura pubblica e generale degli interessi dalle stesse garantiti".[234]

Infine vi furono sentenze che dichiararono la nullità virtuale riscontrando la natura imperativa delle disposizioni secondo quanto disposto dall'articolo 47 comma 1 della Costituzione, il quale incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme.[235]

Tale orientamento giurisprudenziale fu giudicato in modo favorevole da quella parte della dottrina[236] che sosteneva come non si potesse escludere la nullità del contratto o dell'atto considerato. Questa rilevava come emergessero interessi pubblicistici dalle norme di settore, le quali incidevano nella formazione del contratto. In caso di violazione di tali norme da parte dell'intermediario il contenuto del negozio sarebbe stato intriso di contrarietà verso il c.d. "ordine pubblico di protezione".

Il fatto che gli obblighi di comportamento degli intermediari incidano nella fase formativa della fattispecie contrattuale trovava riscontro in quella dottrina[237] che poneva l'attenzione sulla funzione che gli obblighi d'informazione perseguono. Questi vogliono rendere l'investitore edotto in merito alle proprie scelte, al fine di giungere al c.d. accordo informato. Sono volti ad agevolare la corretta formazione della volontà contrattuale, e quindi non possono che costituire parte integrante del contratto. Di conseguenza, la violazione di tali obblighi travolgerebbe l'intero atto che ne risulterebbe inficiato nel contenuto, in quanto contrario agli interessi pubblicistici tutelati dalla norma imperativa violata.

Va poi segnalata quella dottrina[238] che, pur concordando sul fatto che le regole di condotta poste agli intermediari siano legate alla fattispecie, e parlava dei c.d. obblighi legali di fattispecie,

---

[233] Tribunale di Parma, 16.06.05, www.ilcaso.it Sez. I, Giur. n. 429 doc. 78, Corte d'Appello Milano, 11.01.02, in Contratti, 2003, 178; Tribunale di Monza 16.12.2004, in www.ilcaso.it, Sez. I, Giur., Doc. 699/2004, Tribunale di Palermo, 17.01.05; www.ilcaso.it , Sez. I, Giur. Doc. 76

[234] Tribunale di Parma, 06.07.05; www.ilcaso.it , Sez. I, Giur. Doc. 196/2005; Tribunale di Parma, 16.06.05, www.ilcaso.it Sez. I, Giur. doc. 78

[235] Tribunale di Mantova, 18.03.04; www.ilcaso.it , Sez. II, Giur. Doc. 686/2004

[236] Piazza G., *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiato*re; I contratti n. 7/2005; p. 1031.

[237] Greco F., *Intermediazione finanziaria: la "nullità virtuale" per violazione degli obblighi di informazione*, in www.ilcaso.it, Sez. II, doc. 45/20

[238] Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 686 e ss., successivamente Dolmetta A. A., *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, I contratti n. 1/2008 p. 81 e ss.

affermava che la violazione di queste non deve per forza comportare la nullità. La soluzione rimediale non dovrebbe essere costante e unica per la violazione di ogni obbligo da parte dell'intermediario.

Qualora venga dichiarata la nullità del contratto troverebbe applicazione l'articolo 2033[239] del cc. sull'indebito oggettivo. Questo afferma che l'investitore ha diritto alla restituzione in toto dell'intera somma versata all'intermediario. A ciò si aggiungono gli interessi legali, i quali decorrono dal giorno del pagamento se l'intermediario ha agito in male fede; viceversa decorrono dal giorno della domanda. L'investitore dovrà a sua volta restituire i prodotti oggetto di negoziazione, dei quali l'intermediario avrà facoltà di disporre; nonché i relativi interessi su questi maturati. L'applicazione di tale istituto esclude ogni eventuale concorso di colpa dell'investitore.

Una parte della dottrina[240] si spinge oltre, affermando che in alcune ipotesi più gravi l'investitore potrebbe aver diritto ad un risarcimento, che gli sarebbe dovuto dall'aver riposto la propria fiducia in un intermediario che, violando le disposizioni di legge, lo ha fatto pervenire alla stipula di un contratto nullo, non permettendogli di concludere il medesimo contratto con un altro intermediario. Il riferimento dottrinale è al c.d. interesse negativo quale misura del risarcimento.

Ai fini dell'accoglimento della richiesta di nullità, la dottrina[241] afferma che l'investitore dovrebbe limitarsi a dimostrare la condotta scorretta dell'intermediario, in quanto non rileva il fatto che abbia subito o meno un danno. Inoltre l'investitore può richiedere la nullità a prescindere della sussistenza di un nesso di casualità tra la violazione dell'intermediario ed il danno subito. Infatti, l'unico presupposto necessario quale causa di nullità del contratto è il comportamento scorretto dell'intermediario quale violazione di norma imperativa.

In via ipotetica l'investitore potrebbe, in seguito ad un risultato non soddisfacente dell'investimento dovuto all'andamento del mercato e non a responsabilità concrete dell'intermediario, ricorrere all'istituto della nullità al fine di ottenere la restituzione del capitale. L'intermediario si vedrebbe così costretto alla restituzione della somma utilizzata per l'acquisto dei titoli pur non avendo causato alcun danno all'intermediario con la violazione. Non è necessario che l'investitore dimostri il legame causale tra la violazione ed il danno. In tale ottica l'investitore potrebbe non essere incentivato a prevenire il potenziale danno. A differenza della responsabilità per inadempimento contrattuale, non trova applicazione l'articolo 1227 cc. in merito al possibile concorso di colpa

[239] Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 692 afferma questo sia il beneficio più grande dell'azione restitutoria

[240] Piazza G., *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiator*e; I contratti n. 7/2005; p. 1031. Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano,2008, p. 151 e ss.

[241] Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano,2008, p. 151

dell'investitore. L'intermediario non ottiene alcuna diminuzione del *quantum debeatur* dimostrando il concorso del fatto colposo del risparmiatore, ovvero che il risparmiatore avrebbe potuto limitare il danno agendo con l'ordinaria diligenza.

Il beneficio principale della nullità per l'investitore consiste nella sola dimostrazione del comportamento scorretto dell'intermediario al fine della restituzione dell'intero capitale. [242]

Furono proprio tali aspetti inerenti l'applicazione dell'istituto della nullità a spingere gli investitori a richiederne la declaratoria. Ciò portò i primi giudici a pronunciarsi a favore della nullità, in quanto l'intento era quello di rinnovare la fiducia nei mercati e offrire un'elevata tutela dei risparmiatori.[243]

La dottrina[244] evidenzia alcuni pregi e difetti di tale rimedio. Si afferma che l'istituto della nullità può fungere da deterrente ad eventuali comportamenti scorretti da parte dell'intermediario. Infatti, questo può essere tenuto a dimostrare la legittimità del suo operato al cospetto di un cliente che non deve dimostrare né il danno subito, né il nesso causale tra il danno e il comportamento scorretto dell'intermediario. Tuttavia, la declaratoria di nullità potrebbe risultare controproducente per la generalità degli investitori. L'intermediario per coprire i costi derivanti dall'eventuale esborso potrebbe traslarli in capo alla massa degli investitori aumentando i prezzi dei servizi prestati.

Infine, il rischio di incombere nella nullità potrebbe in qualche modo deprimere l'attività d'intermediazione, soprattutto in riferimento agli intermediari finanziari più piccoli, che non dispongono di ingenti capitali per far fronte alle conseguenze dovute alla declaratoria di nullità.

4. LA CRITICHE ALLA TESI DELLA NULLITÁ

Abbiamo visto come nella giurisprudenza, almeno inizialmente, prevalse la declaratoria di nullità, che si fondava sul fatto che le regole violate da parte dell'intermediario avevano natura imperativa. Queste incidevano direttamente sul contenuto e sulla struttura del contratto, per cui la loro violazione ne viziava l'atto invalidandolo. A tale orientamento fondato sull'istituto della nullità virtuale si contrappose successivamente una corrente giurisprudenziale e dottrinale. Questa vedeva

[242] Cit. Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 701

[243] D'Alfonso G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, La Responsabilità civile; dicembre 2008; p. 968

[244] Cit. Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 701

nella violazione delle regole di condotta dell'intermediario una responsabilità contrattuale per inadempimento, la quale portava all'utilizzo[245] dei conseguenti rimedi risarcitori.

La dottrina[246] riporta alcune critiche che venivano mosse al filone giurisprudenziale della nullità virtuale dalle tante sentenze dell'epoca. In alcuni casi le pronunce della giurisprudenza respinsero la richiesta della nullità (virtuale) richiamando il principio "*ubi voluit, dixit, ubi noluit, tacuit*", ovvero nel silenzio del legislatore la nullità non poteva essere comminata.[247] Secondo tale giurisprudenza non si poteva avere una generale qualificazione della disciplina dell'intermediazione come di ordine pubblico in quanto il legislatore aveva volontariamente distinto le violazioni dell'intermediario che portavano alla nullità da quelle che comportano all'applicazione dei generali principi di inadempimento. Ciò contrasterebbe con quanto sancito dalla Cassazione nella sentenza n. 3272 del 2001, la quale affermava che l'istituto della nullità virtuale sancito dall'articolo 1418 comma 1 cc. era volto a prevedere proprio quei casi ove il legislatore non si era espresso in relazione alla sanzione da applicare in caso di violazione di precetti imperativi.

Altre sentenze affermarono che se la violazione atteneva a regole dal contenuto sufficientemente specifico, preciso ed individuato, allora poteva aversi la declaratoria di nullità del contratto, mentre se la violazione atteneva a regole generali quali "prudenza e diligenza professionale", era prospettabile l'azione di risarcimento del danno[248]. Tuttavia, tale impostazione potrebbe venir meno, in quanto le disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria devono intendersi alla stregua di un corpo normativo unico.

Infine rilevano alcune sentenze[249] che, pur ammettendo di non voler mettere in dubbio la nullità sancita dalla Cassazione nel 2001, ponevano alcune precisazioni in merito a tale sentenza. Infatti, la

---

[245] Si veda Barcellona M., Mercato mobiliare e tutela del risparmio, l'intermediazione finanziaria e la responsabilità di banche e Consob, Giuffrè, Milano, 2009, p.34 e ss. e D'Alfonso G., Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori, La Responsabilità Civile, dicembre 2008, p. 980 i quali si chiedevano se l'attività d'intermediazione poteva essere ricondotta nell'ambito di applicazione dell'articolo 2050 cc. e quindi ad una responsabilità di natura contrattuale. Se così fosse l'investitore sarebbe esonerato dalla prova del nesso di causalità. A sostegno di tale tesi, D'Alfonso faceva riferimento ai prodotti speculativi negoziati nei mercati OTC definendoli "armi di distruzione di massa". Tuttavia entrambi gli autori concludono con l'affermare, a mio avviso a ragione, sia difficile ammettere vi sia responsabilità ai sensi dell'art. 2050 cc per qualsiasi tipo di operazione d'investimento, in quanto il carattere della pericolosità non può considerarsi insito in ogni operazione. Ciò comporterebbe un'eccessiva, ed ingiusta, responsabilizzazione degli intermediari che potrebbe limitarne l'operatività.

[246] Inzitari B.,PiccininiV. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 151 e ss. G. Bersani, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET Giuridica, Milano, 2008, p. 205 ss.

[247] Tribunale di Milano, 25.06.05, www.ilcaso.it Sez. I, Giur. n. 429 Doc. 349/2006

[248] Tribunale di Parma, 16.06.05, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. n. 78 Doc. 78; Tribunale di Vicenza 16.11.06, Sez. I, Giur. Doc. 529/2006

[249] Tribunale di Rovereto, 18.01.2006, Doc. 31/06 in www.ilcaso.it, Sez. I, Giur., Doc. 274/2006; Tribunale di Vasto, 09.10.2006, Doc. 308

Corte di Cassazione nel 2001 affermava l'uso dell'istituto della nullità virtuale quale strumento utile "a non ammettere alla tutela giuridica interessi in contrasto con valori fondamentali del sistema". La nullità era dunque da intendersi quale strumento di controllo normativo utile ai fini della tutela dell'interesse pubblico. La giurisprudenza richiamata faceva notare che l'investitore non era interessato ad ottenere la nullità del contratto d'investimento stipulato con l'intermediario in quanto invoca una "nullità della negoziazione dei titoli per inadempimento" da parte dell'intermediario delle regole di comportamento, a prescindere dal fatto che la violazione riguardasse obblighi o dei divieti sanciti dalla disciplina. Quello che l'investitore lamentava era una doglianza dell'intermediario nell'esecuzione del contratto stipulato relativo alle prestazioni dei servizi d'investimento. Per tal motivo non poteva trovare applicazione l'istituto della nullità virtuale in quanto dal comportamento scorretto dell'intermediario discendeva una responsabilità per inadempimento contrattuale. L'istituto della responsabilità per inadempimento contrattuale era più coerente con le motivazioni che portavano i risparmiatori ad agire in giudizio nei confronti dell'intermediario.

La giurisprudenza[250] evidenziava come l'attore fosse propenso a richiedere la sanzione della nullità in virtù del "ricco filone giurisprudenziale" che aveva dichiarato la nullità virtuale in fattispecie simili alla sua, ma che questi in realtà lamentava un danno per inadempimento degli obblighi di comportamento dell'intermediario.

Ciò trovò riscontro anche nella dottrina,[251] la quale sosteneva che in genere la maggioranza delle contestazioni mosse dagli investitori poggiavano sul mancato rispetto degli obblighi imposti all'intermediario dalla disciplina, e non sulla stipula di un contratto invalido. La violazione delle regole da parte degli intermediari doveva dunque trovar soluzione nei rimedi risarcitori.

La dottrina[252] fondava le proprie critiche sull'uso del rimedio della nullità affermando che nullo poteva definirsi solo un accordo tra le parti. Non si poteva dichiarare nullo un contratto per il singolo comportamento scorretto di un contraente. Questa, pur affermando la natura imperativa delle normativa considerata, affermava che l'articolo 1418 comma 1 cc. era volto a punire con la nullità un contratto e non una condotta unilaterale. Solo la violazione bilaterale, e quindi frutto di un accordo tra le parti, di una norma imperativa, poteva dar luogo alla nullità del contatto, in quanto portava alla stipula di un contratto invalido.

---

[250] Tribunale di Rovereto, 18.01.2006,n. 31/06 in www.ilcaso.it, Sez. I, Giur., Doc. 274/2006

[251] Inzitari B.,Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano, 2008, p. 155

[252] Sangiovanni V.; *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 692 e ss.

Viceversa, una violazione unilaterale degli obblighi da parte dell'intermediario non determina nullità del contratto, bensì una responsabilità per inadempimento contrattuale, in quanto non concerne alcun accordo. La nullità riguarda un accordo e non un comportamento unilaterale. Così, se le parti si fossero accordate inserendo una clausola nel contratto contraria a norme imperative, si potrebbe avere la nullità del contratto. Nella dottrina[253] si ritiene che anche in tal caso la nullità di una singola clausola potrebbe portare alla c.d. nullità parziale. Si affermò così che i comportamenti scorretti dell'intermediario non entrando a far parte della fattispecie contrattuale, per cui non dovrebbero conseguire alla declaratoria di nullità del contratto in quanto non ne inficiano la validità.

5. VERSO LA TESI DELL'INADEMPIMENTO

In generale la tesi della nullità aveva "scandalizzato" il *milieu*[254] della dottrina tradizionalista, ferrea nel sostenere come fosse essenziale tornare a distinguere le regole di validità dalle regole di comportamento dei contraenti. In tale ottica le regole di validità rientrerebbero nella fattispecie negoziale con riferimento alla struttura e al contenuto del contratto. Queste regole ci dicono se un contratto è valido o meno, la loro funzione sta nel determinare le condizioni che rendono il negozio vincolante tra le parti e valido nel rispetto della legge. Al venir meno di queste può conseguire la nullità del contratto. Di contro, le regole di comportamento dei contraenti, dette anche regole di responsabilità,[255] si collocano al di fuori della fattispecie contrattuale, in quanto la loro funzione consiste nella garanzia di un corretto svolgimento della negoziazione e/o dell'esecuzione del regolamento contrattuale approvato. Le regole di comportamento/responsabilità ci dicono se una parte ha diritto di sciogliere il contratto e/o chiedere un risarcimento del danno al verificarsi di un comportamento scorretto attuato dall'intermediario.

In linea con la dottrina tradizionalista, la giurisprudenza[256] affermava che il mancato rispetto di tali regole da parte dell'intermediario attenesse al momento "*funzionale*" e non al momento "*genetico*"

---

[253] Sangiovanni V.; *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 692 e ss.

[254] D'Alfonso G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, La Responsabilità Civile, dicembre 2008, p. 968. Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano,2008, p. 154

[255] La Rocca G.; Il contratto di intermediazione *mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche; in www.ilcaso.it Sez. II; Dottrina, opinioni e interventi documento n. 134* in riferimento alle sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007, p. 460

[256] Tribunale di Roma, 25.05.2005, in www.ilcaso.it, Sez. II, Giur. Doc. 82, Tribunale di Lodi, 22.02.05, Doc. 222

del contratto. In tale ottica, il rimedio più appropriato, in virtù del comportamento scorretto dell'intermediario, non poteva che configurare una responsabilità contrattuale per inadempimento. Questa portava all'applicazione dei rimedi risarcitori per il danno recato all'investitore dal comportamento scorretto dell'intermediario.

Sulla base della distinzioni poste dalla dottrina tradizionalista, tra regole di validità e regole di comportamento,[257] ci si è interrogati sulle implicazioni della richiesta di risarcimento danni per inadempimento dell'intermediario. Si dibatte in tal caso di responsabilità precontrattuale[258] o responsabilità contrattuale. In tale ottica, secondo la dottrina,[259] il momento in cui si verifica la violazione sembra avere importanza decisiva sulle basi normative cui l'investitore può fondare la propria richiesta di risarcimento.

Secondo la dottrina,[260] il fatto che la violazione dell'intermediario possa aversi sia nella fase che precede la stipula del contratto che in quella che ne segue la stipula troverebbe conferma in quanto disposto dalla disciplina regolamentare. Questa suddivide gli obblighi d'informazione dell'intermediario a seconda questi precedano o meno la stipula del contratto. La dottrina[261] non condivideva l'opinione di quella giurisprudenza che negava che gli obblighi di comportamento potessero considerarsi obblighi precontrattuali. Questi infatti dovevano considerarsi esclusivamente quali "adempimenti esecutivi di un contratto già in essere".[262]

---

[257] Inzitari B., Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 156; Sangiovanni V. *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 697 Ticozzi M,, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari*; I contratti n. 4/2007 p. 369

[258] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, I Contratti n. 12/2006, p. 1133 e ss. sostiene non si possa tranquillamente affermare se la responsabilità precontrattuale, sancita dall'art. 1337 cc, sia da considerarsi come responsabilità extracontrattuale o contrattuale oppure come una forma di responsabilità a se stante. Infatti, la medesima dottrina afferma che da un lato si è portati ad accostare, per esclusione, la responsabilità precontrattuale ad una forma di responsabilità extracontrattuale, in quanto questa sorge prima che venga posto in essere un contratto tra le parti. Tuttavia la stessa dottrina fa notare come la responsabilità precontrattuale sia comunque legata ad un contratto, e la definisce quale "*responsabilità che sorge in vista della conclusione di un contratto*". Così facendo si ricondurrebbe la responsabilità precontrattuale ad una forma di responsabilità contrattuale seppur non si sia in presenza di un contratto. Galgano F., in *I fatti illeciti*, Cedam, 2008, p.239 e ss. afferma che la responsabilità precontrattuale è, per tradizione, riconducibile alla responsabilità aquiliana. Tuttavia Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano 2009, p. 340 afferma non sia stata posta la parola fine al collocamento dogmatico della responsabilità precontrattuale.

[259] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, I Contratti n. 12/2006, p. 1138; Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano 2009, p. 332; D'Alfonso G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, La Responsabilità Civile, dicembre 2008, p. 973

[260] Inzitari B., Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 155

[261] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*,, I Contratti n. 12/2006, p. 1140

[262] Tribunale di Rovereto, 18.01.06, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. doc. 274/06

La dottrina[263] infatti è unanime nell'affermare vi siano in capo all'intermediario obblighi d'informazione tanto nella fase che precede la conclusione del rapporto quanto in quella che a questo segue. A titolo d'esempio, l'articolo 21 comma 1 lett. b) del TUF affermando che l'intermediario deve "acquisire le informazioni necessarie dal cliente e operare in modo questo sia sempre adeguatamente informato" è forse la principale attestazione del fatto che le regole di condotta riguardano tanto la che precede la conclusione del contratto che quella che ne segue la stipula.

L' importanza dell'acquisizione di informazioni sul cliente da parte dell'intermediario è il più classico esempio di obblighi posti all'intermediario prima che avvenga la stipula del contratto. Questo è altresì fondamentale al fine di proporre operazioni d'investimento adatte all'investitore. In virtù di tale inadempimento precontrattuale l'investitore ha diritto al risarcimento del danno. Il flusso informativo nei confronti dell'investitore da parte dell'intermediario deve essere continuo, in modo da consentire all'investitore di essere sempre adeguatamente informato "sulla natura e sui rischi delle operazioni in relazione all'andamento dei mercati"[264] così da consentirgli di poter valutare eventuali operazioni di disinvestimento.

A conferma del fatto che alcune regole di condotta riguardino la fase che precede la stipula del contratto, la dottrina[265] affermava che, nonostante la fonte degli obblighi d'informazione fosse da aversi in un contratto, dal punto di vista funzionale alcuni obblighi erano sicuramente precontrattuali. Si affermava ciò in quanto tali obblighi hanno come finalità la stipula di successivi contratti d'acquisto, i quali potrebbero danneggiare il cliente qualora l'intermediario non avesse adempiuto correttamente agli obblighi impostigli dalla disciplina nella fase che ne precede la stipula. Se non si conosce in modo approfondito il cliente è difficile consigliarlo correttamente e renderlo consapevole delle operazioni che volge a compiere.

5. LA TESI DELL'INADEMPIMENTO CONTRATTUALE

[263] Piazza G., *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiato*re; I contratti n. 7/2005; p. 1028; Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 156; Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 697

[264] Piazza G., *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiato*re; I contratti n. 7/2005; p. 1028

[265] Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 164

Sulla base delle critiche e delle considerazioni fatte pocanzi, nella giurisprudenza[266] andò successivamente a formarsi una seconda corrente di pensiero contrastante con quell'orientamento giurisprudenziale che in un primo momento si era espresso a favore della tesi della nullità. Questo secondo orientamento giurisprudenziale vedeva nel comportamento scorretto dell'intermediario una responsabilità contrattuale per inadempimento. Esclusa l'ipotesi della nullità, il comportamento scorretto da parte dell'intermediario doveva trovare soluzione nei rimedi risarcitori, configurandosi così in una responsabilità di tipo contrattuale o precontrattuale.

In tale ottica è rilevante nella giurisprudenza la sentenza del Tribunale di Biella.[267] Questa affermava che la responsabilità fosse da ritenersi senza dubbio di natura precontrattuale se la violazione posta dall'intermediario riguardava la fase delle trattative che precedono la formazione del contratto. Violazione che, per la giurisprudenza considerata, poteva riguardare tanto i principi generali di buona fede e correttezza, quanto le norma di settore, a prescindere dal fatto che la violazione attenesse a norme primarie o secondarie. Di convesso, secondo la medesima giurisprudenza, si aveva una responsabilità di tipo contrattuale qualora l'inadempimento riguardasse le violazioni degli obblighi richiesti nella fase di esecuzione del contratto, alle quali l'intermediario era tenuto in virtù del contratto stipulato con l'investitore.

Appurato che il comportamento scorretto dell'intermediario consiste in una responsabilità per inadempimento contrattuale, bisogna chiedersi quali sono le basi normative di riferimento sulle quali poteva trovare fondamento l'azione di responsabilità nei confronti dell'intermediario. In tale ottica nella dottrina[268] si affermava che, qualora l'inadempimento dell'intermediario attenesse la fase precontrattuale, a rilevare doveva essere l'articolo 1337 cc., il quale sancisce il principio di buna fede nello svolgimento della trattativa e nella formazione del contratto. Tuttalpiù, la dottrina[269] affermava che poteva trovare applicazione l'articolo 1440 cc. relativo al dolo incidente, qualora fosse comunque conseguita la conclusione del contratto. In tali casi si aveva per l'intermediario una responsabilità di natura precontrattuale, ed il cliente aveva diritto al risarcimento del danno.

Viceversa, la medesima dottrina affermava che nel caso in cui il comportamento scorretto dell'intermediario fosse avvenuto nella fase successiva alla conclusione del contratto, doveva

[266] Tribunale di Taranto, 27.10.2004, in www.ilcaso.it, Sez. II, Giur. Doc. 704; Tribunale di Mantova, 15.03.05, Doc.57, Tribunale di Rimini, 11.5.05, Doc. 293/2005, Tribunale di Alba, 04.07.05, Doc. 241

[267] Tribunale di Biella, 29.09.06, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. doc. 1024/06

[268] Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 697

[269] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, I Contratti n. 12/2006, p. 1133 e ss. Ticozzi M., *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari*; I contratti n. 4/2007 p. 369

trovare applicazione l'articolo 1218 cc., disciplinante le regole generali dell'inadempimento, o, al limite, poteva esserci la risoluzione del contratto per inadempimento ai sensi dell'articolo 1453 cc.
Affinché sia prospettabile la declaratoria di risoluzione, l'inadempimento dell'intermediario deve essere di una certa importanza, in quanto devono sussistere i requisiti della gravità sanciti dall' articolo 1455 del cc.
La responsabilità precontrattuale sancita dall'articolo 1337 cc, afferma che le parti devono, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, comportarsi nel rispetto del principio di buona fede. Secondo la dottrina il riferimento sarebbe nella buona fede oggettiva[270] quale correttezza e lealtà, nonché criterio di valutazione del comportamento dei soggetti. Questa, pur non essendo determinabile ex ante dal legislatore in quanto clausola generale, è tuttavia riconducibile a tutti quegli obblighi di "chiarezza, di informazione o avviso e di collaborazione, di segretezza e di protezione dell'altrui sfera giuridica". Il rispetto della clausola di buona fede non può dunque prescindere da un comportamento diligente dell'intermediario e quindi nel rispetto delle disposizioni imposte dal TUF e dal Regolamento Intermediari. Perciò, l'intermediario che viola gli obblighi impostigli dalla normativa speciale, ai sensi dell'articolo 1337 del cc, incombe in una responsabilità precontrattuale e dovrà risarcire il danno cagionato al proprio cliente.
Passando all'analisi della responsabilità contrattuale, l'articolo 1218 cc. afferma che il debitore che non esegue la "*prestazione dovuta*" è tenuto al risarcimento del danno se non riesce a provare che l'inadempimento, o il ritardo, è stato determinato da una impossibilità della prestazione dovuta ad una causa a lui non imputabile. A questo punto bisogna chiedersi in cosa consista la "prestazione dovuta" dall'intermediario affinché vi sia una responsabilità contrattuale per inadempimento. Secondo la dottrina[271] questa consiste in un obbligo di *facere*. Le obbligazioni del fare si distinguono in obbligazioni di risultato ed obbligazioni di mezzi o di diligenza. Le prime hanno ad oggetto un risultato finale, il quale è dovuto dal debitore nei confronti del creditore. Nelle obbligazioni di mezzi non è garantito il raggiungimento di nessun fine economico, ma è garantito il comportamento diligente di una parte al fine del raggiungimento del soddisfacimento dell'interesse della controparte. La dottrina in merito afferma che, come già brevemente accennato in precedenza, tra il cliente e l'intermediario si ha una obbligazione di mezzi, in quanto l'intermediario si impegna a prestare la propria opera, le proprie conoscenze e competenze tecniche al fine di raggiungere il risultato desiderato dal cliente, ma non a conseguirlo. Il mancato raggiungimento del risultato non comporta di per se un inadempimento dell'intermediario, in quanto bisognerà chiedersi se questo è

[270] Turco D., in *Lezioni di diritto privato*, Giuffrè, 2011, Milano, p. 410; Galgano F., in *I fatti illeciti*, Cedam, 2008, p.240

[271] Michelangela S., in *Servizi d'investimento e responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 330 e ss.

dipeso dalla normale alea intrinseca in ogni tipo di operazione d'investimento, ovvero in un inesatto adempimento dell'intermediario nell'agire in modo non diligente.

Ulteriore conferma del fatto che la prestazione cui è tenuto l'intermediario è configurabile come obbligazione di mezzi è data dal fatto che questa è un'obbligazione professionale. Le obbligazioni professionali si caratterizzano dal fatto che hanno alla base un rapporto di tipo fiduciario tra il cliente ed il professionista. La dottrina[272] afferma che tradizionalmente si suole classificare le obbligazioni professionali tra quelle di mezzi, in quanto in queste il professionista si impegna a mettere a disposizione del cliente la propria esperienza e cultura tecnica per il raggiungimento di un dato risultato del quale non può però assicurarne l'esito. Se tale risultato non viene raggiunto non è necessariamente detto si configuri un inadempimento del professionista. La prestazione oggetto del rapporto obbligatorio è riconducibile ad un dato comportamento che l'intermediario deve tenere al fine di soddisfare l'interesse del cliente, e non necessariamente al perseguimento di dati risultati.

In merito all'istituto della risoluzione, la dottrina,[273] come la giurisprudenza, [274] pongono due tipi di precisazioni. Si evidenzia che l'inadempimento oggetto della domanda di risoluzione deve riguardare gli obblighi derivanti dal contratto e non il singolo ordine di negoziazione. Questo in quanto i singoli ordini impartiti dall'investitore all'intermediario vanno considerati meri atti esecutivi. La domanda di risoluzione potrà quindi trovare accoglimento solo se riguarda il contratto e non i singoli ordini. Si precisa poi che, affinché trovi applicazione l'istituto della risoluzione del contratto, l'inadempimento deve essere "di non scarsa importanza"[275] ai sensi dell'articolo 1455 cc.

6. LE CONSEGUENDE DEI RIMEDI RISARCITORI

Qualora i giudici riscontrassero una responsabilità contrattuale dell'intermediario per inadempimento l'investitore non avrebbe il diritto alla restituzione del capitale investito ma ad un

[272] Michelangela S., in *Servizi d'investimento e responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 336

[273] B. Inzitari,V. Piccinin *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 160

[274] Tribunale di Catania, 21.10.05, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. doc. 263/05

[275] Tribunla di Catania, 21.10.2005, in www.ilcaso.it, Sez. IV, Giur, doc. 263/2005 afferma che: "la gravità dell'inadempimento andrà vagliata tenendo conto della natura degli interessi tutelati, non esclusivamente riconducibili alla sfera soggettiva del contraente investitore". B. Inzitari,V. Piccinin *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 161 in nota n. 37 richiama la sentenza della Cassazione del 26.10.85 n. 5277 la quale afferma che la risoluzione del vincolo contrattuale è legislativamente collegata all'inadempimento di obbligazioni che abbiano notevole rilevanza nell'economia del rapporto.

quantum risarcitorio. La dottrina[276] afferma che per quanto riguarda la responsabilità precontrattuale, il risarcimento deve essere nei limiti del c.d. interesse negativo, viceversa sarà dato dal c.d. interesse positivo nei casi di responsabilità contrattuale. A prescindere dal criterio utilizzato, il danno risarcibile è definito, ai sensi dell'articolo 1223 cc,. dalla somma di due elementi: il danno emergente ed il lucro cessante[277]

La dottrina[278] definisce il danno emergente come quella perdita patrimoniale subita dall'investitore in virtù della condotta scorretta dell'intermediario. Questo, a detta della dottrina, sarà quasi sicuramente sempre risarcibile e non pone grossi problemi di calcolo essendo dato da ogni perdita o erogazioni di valori economici componenti il patrimonio. Il lucro cessante, a detta della medesima dottrina, riguarda invece la ricchezza che il cliente avrebbe potuto conseguire grazie alla prestazione inadempiuta dall'intermediario.

In riferimento all'interesse negativo, il risarcimento consiste nelle spese inutilmente sostenute, per quanto riguarda il danno emergente, mentre consterà nel danno per le occasioni perdute[279] e nell'attività impiegata nelle trattative non andate poi a buon fine con riferimento al lucro cessante.[280] Se il danno viene invece commisurato all'interesse positivo, il danno emergente consisterà nella perdita di valore del capitale investito a causa dell'inadempimento dell'intermediario, mentre il lucro cessante consiste nei rendimenti che l'investitore avrebbe percepito in caso di corretto adempimento del contratto da parte dell'intermediario.[281]

Ai fini dell'onere della prova rileva quanto disposto dall'articolo 23 comma 6 del TUF, il quale abbiamo visto disciplini una presunzione legale relativa volta a favorire l'investitore. Quindi il cliente dovrà provare il danno subito ed il nesso causale tra il pregiudizio subito e la condotta dell'intermediario. L'intermediario dovrà dimostrare che non vi è nesso casuale tra il danno contestato dall'investitore e l'inadempimento, nonché di aver agito secondo la diligenza dovuta.

---

[276] Galgano F., in *I fatti illeciti*, Cedam, 2008, p.243; Michelangela S., in *Servizi d'investimento e responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 403

[277] Inzitari B.,Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano,2008, p. 168

[278] Michelangela S., in *Servizi d'investimento e responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 401 e ss.

[279] Galgano F., in *I fatti illeciti*, Cedam, 2008, p.243

[280] Sapone N., in *La responsabilità contrattuale*, Trattati a cura di Paolo Cedon, Giuffrè, 2008, p. 736 riporta la nozione di interesse negativo contenuta nella relazione del Codice Civile n. 638

[281] Michelangela S., in *Servizi d'investimento e responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 407 afferma che ai fini della quantificazione del lucro cessante e del danno emergente sarà necessario tener presente il valore medio dei rendimenti dei prodotti finanziari del paniere del cliente.

Come abbiamo visto pocanzi, l'investitore può limitarsi ad esperire i rimedi risarcitori "puri",[282] e quindi ottenere il solo risarcimento del danno, oppure, nei casi ove l'inadempimento sia più grave, optare per la risoluzione[283] del contratto. Questa comporta, oltre alla restituzione del capitale versato, ai sensi dell'articolo 2033 cc sull'indebito oggettivo, anche un risarcimento danni nei limiti del c.d. interesse negativo[284] per il cliente. Infatti l'articolo 1453 cc. comma 1 afferma che al cliente dell'intermediario che chieda la risoluzione del contratto, e non il successivo adempimento da parte dell'intermediario, spetti comunque il risarcimento del danno.

È importante poi segnalare che il risarcimento del danno potrebbe essere diminuito qualora fosse provato il concorso di colpa dell'investitore nella determinazione del danno ai sensi dell'articolo 1227 cc. Risulta tuttavia difficile pensare che l'investitore risulti colpevole di disinformazione quando è l'intermediario che a il compito di informarlo al fine di renderlo edotto sulle scelte d'investimento che compie. Risulta dunque difficile pensare che il cliente dell'intermediario sia concausa dell'evento dannoso.

Concludendo, in base a quanto appena osservato, a mio avviso le parti sono portate a prestare maggiore attenzione. Infatti, l'intermediario è portato ad agire nel rispetto della disciplina per evitare di essere portato in giudizio dall'investitore, e l'investitore è responsabilizzato nel fornire all'intermediario le informazioni necessarie per non veder ridotto il suo risarcimento.

7. L'ANNULLABILITÁ

In merito alla responsabilità precontrattuale per inadempimento, abbiamo visto come la dottrina[285] ponga quale riferimento normativo l'articolo 1337 cc., il quale comporta un risarcimento del danno per il cliente. Tuttavia tale dottrina affermava che l'articolo 1337 cc. "può ma non sempre deve" trovare applicazione, in quanto avrebbero potuto trovare applicazione anche altri rimedi come l'annullamento del contratto per vizio del consenso che vedremo meglio in seguito.

---

[282] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, I Contratti n. 12/2006, p. 1135

[283] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, I Contratti n. 12/2006, p. 1135 afferma che la risoluzione sia l'unico caso in cui ai rimedi restitutori (nullità, annullabilità e risoluzione) si aggiungano conseguenze risarcitorie.

[284] Bersani G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET Giuridica, Milano, 2008, p. 265 afferma che l'interesse negativo è dato dalle spese sostenute nella fase delle trattative e rivelatesi poi inutili e alle predite subite per non aver usufruito di occasioni alternative

[285] Sangiovanni V.; *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006, p. 697.

Nella dottrina[286] ci si chiese se il rimedio della responsabilità precontrattuale volto ad ottenere esclusivamente il risarcimento del danno non potesse risultare inidoneo a tutelare l'interesse leso del cliente in alcune circostanze. Il riferimento dottrinale è a quelle situazioni ove al comportamento scorretto dell'intermediario nella fase della negoziazione precontrattuale segue la stipula di un contratto viziato nel consenso.

Si arriva così a prospettare, nella dottrina considerata, potesse trovare applicazione il rimedio dell'annullamento, il quale, al pari degli altri rimedi restitutori,[287] consente, consente al cliente, ai sensi dell'art. 2033 cc. sull'indebito oggettivo, il diritto di riottenere l'intera somma di capitale versata all'intermediario. L'annullamento del contratto, secondo quanto disposto dall'articolo 1427 cc., può essere richiesto per errore, dolo o violenza. Tuttavia, in merito alle ipotesi di annullamento per errore e dolo la dottrina[288] pone alcune precisazioni.

L'annullamento potrebbe essere richiesto per dolo determinante ai sensi dell'art. 1439 cc.. Il dolo si avrebbe qualora la condotta scorretta da parte dell'intermediario sia stata determinante nel raggirare il cliente al fine della conclusione del contratto. Senza tali raggiri posti dall'intermediario il cliente non avrebbe stipulato il contratto, nel caso del dolo determinante, o l'avrebbe stipulato a condizioni diverse, nel caso del sopra citato dolo incidente. In quest'ultimo caso il contratto rimane valido.

In riferimento al dolo determinante, la giurisprudenza[289] richiama la figura del c.d. dolo omissivo. Questo si ha, a titolo d'esempio, quando l'intermediario raggira il cliente celandogli[290], o fornendogli in modo inesatto, delle informazioni inerenti alla grave situazione economico-patrimoniale della società emittente i cui prodotti finanziari sono oggetto della conclusione del contratto. In tal caso la condotta scorretta dell'intermediario sarebbe stata volta a far concludere al proprio cliente un contratto che non avrebbe concluso qualora l'intermediario si fosse comportato correttamente. Il cliente può dunque chiedere l'annullamento del contratto, in quanto senza tali raggiri non avrebbe concluso alcun contratto, e la restituzione del capitale versato all'intermediario.

---

[286] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale,*, I Contratti n. 12/2006, p. 1140, Ticozzi M., *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari*; I contratti n. 4/2007 p. 367

[287] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale,*, I Contratti n. 12/2006, p. 1135

[288] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale,*, I Contratti n. 12/2006, p. 1140; Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano, 2008, p. 173.

[289] Tribunale di Pinerolo, 14.10.05, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. Doc. 296/05. Il dolo omissivo viene ripresa anche da Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 100

[290] Bersani G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET Giuridica, Milano, 2008, p. 252

La dottrina[291] tuttavia riporta che spesso nella giurisprudenza il dolo dell'intermediario non è stato provato, in quanto si riteneva che difficilmente questo avrebbe potuto essere consapevole della reale situazione in cui versava la società emittente il prodotto finanziario proposto al cliente. Il fatto che il mercato attribuisse fiducia a tali prodotti finanziari fungeva da attenuante all'intermediario.

Viceversa, la dottrina[292] afferma che, nei casi del dolo incidente disposto dall'articolo 1440 cc., non si avrebbe l'annullamento del contratto ma il solo risarcimento del danno. Non vi sarebbe così alcuna restituzione del capitale all'investitore, ed il contratto resterebbe valido in quanto i raggiri posti dall'intermediario non sarebbero stati tali da determinarne la conclusione. Tuttavia al cliente spetta un risarcimento danni in quanto avrebbe concluso il contratto a condizioni migliori se non fosse stato raggirato o ingannato dall'intermediario.

In riferimento all'errore, nella domanda di annullamento del cliente questo deve dimostrare che l'errore è essenziale, può ricadere sulla natura e sull'oggetto del contratto, e riconoscibile.[293]

Nella giurisprudenza si affermava che affinché l'errore sia essenziale, la violazione da parte dell'intermediario dei propri doveri informativi deve incidere sulla "libera determinazione dell'investitore ad una scelta consapevole."[294] In altre sentenza la giurisprudenza[295] dichiarava l'annullamento del contratto in un caso in cui l' errore essenziale riguardava la natura del contratto. In tal caso, il cliente era convinto di aver sottoscritto un piano di investimento basato sull'accantonamento di una somma mensile mentre, senza esserne consapevole, aveva sottoscritto un contratto di mutuo le cui somme pagate mensilmente ne rappresentano la rata di rimborso. In altre sentenze si affermava che l'annullamento per errore essenziale e riconoscibile dell'intermediario "sull'oggetto ovvero sulla qualità essenziale dei titoli"[296] presupponeva che il cliente dimostrasse che non avrebbe concluso il contratto qualora fosse stato correttamente informato.

Concludendo, si può affermare che condizione necessaria affinché trovi applicazione la tesi dell'annullamento per dolo determinante e per errore essenziale e riconoscibile, è che la violazione

---

[291] Bersani G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET Giuridica, Milano, 2008, p. 252. L'autore riporta il testo della sentenza del Tribunale di Udine del 16.02.07

[292] Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale,*, I Contratti n. 12/2006, p. 1140; Inzitari B., Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano, 2008, p. 173.

[293] Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 101

[294] Tribunale di Ancona, 12.04.07, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. doc. 597

[295] Tribunale di Parma, 06.12.06, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. Doc. 470/06 e Doc. 506/2006

[296] Tribunale di Parma, 17.11.05, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. Doc. 298/05; Tribunale di Taranto, 01.17.08, Doc. 1335

degli obblighi informativi dell'intermediario nella fase che precede la conclusione del contratto sia tale da incidere sulla volontà e/o sulla consapevolezza dell'investitore di stipulare il contratto.
Gli effetti della declaratoria di annullabilità comportano l'obbligo in capo all'intermediario di restituire per intero al cliente il capitale versato oltre agli interessi legali ai sensi dell'art. 2033 cc sull'indebito oggettivo. La giurisprudenza[297] e la dottrina[298] affermano, come visto precedentemente, che all'annullamento non troverebbe applicazione l'articolo 23 comma 6 del TUF.

8. LA SENTENZA DELLA CASSAZIONE N. 19024/2005

Nell'ambito del contrasto giurisprudenziale analizzato, un primo *out out* fu dato dalla Cassazione con la sentenza n. 19024 della Cassazione del 29 settembre 2005. Questa era chiamata ad esprimersi in merito ad una richiesta di nullità dei contratti mossa dall'investitore che lamentava il fatto che l'intermediario non si era attenuto a quanto disposto dagli artt. 5, 6 e 11 della citata legge n. 1/91,[299] c.d. legge SIM. La violazione dell'intermediario atteneva dunque i principi generali e le regole di comportamento nell'esecuzione delle negoziazioni di valori mobiliari. I giudici della Cassazione respinsero il ricorso e andarono a restringere l'ambito di applicazione dell'istituto della nullità virtuale sancito dalla Cassazione nel 2001. Confermarono la distinzione tra regole di validità e regole di responsabilità, arrivando così a sentenziare che il comportamento scorretto dell'intermediario configura un inadempimento che può portare, a seconda del momento in cui viene posto in essere, una responsabilità per inadempimento precontrattuale o contrattuale.
La Corte sostenne che non poteva aversi nullità ai sensi dell'articolo 1418 comma 1 cc, in quanto questo trovava applicazione solo nel caso in cui la violazione di norma imperativa attenesse ad elementi "intrinseci" alla fattispecie negoziale quali la struttura ed il contenuto del contratto, cioè si trattasse di c.d. nullità strutturali.
Affermò poi che i comportamenti tenuti dalle parti tanto nel corso della trattativa che in fase d'esecuzione sono da ritenersi quali elementi esterni alla fattispecie negoziale. La loro violazione, a

[297] Tribunale di Vicenza, 16.11.06, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. doc. 529/06 Pres. L. Grimaldi, Est. E. Reggiani

[298] B. Inzitari,V. Piccinin *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, Milano, p. 176

[299] In merito bisogna dire, per completezza, che l'investitore muoveva la sua richiesta di nullità dei contratti in quanto questi si configuravano come atti di negoziazione di valori mobiliari, la cui stipula era riservata alle SIM ai sensi dell'articolo 2 della legge n. 1 del 2 gennaio 1991. In merito il Tribunale di Torino aveva respinto tale domanda affermando che tale violazione avrebbe comportato per l'intermediario il risarcimento del danno senza incidere sulla validità del contratto.

prescindere dalla natura imperativa o meno della norma, non potrà mai dar luogo a nullità a meno che questa non sia espressamente prevista dalla legge.

In particolare, con riferimento alla violazione degli obblighi informativi che attengono alla fase precontrattuale, la Corte afferma che la loro violazione non comporta la nullità nemmeno in riferimento all'accordo tra le parti quale elemento essenziale affermato dall'articolo 1325 cc, in quanto gli obblighi informativi, che l'intermediario deve rispettare prima della stipula del contratto, non sono intrinseci alla fattispecie ma sono utili al solo fine di effettuare delle valutazioni in termini di convenienza. Così facendo, la Corte voleva affermare che la violazione degli obblighi informativi non portava a nullità per mancanza del primo dei requisiti dell'articolo 1325 cc. quale l'accordo tra le parti, andando così ad escludere l'uso della nullità ai sensi dell'articolo 1418 comma 2 cc.

Il fatto che la Cassazione contemplasse la funzione delle informazioni come una mera valutazione di convenienza fu oggetto di critiche opposte da parte della dottrina. Parte della dottrina[300] sosteneva che elemento essenziale del contratto fosse l'accordo informato. Ciò doveva valere soprattutto in un contesto ove l'informazione è lo strumento principale usato al fine di ridurre la rilevante asimmetria informativa tra le parti e rendere l'investitore edotto. La Corte non considerava che l'intera disciplina era (ed è) volta all'uso dell'informazione.

Tuttavia parte della dottrina affermava che sostenere quale elemento essenziale del contratto non il mero accordo ma l'accordo informato, sarebbe stato "fortemente innovativo e fortemente eversivo"[301]. Diversamente, si sarebbe potuto affermare[302] che, anche accettando quale elemento essenziale del contratto il mero accordo, e non l'accordo informato, si poteva determinare l'invalidità del contratto. Infatti, la convenienza inciderebbe in un elemento essenziale del contratto quale l'oggetto.

Questo in quanto gli investitori instaurano un rapporto fiduciario con l'intermediario al fine di sfruttarne le specifiche competenze tecniche e farsi guidare nell'acquisto degli strumenti finanziari più adatti alle loro caratteristiche. In tale ottica, se la violazione degli obblighi d'informazione da parte dell'intermediario porta il cliente ad effettuare scelte a lui non convenienti ad essere inficiato risulterebbe l'oggetto del contratto. Così, gli obblighi d'informazione, pur incidendo sulla convenienza dell'operazione, e non sulla formazione del consenso, andrebbero ad incidere comunque su un elemento essenziale del contratto come l'oggetto.

[300] Gentili A., *Disinformazione e invalidità: i contratti d'intermediazione dopo le Sezioni Unite*; I contratti, n. 4/2008 p. 399.

[301] Cfr. Gentili A., *Disinformazione e invalidità: i contratti d'intermediazione dopo le Sezioni Unite*; I contratti, n. 4/2008 p. 399.

[302] Gentili A., *Disinformazione e invalidità: i contratti d'intermediazione dopo le Sezioni Unite*; I contratti, n. 4/2008 p. 400

In fine nella dottrina[303] vi era chi riteneva che la Cassazione operasse ragionando al contrario. Questa, affermando non potesse aversi nullità se la carenza d'informazioni nella fase che precedeva la stipula del contratto incideva sull'accordo, voleva implicitamente affermare che questa poteva aversi qualora incidesse sulla natura e sull'oggetto del contratto.

Se l'indirizzo giurisprudenziale espresso in quell'occasione dalla Corte di Cassazione non convinse dunque in pieno la dottrina, tuttavia ne rilevò[304] l'importanza, in quanto si affermava la distinzione tra regole di validità del contratto e le regole di comportamento delle parti richiamata dalla dottrina tradizionalista. Inoltre con tale sentenza si limitava l'ambito di applicazione della nullità virtuale.

A mio avviso la sentenza della Cassazione considerata potrebbe trovare perfetta sintesi nell'assunto della dottrina che afferma che "gli obblighi di fattispecie non esistono",[305] volto ad indicare come gli obblighi di condotta degli intermediari non incidano sulla fattispecie.

Disconosciuto l'istituto della nullità, i rimedi ai quali l'investitore può indirizzarsi sono i rimedi risarcitori. In tale ottica l'inadempimento dell'intermediario può portare a responsabilità precontrattuale o contrattuale.

In merito alla responsabilità precontrattuale la Corte afferma che il principio di buona fede, sancito dall'articolo 1337 del cc., "assume valore di clausola generale", andando così ben oltre l'ipotesi della rottura ingiustificata del contratto. Si va così a contemplare anche quei casi ove vi è un "contratto posto in essere valido e tuttavia pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto"[306]. La responsabilità precontrattuale può così riguardare anche i contratti validamente conclusi se in sede di trattativa e formazione del contratto le parti non adempiano agli obblighi informativi. Può così aversi responsabilità precontrattuale per inadempimento anche nei casi del dolo incidente disciplinato dall'articolo 1440 cc.. L'avvenuta stipula del contratto valido ed efficace non è perciò di alcun ostacolo all'azione risarcitoria da parte del cliente, in quanto basta vi sia stata una condotta scorretta di una delle parti prima della conclusione del contratto.

In fine la Cassazione si sofferma sulla determinazione del *quantum risarcitorio* in caso di responsabilità precontrattuale. Questo si afferma debba essere comunemente pari al c.d. interesse negativo, ovvero pari alle spese che il cliente ha sostenuto nella fase delle trattative nonché al danno subito dal cliente per non aver potuto approfittare di eventuali altre opportunità alternative. Il

[303] Greco F., *Intermediazione finanziaria: la "nullità virtuale" per violazione degli obblighi di informazione*, in www.ilcaso.it, sez. II, doc. 45/20 p. 6

[304] Inzitari B., Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano, 2008, p. 178

[305] Dolmetta A. A., *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, I contratti n. 1/2008, p.82

[306] Cassazione Civile, sez. I, sentenza 29/09/2005 n. 19024

risarcimento al cliente sarebbe quindi dovuto dal fatto che il cliente ha perso tempo, risorse ed eventuali opportunità alternative.

La Cassazione afferma però ciò non valga in quei casi ove la responsabilità precontrattuale per inadempimento sia configurabile in una ipotesi di dolo incidente ai sensi dell'articolo 1440 cc. In tal caso il quantum risarcitorio, deve essere pari al "minor vantaggio" o al "maggior aggravio economico" determinato dallo condotta scorretta della parte responsabile salvo la prova di ulteriori danni. Secondo la Cassazione infatti il risarcimento in tal caso non è commisurabile al c.d. interesse negativo, in quanto le parti sono comunque giunti alla stipula del contratto, ma non è nemmeno commisurabile al c.d. interesse positivo, ovvero al profitto che il cliente avrebbe potuto ottenere se il contratto fosse stato concluso a condizioni diverse.

La dottrina[307] arriva così ad affermare che il cliente dell'intermediario poteva muovere la propria azione nei confronti dell'intermediario al fine di ottenere un risarcimento ai sensi dell'articolo 1337 cc. se la violazione dell'intermediario attiene alla fase precontrattuale; viceversa potrà richiedere la risoluzione del contratto, ottenendo l'invalidità di questo ed un risarcimento danni, nei casi in cui la violazione delle regole di condotta da parte dell'intermediario riguarda la fase di esecuzione del contratto. La violazione dell'intermediario costituiva un inadempimento contrattuale che portava al risarcimento del danno o al limita alla risoluzione del contratto.

Come riporta la dottrina,[308] in seguito alla sentenza n. 19024/2005 della Cassazione diverse pronunce si conformarono alla sentenza della Cassazione, tanté che si afferma vi fu una sorta di assestamento della giurisprudenza a favore della tesi della responsabilità, precontrattuale o contrattuale, dell'intermediario per inadempimento. Infatti molte sentenze[309] nei primi mesi del 2006 esclusero che la violazione delle norme di comportamento da parte dell'intermediario comportasse la nullità del contratto in quanto le conseguenze a tale violazione erano da aversi sul piano risarcitorio. Tuttavia la dottrina[310] riporta che l' uniformarsi della giurisprudenza di merito

[307] Inzitari B., Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano, 2008, p. 179

[308] D'Alfonso G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, La Responsabilità civile; dicembre 2008; p. 968 ; Inzitari B. Piccinini V. *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano,2008, p. 182 e ss.

[309] Tribunale di Padova, 17.05.06, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. Doc. 350/06, Tribunale di Modena 10.05.06, Doc. 334/2006, Tribunale di Venezia, 04.05.2006, Doc. 414/2006, Tribunale di Lecce, 12.06.06, doc. 397/2006

[310] Dolmetta A. A., *Strutture rimediali per la violazione degli "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, in www.ilcaso.it, Doc. 83/2007

durò solo per un breve lasco di tempo. Infatti vi furono comunque sentenze[311] che, sulla base delle argomentazioni viste, si pronunciarono a favore dell'istituto della nullità. In particolare, il Tribunale di Trento[312] non condivideva quanto espresso dalla Cassazione con la sentenza n. 19024/2005 in quanto non poteva aversi una responsabilità precontrattuale dell'intermediario in quanto il comportamento scorretto dell'intermediario aveva luogo nel "momento stesso della stipula dell'atto negoziale che ha natura indiscutibilmente bilaterale". La natura bilaterale dell'atto era data dal fatto che questo riguardava un ordine impartito dal cliente e l'accettazione, mediante esecuzione dell'ordine, da parte dell'intermediario. In tale ottica, la giurisprudenza considerata affermava che il comportamento scorretto dell'intermediario avveniva nel momento in cui si stipulava il contratto, e quindi ne conseguiva l'invalidità per violazione di norme imperative.

L'intervento della Suprema Corte con sentenza n. 19024/2005 non era perciò valso a porre la parola fine in merito ai rimedi civilistici applicabili dalla giurisprudenza a tutela dell'investitore in conseguenza a violazione delle norme del TUF e del Regolamento Intermediari da parte dell'intermediario. La Cassazione il 16 febbraio 2007, con l'ordinanza n. 3683, decise di rimettersi alle Sezioni Unite in quanto rilevava un "contrasto giurisprudenziale interno alla Corte", sollecitandone l'intervento in chiave nomofilattica.[313] Contrasto giurisprudenziale che atteneva le conseguenze derivanti dalla violazione di quanto disposto dalla disciplina speciale da parte degli intermediari. Da una parte l'orientamento giurisprudenziale volto a contrario all'uso della declaratoria della nullità virtuale ai sensi dell'articolo 1418 comma 1 cc. In quanto gli obblighi gravanti sugli intermediari non erano da considerare intrinseci alla fattispecie negoziale. Dall'altra parte quell'orientamento giurisprudenziale che affermava che, seppur in assenza di una espressa previsione di legge, un negozio contrario a norme imperative veniva dichiarato nullo ai sensi dell'articolo 1418 comma 1 cc. in quanto questo disciplinava un principio avente carattere generale.

9. LA PRONUNCIA DELLA CORTE DI CASSAZIONE A SEZIONE UNITE

[311] Tribunale di Cagliari, 02.01.06, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. Doc. 362/06; Tribunale di Foggia 15.05.06, Doc. 359/2006; Tribunale di Teramo, 18.05.06, Sez. I, Giur. Doc.349/2006; Tribunale di Trani 30.05.06, doc. 346/2006; Tribunale di Brindisi 18.08.06, Sez. Giur. Doc. 396/2006

[312] Tribunale di Trento, 10.05.06, ww.ilcaso.it Sez. I, Giur. Doc. 538

[313] Cassazione civile, sez. I 16 febbraio 2007, n. 3683 Pres. De Musis Est. Schirò in www.ilcaso.it afferma al punto 9: Il richiamato contrasto giurisprudenziale interno a questa Corte cade su di un punto essenziale per la decisione del presente giudizio ed investe una questione di massima di particolare importanza, sui quali è invece necessaria, a fini di certezza del diritto, l'uniformità del l'orientamento giurisprudenziale, che può derivare soltanto da una definitiva pronuncia delle Sezioni Unite, previo rinvio a nuovo ruolo del presente giudizio."

Nell'ordinanza n. 3683 del 16 febbraio 2007 la Corte di Cassazione sembrava esprimersi implicitamente[314] in modo favorevole verso l'uso della nullità virtuale, in contrasto con quanto affermato dalla stessa Corte nel 2005. Infatti, la dottrina[315] in commento all'ordinanza afferma come di questa colpisca il fatto che la Corte non si limiti a richiamare contenuti e termini degli orientamenti contrastanti, ma si spinga oltre, andando ad esplicitare una serie di argomentazioni contrarie a quanto disposto dalla Cassazione nel 2005. In particolare, nell'ordinanza la Corte afferma che nel nostro ordinamento vi sono "frequenti casi giurisprudenziali"[316] in cui trovava applicazione il rimedio della nullità ai sensi dell'articolo 1418 comma 1 cc. quale conseguenza di violazioni di norme aventi natura imperativa nonostante queste non attengano elementi intrinseci alla fattispecie negoziale. A sostegno di ciò la Corte apporta alcuni esempi sia con rilievi indiretti[317] che diretti.[318]

Nell'ordinanza n. 3683 la Corte, come ulteriore argomentazione a sostegno della nullità, riporta che "una pluralità di indici pone in evidenza un tendenziale inserimento, in sede normativa, del comportamento contrattuale delle parti tra i requisiti di validità del contratto." [319]In tal modo si voleva mettere in dubbio[320] il principio di non interferenza delle regole di comportamento con quelle di validità, confermato dalla Cassazione con sentenza n. 19024/2005 e caro alla dottrina tradizionalista.

La questione oggetto dell'ordinanza fu affrontata dalla Cassazione Sezione Unite con le c.d. sentenze Rordorf,[321] in data 19 dicembre 2007. Il riferimento è alle sentenze n. 26724 e n. 26725 le

---

[314] Bersani G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET Giuridica, Milano, 2008, p 239

[315] Dolmetta A. A., *Strutture rimediali per la violazione degli "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, in www.ilcaso.it, Doc. 83/2007

[316] Cassazione civile, sez. I 16 febbraio 2007, n. 3683 in www.ilcaso.it, Doc. 564 al punto 8.3

[317] Cassazione civile, sez. I 16 febbraio 2007, n. 3683 in www.ilcaso.it, Doc. 564 dal punto 8.3.1 al punto 8.3.6

[318] Cassazione civile, sez. I 16 febbraio 2007, n. 3683 in www.ilcaso.it, Doc. 564 dal punto 8.4 affermava che non rileva, ai fini dell'esclusione dell'evidenziato contrasto giurisprudenziale, il fatto che la giurisprudenza in alcuni casi ove era chiamata a pronunciarsi sulla domanda di declaratoria della nullità fondata sul fatto che il contratto era stato concluso con un intermediario che non possedeva l'autorizzazione prescritta dalla legge affermasse che tale autorizzazione andava considerata come «requisito della relativa fattispecie», non soltanto attinente alla fase dell'adempimento del debito, ma anche inerente direttamente alla costituzione del rapporto obbligatorio.

[319] Cassazione civile, sez. I 16 febbraio 2007, n. 3683 in www.ilcaso.it, Doc. 564 dal punto 8.3.1 al punto 8.5

[320] La Rocca G.; Il contratto di intermediazione *mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche;* in www.ilcaso.it Sez. II; Dottrina, opinioni e interventi documento n. 134 in riferimento alle sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007, p. 456

[321] La Rocca G.; Il contratto di intermediazione *mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche;* in www.ilcaso.it Sez. II; Dottrina, opinioni e interventi documento n. 134 in riferimento alle sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007

quali sono di identico contenuto per quanto riguarda la parte che risolve il contrasto giurisprudenziale. Questo, pur risultando "apparente",[322] in quanto le precedenti decisioni della Cassazione n. 3272 del 2001 e n. 19024 del 2005 avevano ad oggetto questioni diverse, non fece venir meno la legittimità dell'ordinanza vista la sua importanza. È interessante notare l'iter interpretativo svolto dalla Cassazione in riferimento ai vari motivi del ricorso, per comprendere come sia arrivata a "risolvere"[323] la questione dei rimedi esperibili al verificarsi di violazioni degli obblighi di comportamento da parte degli intermediari e ad escludere l'uso dell'istituto della nullità virtuale.

La Corte in principio premette che il contratto d'intermediazione finanziaria è da intendersi quale "contratto quadro", il quale risulta accostabile ad un contratto di mandato, mentre i singoli ordini possono aver natura negoziale ma costituiscono pur sempre la mera esecuzione di quanto disposto nel contratto d'intermediazione. Viene inoltre precisata la natura imperativa delle norme, inderogabili dalla volontà dei privati, in virtù degli interessi da queste tutelati.

La prima richiesta mossa dagli attori, in virtù del comportamento scorretto dell'intermediario, consisteva nell'ottenere la nullità dei contratti per contrarietà a norma imperativa ai sensi dell'articolo 1418 cc. La Corte, in rifermento a quanto disposto nei tre commi dell'articolo 1418 cc., evidenza come da questi non si possa derivare la nullità dei contratti, respingendo così la richiesta degli investitori.

In riferimento al comma 3 dell'articolo 1418 cc recante le c.d. nullità testuali, si afferma che il fatto non vi sia e che non sia stata introdotta nel tempo un'espressa previsione di nullità sia da intendersi come un'espressa volontà del legislatore. Questo aveva e ha la facoltà di introdurla, ma non l'ha fatto. Si aggiunge poi, in riferimento agli strumenti disposti dal diritto civile, che non si possa ritenere non vi siano nel nostro ordinamento gli istituti atti a garantire la tutela del cliente. Tali strumenti sono espressione della volontà del legislatore, le cui scelte l'interprete non è autorizzato a "sovvertire"[324], per cui la nullità ai sensi del comma 3 dell'articolo 1418 cc. non è giustificabile.

---

[322] Sartori F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u,) 19 dicembre 2007, n. 26725*; gennaio 2008, www.dirittobancario.it, rivista di diritto bancario, p. 5

[323] La Rocca G.; Il contratto di intermediazione *mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche;* in www.ilcaso.it Sez. II; Dottrina, opinioni e interventi documento n. 134 in riferimento alle sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007, p. 455

[324] La Rocca G.; Il contratto di intermediazione *mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche;* in www.ilcaso.it Sez. II; Dottrina, opinioni e interventi documento n. 134 in riferimento alle sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007, p. 458

In riferimento alle c.d. nullità strutturali, in particolar modo riferendosi al requisito dell'accordo sancito dall'articolo 1325 cc, la Corte afferma che il comportamento scorretto dell'intermediario possa "inquinare" il consenso ma non farlo venir meno del tutto. Il consenso viziato comporterebbe l'annullabilità ai sensi dell'articolo 1427 cc, ma non la nullità.

In riferimento al comma 1 dell'articolo 1418 cc, forse quello che più rileva, non a caso la Corte vi si sofferma maggiormente, viene posto l'accento ancora una volta sull'importante distinzione tra regole di validità e regole di comportamento. Pur rilevando che nella moderna legislazione, prescindendo dal settore dell'intermediazione, "sarebbe in atto un fenomeno di trascinamento del principio di buona fede sul terreno del giudizio di validità dell'atto",[325] ciò non sarebbe sufficiente a far venir meno il principio di distinzione citato in quanto trattasi di una "possibile tendenza", la quale non può considerarsi alla stregua di un'acquisizione. Pur riconoscendo vi siano alcune fattispecie per le quali le norme settoriali dispongono la nullità quale rimedio, ciò non è sufficiente per affermare l'esistenza di nuovi principi di carattere generali. Infatti, è facoltà del legislatore predisporre l'invalidità quale conseguenza alla violazione di determinate fattispecie comportamentali. Queste rientrerebbero nel comma 3 dell'articolo 1418 cc. La dottrina definisce come "episodici"[326] gli interventi legislativi che in alcuni settori hanno ricondotto a nullità la violazione delle regole di condotta.

Inoltre, avendo a riferimento lo specifico settore dell'intermediazione finanziaria, la Corte non ravvisa alcun indice che porti a pensare che il legislatore voglia trattare gli obblighi degli intermediari alla stregua di regole di validità, in quanto nelle fattispecie ove questi ha voluto espressamente dichiarare la nullità non vi è alcun riferimento agli obblighi gravanti sugli intermediari. [327] Non si ravvisa alcune volontà del legislatore di derogare alla tradizionale distinzione tra regole di validità e regole di comportamento. Ciò si evincerebbe anche dal tenore letterale delle norme disciplinanti l'intermediazione, dalle quali risultano chiaramente i casi in cui il legislatore ha voluto prevedere espressamente l'uso dell'istituto della nullità.

Non solo, a detta della Corte, l'istituto della nullità virtuale non verrebbe considerato nemmeno con riferimento all'interesse tutelato dalla norma imperativa, in quanto alla tutela dell'integrità dei mercati sarebbe preposta l'autorità di vigilanza, la Consob, ed il regime delle sanzioni da questa applicato.

---

[325] Scogliamiglio V., *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in commento alla sentenza della Cassazione Civile, Sez. Un., 19.12.2007, n. 26724, Le Società, n. 4/2008 p. 450

[326] Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano,2009, p. 309

[327] Cassazione civile, sez. I 16 febbraio 2007, n. 3683 Pres. De Musis Est. Schirò

Venuto meno l'istituto della nullità ai sensi dell'articolo 1418 cc nella sua interezza, la Cassazione afferma che solo qualora si ritenesse l'istituto della nullità l'unico strumento atto a garantire quanto disposto dall'articolo 47 comma 1 della Costituzione, allora potrebbe avere una "qualche plausibilità" l'assunzione delle regole poste agli intermediari quali regole di validità. Tuttavia si affermi non sembri l'istituto della nullità l'unico strumento volto a garantire la tutela e ad incoraggiare il risparmio in tutte le sue forme.

La Corte, affermando vi siano obblighi che precedono e accompagnano la fase contrattuale ed altri che invece attengo all'esecuzione degli ordini, afferma come la violazioni di questi debba comportare responsabilità precontrattuale o contrattuale. Vanno così delineandosi le seguenti situazioni.

Se la violazione avviene prima della stipula del contratto, il quale non viene successivamente stipulato, si ha un violazione precontrattuale, la quale comporta un risarcimento danni per il cliente pari al c.d. interesse negativo. La responsabilità precontrattuale può tuttavia esservi anche se, alla violazione delle regole da parte dell'intermediario nella fase che precede la stipula del contratto, è seguita comunque la stipula del contratto. Questo in quanto il principio di buona fede,[328] sancito all'articolo 1337 cc, come visto nella sentenza della Corte del 2005, rileva anche se il contratto stipulato è valido ma pregiudizievole per l'investitore. Il principio generale di buona fede non andrebbe così inteso solo in riferimento alla rottura ingiustificata della trattativa o alla stipula di un contratto invalido o inefficace, in quanto sarà "esteso" ai casi di contratto valido ma pregiudizievole. In tal caso il risarcimento è maggiore, sempre in coerenza con quanto sancito nel 2005 dalla Corte, infatti è dato dal minor vantaggio ovvero dal maggior aggravio economico dovuto al comportamento scorretto dell'intermediario.

Diversamente, se il comportamento scorretto dell'intermediario segue l'avvenuta stipula del contratto d'intermediazione, allora la violazione potrebbe assumere i connotati di vero e proprio inadempimento contrattuale con i conseguenti obblighi risarcitori. In tali casi l'investitore ha diritto al risarcimento del danno e, qualora ricorressero i presupposti di gravità sanciti dall'articolo 1455 cc, può richiedere la risoluzione del contratto.

La Cassazione stessa ammette si possa opinare sull'efficacia di tali strumenti ma che non si possa negarne l'esistenza al fine di giustificare l'uso dell'istituto della nullità virtuale. Non vi è alcun motivo per cui si debba ricorre all'istituto della nullità in caso di comportamento non corretto dell'intermediario. A prescindere che questo avvenga prima o dopo la stipula del contratto.

[328] Scogliamiglio V., *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in commento alla sentenza della Cassazione Civile, Sez. Un., 19.12.2007, n. 26724, Le Società, n. 4/2008 p. 451

Infine, la Corte si sofferma sugli obblighi che impongono all'intermediario di astenersi dal compiere operazioni inadeguate o in presenza di conflitto d'interesse. La Cassazione in merito afferma che l'agire in violazione di tali obblighi d'astensione si pone quale "mero momento attuativo" del contratto d'intermediazione stipulato. Il divieto di porre operazioni inadeguate o in conflitto d'interesse riguarda la fase esecutiva del contratto quadro. Per questa ragione a ciò non può conseguirvi in alcun caso la nullità, ma una responsabilità contrattuale per inadempimento.

Nemmeno in riferimento alla violazione degli obblighi di astensione troverà applicazione la nullità virtuale prevista dall'articolo 1418 comma 1 cc. A prescindere che la violazione delle regole di comportamento si riferisca al contratto d'intermediazione o ai singoli atti negoziali non si ha la nullità.

La Corte era chiamata ad esprimersi in merito alla richiesta di risarcimento del danno derivante da: 1) operazioni suggerite e eseguite dall'intermediario versante in conflitto d'interesse; 2) aver suggerito operazioni eccessivamente rischiose.

La Cassazione rinviò la richiesta al giudice in merito alla valutazione della domanda risarcitoria, e fece alcune considerazione in merito alle violazioni trattate. Con riguardo alle operazioni in conflitto d'interesse, questo non verrebbe meno nonostante si dimostri che la stessa operazione svolta da un altro intermediario non avrebbe comportato il danno. Il conflitto risiede nella decisione di eseguire l'operazione e non nei modi e nei termini in cui questa ha trovato esecuzione. Dimostrare che la medesima operazione, eseguita da un intermediario che non versava in conflitto d'interessi, avrebbe seguito gli stessi risultati non farebbe venir meno l'agire in conflitto dell'intermediario. Il risarcimento era quindi dovuto, trattandosi di inadempimento contrattuale, ed in caso di riscontrata gravità, ai sensi dell'articolo 1455 cc, poteva aversi la risoluzione del contratto. Tra l'altro lo svolgimento dell' operazione dimostrerebbe anche un nesso causale con il danno.

Per quanto riguarda le operazione non adeguate, qualora il giudice di rinvio le valuti tali, l'intermediario avrebbe dovuto astenersi dal compierle, ricorrono così i presupposti per il risarcimento per inadempimento contrattuale.

La dottrina[329] commentò in modo favorevole la sentenza della Cassazione a Sezione Unite pocanzi analizzata, in quanto riteneva fossero sufficienti i tipici strumenti di reazione disposti sul piano del diritto civile contro l'inadempimento, e quindi il risarcimento del danno ed in caso la risoluzione. Non era dunque giustificabile il ricorso all'uso dell'istituto della nullità. La medesima dottrina riteneva poi fosse necessario affermare la tradizionale distinzione tra regole di validità e regole di

[329] Scogliamiglio V., *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in commento alla sentenza della Cassazione Civile, Sez. Un., 19.12.2007, n. 26724, Le Società, n. 4/2008 p. 451

condotta. In tal modo si sarebbe evitata una generata sussumibilità dell'intera disciplina dell'intermediazione finanziaria nell'alveo di un sistema presidiato dalla c.d. nullità virtuale. Ciò tra l'altro trovava conferma nel comma 6 dell'articolo 23 del TUF, il quale affermava l'inversione dell'onere della prova riferendosi in via esclusiva ai giudizi risarcitori.

La dottrina evidenzia il fatto che gli obblighi risarcitori non siano sempre agevoli da valutare nel *quantum risarcitorio*[330], e obblighino l'investitore a dimostrare oltre al danno subito il nesso di casualità. Tuttavia li ritiene da preferire alla soluzione della nullità, la quale comporterebbe l'azione restitutoria nei confronti del cliente senza che questi abbia dato prova dell'ammontare del danno subito nonché del fatto che questo sia riconducibile ad una violazione delle regole di condotta dell'intermediario.

Ad ulteriore conferma del fatto che soluzione posta dalla Cassazione sia la più congrua, la dottrina segnale un ulteriore duplice pregio. In primis potrebbe far rilevare il concorso di colpa dell'investitore, ai sensi dell'articolo 1227 cc, che diminuirebbe il risarcimento del danno chiesto all'intermediario. Ciò, in via ipotetica, dovrebbe responsabilizzare anche l'investitore nel fornire le informazioni all'intermediario. Inoltre tale soluzione evita la possibilità di recuperare per intero gli importi investiti nei casi in cui ad il danno non è attribuibile ad una condotta scorretta dell'intermediario ma a elementi causali diversi, evitandone così una ingiusta punizione.

10. LE CRITICHE DELLA DOTTRINA

La dottrina[331] afferma quanto disposto dalla Cassazione a Sezione Unite nelle sentenze n. 26725 e n. 26724 del 2007 trovò il plauso della dottrina maggioritaria. Tuttavia le sentenze della Cassazione non furono esenti da critiche da parte della dottrina[332].

Una delle critiche della dottrina[333] si fondava su fatto che la Cassazione a S.U. si focalizzasse esclusivamente sulla violazione delle disposizioni, non occupandosi dell'atto, il quale potrebbe

[330] Scogliamiglio V., *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in commento alla sentenza della Cassazione Civile, Sez. Un., 19.12.2007, n. 26724, Le Società, n. 4/2008 p. 46. In nota n. 34 l'autore afferma che in sede di giudizio sia elevata la possibilità di a vere valutazioni discrezionali in quanto sul tema non si è ancora sviluppata una prassi costante nella giurisprudenza.

[331] Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano,2009, p. 312

[332] Maffeis D., *Discipline preventive nei servizi d'investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*; in www.ilcaso.it Sezione II, Dottrina, opinioni e interventi documento n. 97/2008 e Sartori F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u,) 19 dicembre 2007, n. 26725*; gennaio 2008, www.dirittobancario.it, rivista di diritto bancario.

essere contrario all'interesse del cliente pur nel rispetto delle disposizioni. Secondo tale dottrina l'intermediario agiva come cooperatore all'interno di un contratto di gestione. Ciò comporta delle specifiche conseguenze, in quanto questo non opera come se fosse un controinteressato all'interno di un normale contratto. L'intermediario deve infatti agire nell'esclusivo interesse del cliente e fornirgli puntuali informazioni vincolate dalla natura del rapporto. Ciò vale sia quando l'intermediario opera direttamente con il cliente, sia quando contratta per questo verso terzi, in quanto si sottolinea che seppur l'intermediario contratti in proprio non diviene un controinteressato qualsiasi in quanto deve continuare a garantire esclusivamente l'interesse del proprio cliente.

L'intermediario compirà quindi operazioni nell'interesse esclusivo del cliente, non garantendone il risultato, come già visto, ma la rispondenza con quanto stabilito nel contratto gestorio. Qualora si compia un'operazione che esula dai limiti stabiliti nel contratto, il rimedio sarebbe la reiezione degli effetti dell'operazione ai sensi dell'articolo 1711 comma 1 cc.. In tal caso gli atti posti dall'intermediario, che agisce in nome proprio e per conto del cliente, se eccedendo i limiti del mandato producono effetti direttamente sull'intermediario, a prescindere dal fatto che questo abbia agito in modo corretto o meno, in quanto l'operazione da questo svolta non risponde all'interesse del cliente. Tale tesi troverebbe fondamento nella sentenza della Cassazione a Sezione Unite n. 26724, la quale affermava che il contratto d'intermediazione si poteva accostare, per alcuni aspetti, al contratto di mandato. In tal caso gli ordini sarebbero istruzioni impartite dal mandante al mandatario.

Altra critica mossa dalla dottrina trova sintesi nell'espressione hegeliana "la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere".[334] La frase è volta a criticare il fatto che la Cassazione non distingue gli obblighi imposti agli intermediari, riferendosi in via generale esclusivamente agli obblighi informativi. Se non sorprenda che la violazione degli obblighi informativi comporti un rimedio sul piano risarcitorio[335] la Corte di Cassazione a S.U. non considera che vi sono obblighi di astensione, i quali possono venir meno solamente in presenza di un'apposita autorizzazione scritta dal cliente, che autorizza l'intermediario ad agire. Tali obblighi non sono meri atti esecutivi del contratto che riguardano la fase funzionale, ma incidono nella fattispecie di questo.

---

[333] Maffeis D., *Discipline preventive nei* servizi d'investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere; in www.ilcaso.it Sezione II, Dottrina, opinioni e interventi documento n. 97/2008 p. 10

[334] Maffeis D., *Discipline preventive nei servizi d'investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*; in www.ilcaso.it Sezione II, Dottrina, opinioni e interventi documento n. 97/2008

[335] Sartori F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u,) 19 dicembre 2007, n. 26725*; gennaio 2008, www.dirittobancario.it, rivista di diritto bancario.

Paragonare gli obblighi d'astensione a quelli informativi equivarrebbe al compiere un duplice errore. Innanzitutto la mancanza d'autorizzazione scritta non si configura quale regola di condotta posta all'intermediario, ma come una mancanza dei requisiti di forma e contenuto indispensabili. Tale autorizzazione, oltre ad essere preventiva, è inderogabile. In mancanza di questa si avrebbero quindi dei risvolti anche sulla formazione del contratto d'intermediazione, il quale potrebbe anche venir meno del tutto. Non andrebbe in tal caso a configurarsi un inadempimento, ma un vizio genetico,[336] in quanto verrebbe meno il requisito della forma. Potrebbe aversi la c.d. nullità strutturale ai sensi dell'articolo 1418 comma 2 cc. La nullità si avrebbe anche ai sensi dell'articolo 23 del TUF comma 1, per cui i successivi ordini d'esecuzione sarebbero nulli non fondandosi su alcun contratto scritto. Si afferma così che per la violazione degli obblighi d'astensione la sanzione prevista potrebbe essere la nullità. Alla violazione di questi potrebbe conseguire la nullità per difetto di forma e di struttura della fattispecie, a differenza degli obblighi informativi per i quali la dottrina prevede per l'intermediario una responsabilità[337] per inadempimento.

La dottrina[338] si spinge oltre, affermando che, pur tralasciando il rimedio della nullità ai sensi dell'articolo 1418 comma 2 cc., alla violazione degli obblighi di astensione potrebbe conseguire comunque la nullità. Infatti, la nullità potrebbe derivare non solo dal mancato rispetto delle modalità d'esecuzione richieste dalla disciplina, ma dall'atto in se per contrarietà a norma imperativa.

Alla Corte viene criticato il fatto d'aver risolto un mero contrasto dogmatico, volto ad escludere la tesi della nullità[339] sulla base della tradizionale distinzione tra regole di validità e regole di comportamento. Tuttavia nella dottrina[340] si affermava fosse ovvio il fatto che ad una mera violazione di norma avente natura imperativa potesse conseguire la nullità e che nella dottrina una rigida distinzione tra regole di comportamento e regole di validità era ormai superata. Così facendo

---

[336] Sartori F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u,) 19 dicembre 2007, n. 26725*; gennaio 2008, www.dirittobancario.it, rivista di diritto bancario parla di contratto giuridicamente mancante o comunque minorato

[337] Maffeis D., *Discipline preventive nei* servizi d'investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere; in www.ilcaso.it Sezione II, Dottrina, opinioni e interventi documento n. 97/2008 p. 4 e ss. Sartori F., La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u,) 19 dicembre 2007, n. 26725; gennaio 2008, www.dirittobancario.it, rivista di diritto bancario p. 10

[338] Sartori F., La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u,) 19 dicembre 2007, n. 26725; gennaio 2008, www.dirittobancario.it, rivista di diritto bancario p. 12

[339] Gentili A., *Disinformazione e invalidità: i contratti d'intermediazione dopo le Sezioni Unite*; I contratti, n. 4/2008 p. 393 e ss. afferma che gli argomenti della Cassazione a Sezione Unite escludono validamente la nullità assoluta, ma che questa sia attenta ad affermare la distinzione tra regole di validità e regole di condotta non considerando che un investitore prudente non vuole i titoli che l'intermediario colpevole gli fa comprare.

[340] Maffeis D., Discipline preventive nei servizi d'investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere; in www.ilcaso.it Sezione II, Dottrina, opinioni e interventi documento n. 97/2008 p. 6

la Cassazione a Sezione Unite non è portata a considerare possibili rimedi alternativi, quali l'annullabilità, alla nullità e al risarcimento del danno. La Corte sembrerebbe ammettere implicitamente l'uso dell'annullabilità, qualora l'omissione dell'informazione attenesse la fase precontrattuale e comportasse un consenso inquinato il quale non si possa ritenere manchi del tutto.
Secondo la dottrina considerata, il rimedio dell'annullabilità andrebbe maggiormente approfondito, in quanto tale istituto potrebbe trovare applicazione ogni qualvolta il cliente dell'intermediario dimostri che l'omissione di specifiche informazioni dovute dall'intermediario abbia reso il suo consenso meno consapevole di quanto avrebbe potuto essere.
In conclusione la dottrina[341] critica le Sezioni Unite per aver scelto il rimedio meno agevole per gli investitori e meno adatto a garantire l'integrità del mercato.

[341] Maffeis D., *Discipline preventive nei* servizi d'investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere; in www.ilcaso.it Sezione II, Dottrina, opinioni e interventi documento n. 97/2008 p. 15; Sartori F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u,) 19 dicembre 2007, n. 26725*; gennaio 2008, www.dirittobancario.it, rivista di diritto bancario parla di contratto giuridicamente mancante o comunque minorato p.18

CONCLUSIONE

Nell'introduzione della tesi mi ero prefissato l'obiettivo di analizzare la disciplina normativa volta a regolare l'attività degli intermediari finanziari e i possibili rimedi esperibili dai clienti danneggiati a seguito di una condotta scorretta da parte dell'intermediario.

Dall'analisi della disciplina svolta è possibile cogliere sia alcuni pregi sia alcune correzioni che il legislatore nazionale dovrà apportare in fase di recepimento della recente Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento n. 600/2014 che sono a mio avviso degne di nota. A parer mio uno dei principali punti di merito delle disciplina odierna è dato dal fatto che questa è caratterizzata da norme volte a garantire la tutela del cliente senza limitare troppo l'autonomia degli intermediari. Sotto questo punto di vista mi sembra di poter affermare che la disciplina si è migliorata, cosa non facile se pensiamo che garantire la tutela del cliente e allo stesso tempo una certa autonomia all'intermediario sono due obbiettivi per certi versi contrastanti, essendo le regole poste a tutela del cliente limitative dell'autonomia dell'intermediario. In tale ottica la disciplina normativa dispone degli obblighi informativi attivi e passivi, di una tripartitica classificazione della clientela e di una duplice tipologia di valutazione sull'operazione o sulla prestazione del servizio richiesto dal cliente.

È grazie a tali regole che il legislatore riesce ad inserire una graduale disapplicazione della normativa a seconda della tipologia di servizio e di cliente considerato senza far venire meno la tutela di quest'ultimo.

Guardando alla possibile evoluzione della disciplina, da quanto ho intuito non vi sarà alcun sconvolgimento della disciplina ma alcuni validi accorgimenti. Così, al fine di garantire una maggior conoscenza del cliente da parte dell'intermediario, abbiamo visto aumenterà il novero di informazioni che l'intermediario deve ottenere dal cliente.

Altro elemento che dovrebbe essere introdotto dalla MiFID II, e che a mio avviso è degno di nota, consiste nella possibilità offerta agli intermediari di fornire al cliente informazioni volte ad una valutazione periodica di adeguatezza degli strumenti finanziari consigliati. L'intermediario che offre al cliente tale valutazione periodica potrebbe godere di maggior fiducia da parte dei clienti ed ottenere così un vantaggio rispetto agli altri *competitors*.

Sarà oltre modo interessante vedere come troverà applicazione l'integrazione, composta da avvertenze e orientamenti sui rischi, richiesta dalla MiFID II in riferimento alle informazioni che andranno fornite ai clienti con riguardo agli strumenti e alle strategie d'investimento che l'intermediario propone al cliente.

Per quanto riguarda l'ultima parte del lavoro, trovo corretta la Sentenza della Cassazione a Sezione Unite del 2007, la quale esclude categoricamente che la violazione delle regole di condotta

dell'intermediario possa portare alla nullità ai sensi dell'articolo 1418 comma 1 cc. La violazione delle regole di condotta è violazione di norma imperativa ma configura una responsabilità per inadempimento contrattuale. In tale ottica, la violazione dell'intermediario da luogo ad una responsabilità precontrattuale se la violazione avviene nella fase precedente o coincidente con la stipula del contratto. Il risarcimento del danno che il cliente può richiedere varia a seconda se alla condotta scorretta dell'intermediario segue o meno la stipula del contratto. Se non si è concluso alcun contratto il danno risarcibile sarà nei limiti dell'interesse negativo, viceversa, se è stato concluso un contratto pregiudizievole per il cliente il risarcimento potrebbe essere maggiore dell'interesse negativo, e sarà quantificato nel minor vantaggio ovvero dal maggior aggravio economico. Tuttavia non si esclude che la condotta scorretta dell'intermediario precedente alla conclusione del contratto possa dar luogo a conseguenze diverse dal risarcimento del danno. Infatti il risparmiatore può richiedere l'annullamento del contratto per vizio del consenso. In tal caso il contratto viene meno ed il risparmiatore ha diritto alla restituzione del capitale ma a nessun risarcimento.

Diversamente, se il comportamento scorretto dell'intermediario avviene dopo la stipula del contratto la violazione configura un'ipotesi di inadempimento contrattuale. In tal caso il cliente dell'intermediario potrà limitarsi a chiedere il risarcimento del danno ovvero richiedere la risoluzione del contratto così da ottenere oltre al risarcimento del danno la restituzione del capitale. Tuttavia affinché ottenga la risoluzione devono ricorrere i presupposti di gravità sanciti dall'articolo 1455 cc. Anche la violazione da parte dell'intermediario degli obblighi di astensione, e quindi il divieto di compiere operazioni inadeguate o in conflitto d'interesse, configura una responsabilità per inadempimento contrattuale.

L'aspetto dei rimedi esperibili dal cliente danneggiato dalla condotta scorretta dell'intermediario nella fase di esecuzione del contratto è di grande attualità visti i recenti scandali finanziari che hanno visto convolte quattro banche italiane. Il riferimento va a Banca Marche, Popolare Etruria, Cari Ferrara e Cari Chieti. Sebbene al momento non vi sia alcuna sentenza qualche commento in merito può essere fatto.

Con il decreto legge n. 183 del 22 novembre 2015 il governo ha messo le quattro banche citate in risoluzione, è stato quindi disposto presso la Banca d'Italia un Fondo Nazionale di Risoluzione, il quale costituisce un patrimonio autonomo e distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della Banca d'Italia. Tale fondo dovrebbe essere composto da 3,6 miliardi di euro apportati da un insieme di banche facenti parte del sistema bancario italiano. Gli strumenti di risoluzione sono diversi, tra i quali vi è l'applicazione del *bail-in* , tuttavia il governo italiano ha scongiurato l'uso di tale istituto scegliendo come strumento di risoluzione quello che prevede il trasferimento delle attività

deteriorate delle quattro banche, come i prestiti in sofferenza i quali sono di dubbio realizzo, ad una c.d. *bad bank*: Questa ha il compito di gestirne direttamente il recupero oppure in alternativa può affidarlo a degli specialisti nel recupero del credito. Tutte le altre attività diverse dalle attività deteriorate verranno gestite da degli amministratori designati dalla Banca d'Italia i quali hanno il compito di venderle così da rientrare del Fondo di Risoluzione. In questo caso non vi è alcun salvataggio pubblico, quindi non vi è alcun danno ai contribuenti, tuttavia ad essere danneggiati sono i risparmiatori che avevano acquistato le azioni e le obbligazioni subordinate di tali banche. Infatti le nuove regole europee sulla gestione delle crisi, il riferimento è alla Direttiva BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*), dispongono l'azzeramento di valore di tutte le azioni e le obbligazioni subordinate quale precondizione all'utilizzo dello strumento del Fondo di Risoluzione.
Da quanto emerge dalle testimonianze molti dei clienti delle banche che avevano acquistato tali azioni o obbligazioni subordinate non sapevano cosa fosse un'obbligazione subordinata e dei relativi rischi che queste comportano. Le obbligazioni subordinate fanno parte del debito della banca ma tuttavia vengono rimborsate dopo tutti gli altri creditori in caso di fallimento o dissesto della banca. L'investitore può quindi arrivare a perdere anche l'intero capitale investito. Premesso che dal punto di vista finanziario, a parer mio, un intermediario che propone al proprio cliente di investire interamente il proprio capitale in strumenti finanziari emessi da un istituto bancario situato quasi nella stessa località del cliente non osserva il principio di diversificazione e lo porta a commettere un *home bias*, la maggior parte degli investitore lamenta di non essere stato informato a dovere in merito ai rischi derivanti dall'acquisto di tali prodotti finanziari. I risparmiatori potranno quindi muovere un'azione di responsabilità contrattuale nei confronti degli intermediari secondo quanto disposto dalla Cassazione a Sezione Unite nel 2007. Al fine di valutare caso per caso le varie richieste di risarcimento mosse dai risparmiatori il governo ha disposto un arbitrato presso la Consob ed un fondo di solidarietà in favore degli investitori di cento milioni.

BIBLIOGRAFIA

Abriani N., *Diritto Commerciale*, Giuffrè, Milano, 2011

Andò B., *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008

Annunziata F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2014, Settima Edizione

Auteitano F., *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, I contratti, n. 12/2008

Barcellona M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio, l'intermediazione finanziaria e la responsabilità di banche e Consob*, Giuffrè, Milano, 2009

Barzaghi R., *Bond Cirio, Parmalat e Argentina: come tutelare il risparmiatore*, Articolo del 02/04/2006

Bersani G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET Giuridica, Milano, 2008

Bertolini A., *Risparmio tradito: una riflessione tra teoria generale del contratto e disciplina dei mercati*, 6 giugno 2010

Capriglione F. ,Alpa G., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Cedam, Padova, 1998

Capriglione F. e Alpa G., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam, Padova, 1993

Capriglione F., *L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, Padova, 2010, Seconda Edizione

Corsi F. .D'Angelo F., *Lezioni di diritto bancario*, Giuffrè, Milano, 2002

Cedon P., in Trattato breve dei nuovi danni, Impresa, mercato, società, Vol. II, Cedam, 2014

D'Alfonso G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, La Responsabilità Civile, dicembre 2008

Del Bene F., *Strumenti finanziari e regole Mifid: compliance, autorità di vigilanza, e conflitti d'interesse*, Ipsoa, Milano, 2009

Dellacasa M., *Il collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in Danno e Resp., 2005

De Poli M., *La nuova normativa MiFID*, Ipsoa, 2009

Di Chio G., *La Riforma Draghi. D.lgs. 58/1998. Gli intermediari: il sistema di vigilanza e l'esercizio dei servizi d'investimento*, in Società, 1998

Di Majo A., *Delle obbligazioni in generale*, in *Commentario del Codice Civile* Scialoja-Branca a

cura di Francesco Galgano, Zanichelli Editore, Bologna, 1988

Di Nella L., *La tutela del consumatore dei servizi finanziari, Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, Edizione scientifiche italiane, Napoli, 2007

Dolmetta A. A., *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, I contratti n. 1/2008

Dolmetta A. A., *Strutture rimediali per la violazione degli "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, Doc. 83/2007

Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano,2009

Fiorio, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, Sez. II, doc 71, 2007

Forestieri G., Mottura P., *Il sistema finanziario*, Egea, Milano, 2013, Sesta Edizione

Gabrielli E., Lener R.*I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, Milano, 2010

Gaffuri L.; *I servizi e le attività di investimento: disciplina e aspetti operativi*, Giuffrè, Milano, 2010

Gaffuri L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, , Sez. II, doc. n. 128/2008.

Galgano F., in *I fatti illeciti*, Cedam, 2008

Galgano F., *Le nuove regole del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2009, p. 236 e ss.

Gentili A., *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le sezioni unite*, in Contratti, 2008

Greco F., *Intermediazione finanziaria: la "nullità virtuale" per violazione degli obblighi di informazione*, in sez. II, doc. 45/20

Greco F., *La regola dell'informazione nel nuovo Regolamento Consob*, Sez. II, doc. 82, 2007

Guerinoni E., *Contratti d'investimento e responsabilità degli intermediari*, Il Corriere Giuridico, Ipsoa, 2010

Inzitari B. Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, Milano, 2008

Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 26.

La Rocca G.; Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche, Sez. II; Dottrina, opinioni e interventi documento n. 134 in riferimento alle sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007

Liace G., *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore: il caso 4You*; in Danno e Responsabilità n. 2/2006

Maffeis D., *Discipline preventive nei* servizi d'investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli

investitori) in cui tutte le vacche sono nere; Sezione II, Dottrina, opinioni e interventi documento n. 97/2008

Maggiolo M., in *Servizi ed attività d'investimento: prestatori e prestazione*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 358

Michelangela S., in Servizi d'investimento e responsabilità civile, Giuffrè, Milano, 2004

Mignone G., *L'associazione in partecipazione*, Il Codice Civile, Commentario, Giuffrè, Milano, 2008

Palumbo D., *Mercati, intermediari e regole di protezione*, G. Giappichelli, Torino, 2006

Piazza G., *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiato*re; I contratti n. 7/2005

Quirici M. C., Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa, F. Angeli, Milano, 2010

Sangiovanni V., *Contratto d'intermediazione finanziaria*,05.05.2011, Magistra banca e finanza, Rivista di Diritto Bancario e Finanziario dello Studio fondata nell'anno 1998

Sangiovanni V., *Il contratto d'intermediazione finanziaria, in Obbligazioni e Contratti*, novembre 2011

Sangiovanni V., *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MiFID,* marzo 2008

Sangiovanni V., *La responsabilità per il prospetto tra diritto comunitario, legge nazionale e Regolamento Consob*, 2011

Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, I contratti n. 7/2006

Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio,* Le società n. 5/2006

Sangiovanni V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, I contratti n. 12/2006

Sapone N., in *La responsabilità contrattuale*, Trattati a cura di Paolo Cedon, Giuffrè, 2008

Sartori F**.**, La *(ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione*, (S.u,) 19 dicembre 2007, n. 26725; gennaio 2008, rivista di diritto bancario

Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004

Scalzo M., *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi di informazione*, I contratti, n. 5/2007

Scognamiglio V., *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in commento alla sentenza della Cassazione Civile, Sez. Un., 19.12.2007, n. 26724, Le Società, n. 4/2008

Ticozzi M., *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari*; I contratti n. 4/2007

Turco C., *L'importanza e l'imputabilità dell'inadempimento nella clausola risolutiva*, G. Giappichelli, Torino, 1997

Uda G. M., *La buona fede nell'esecuzione del contratto*, G. Giappichelli, Torino, 2004

Viola L.; *Studi monografici di diritto civile. Percorsi ragionati sulle problematiche di maggiore attualità,* Halley; 2007

Zitiello L., *La MiFID in Italia, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari,* Itaedizioni, Torino, 2009

SITOGRAFIA

www.academia.edu
www.altalex.com
www.assogestioni.it
www.bankpedia.org
www.consob.it
www.ilcaso.it
www.jus.unitn.it
www.finanze.it
www.ilsole24ore.it
www.bancaditalia.it
www.Tidona.com
www.academia.edu