

Università Ca' Foscari Venezia

Dottorato di ricerca in

DIRITTO EUROPEO DEI CONTRATTI CIVILI, COMMERCIALI E DEL LAVORO

21° CICLO

(A.A. 2005/2006 – A.A. 2007/2008)

**L'APPLICAZIONE DELLA DIRETTIVA 2004/39/CE –
OBBLIGHI INFORMATIVI E CONFLITTI DI INTERESSE
NELL'ATTIVITA' DI
INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA**

Settore scientifico-disciplinare di afferenza: IUS/01 Diritto privato

Tesi di dottorato di **STEFANO BELLEGGIA** (955220)

Coordinatore del dottorato

Prof. **LORENZO DE ANGELIS**

Tutori del dottorando

Prof. **DAVIDE SARTI**

Prof.ssa **GIULIANA MARTINA**

a Umberto

UNIVERSITÀ CÀ FOSCARI VENEZIA

Dottorato di ricerca in diritto europeo dei contratti civili,
commerciali e del lavoro

21° ciclo

L'APPLICAZIONE DELLA DIRETTIVA 2004/39/CE – OBBLIGHI INFORMATIVI E CONFLITTI DI INTERESSE NELL'ATTIVITA' DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

INDICE - SOMMARIO

1. Introduzione.....	7
1.1 Cenni storici.....	10
2. La struttura delle fonti normative.....	17
2.1 Le fonti nazionali.....	17
2.2 Le fonti comunitarie.....	18
3. Le nozioni di “strumento finanziario” e di “servizio e attività di investimento”.....	23
3.1 La definizione di “strumento finanziario”.....	24
3.2 La definizione di “servizio e attività di investimento”....	27
4. Le regole di comportamento degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento.....	31
4.1 La classificazione della clientela.....	32
4.2 Gli obblighi informativi.....	43
4.2.1 – Le informazioni da richiedere all’investitore....	49
4.2.2 – Le informazioni da fornire all’investitore.....	53
4.3 La disciplina dei contratti per la prestazione dei servizi di investimento.....	58

4.4 Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento e il servizio di “ <i>execution only</i> ”	61
4.4.1 - La valutazione di adeguatezza.....	62
4.4.2 - La valutazione di appropriatezza.....	69
4.4.3 - Il servizio di “ <i>execution only</i> ”	74
4.5 <i>Best execution</i>	76
4.6 Conflitto di interessi.....	80
5. L’ordinamento americano.....	96
5.1 I conflitti di interesse e gli aspetti organizzativi degli intermediari finanziari.....	96
5.2 Conflitti di interesse degli analisti finanziari, norme di condotta e apparato rimediabile.....	109
6. La mancanza di sanzioni espresse e il rischio della frammentazione della disciplina.....	123
7. La violazione delle regole di condotta: fra nullità del contratto e risarcimento del danno.....	125
7.1 Il rimedio della nullità del contratto: la nullità per difetto di forma.....	131
7.2 (segue): la nullità per violazione di norme imperative.....	136
7.3 La responsabilità risarcitoria (contrattuale e precontrattuale) e la risoluzione.....	141
7.4 L’annullamento del contratto (errore e dolo).....	145
7.5 Il rimedio risarcitorio e il danno risarcibile.....	147
7.6 Le Sezioni Unite della Cassazione hanno confermato il rimedio risarcitorio.....	149
8. Conclusioni.....	151
Bibliografia.....	154

Giurisprudenza italiana.....	180
Giurisprudenza statunitense.....	181

1. INTRODUZIONE

Il mercato mobiliare può essere definito come il segmento del mercato finanziario sul quale vengono prodotti e/o scambiati valori mobiliari e svolte attività relative a valori mobiliari. Per valore mobiliare – inteso nella sua accezione non tecnica – si intende quel prodotto finanziario naturalmente destinato ad essere negoziabile¹ (per la definizione tecnica di “valore mobiliare” v. *infra* par. 3).

Nel mercato mobiliare è certamente possibile – ma in realtà estremamente difficile – che la domanda e l’offerta di una determinata quantità di un certo valore mobiliare si incrocino, spontaneamente e completamente, senza l’intervento di alcun intermediario.

È davvero improbabile, infatti, che i risparmiatori conoscano tutte le alternative possibili per i loro investimenti e disinvestimenti, così come è difficile che vi sia perfetta coincidenza fra le propensioni dei risparmiatori e le esigenze degli operatori che ricercano risparmio per le loro attività. Allo stesso modo, è praticamente impossibile per il singolo risparmiatore provvedere a svolgere approfondite indagini sui possibili impieghi del risparmio, giacché le stesse comportano costi di ricerca e contrattazione incompatibili con le risorse disponibili del risparmiatore medesimo. D’altra parte, un’adeguata diversificazione degli investimenti, con la correlativa riduzione del rischio, non è realizzabile in presenza di quantità di risparmio da investire non sufficientemente grandi: come quelle tipicamente a disposizione del singolo risparmiatore.

Tutto ciò ha comportato la nascita e lo sviluppo degli intermediari finanziari: ossia di imprese specializzate nella prestazione dei servizi

¹ R. COSTI, *Il Mercato Mobiliare*, Torino, 2008, 1 ss.

necessari per l'incontro tra la domanda e l'offerta del risparmio e per il suo investimento ottimale².

In quasi tutti gli ordinamenti moderni, l'emissione di valori mobiliari, la loro negoziazione e gestione, l'attività degli intermediari sono sottoposte a norme speciali che talvolta derogano alle norme di diritto comune. Nondimeno, sono previste strutture pubbliche (o parapubbliche) che esercitano funzioni di vigilanza sui soggetti, le attività, i contratti che riguardano l'organizzazione e il funzionamento del mercato mobiliare.

Le ragioni di un ordinamento speciale del mercato mobiliare si possono rintracciare anzitutto nella difficoltà di conoscere il contenuto del valore mobiliare³. Come tutti i prodotti finanziari, un valore mobiliare non è altro che un contratto – di per sé, quindi, già meno conoscibile di qualsiasi altro bene – e, per di più, un contratto che di regola prevede il trasferimento di una somma di denaro a fronte di una mera aspettativa che in gran parte dipende dal soggetto che tale aspettativa dovrebbe soddisfare. Da qui nasce l'esigenza di garantire al risparmiatore un grado di informazione sui valori mobiliari più intenso di quello consentito dalle norme comuni. Esigenza che diviene ancora più forte se si considera che la maggior parte delle negoziazioni sono contrattazioni di massa ed impersonali per le quali gli strumenti di diritto comune (*inter alia*: correttezza e

² Sui contratti di investimento v. *inter alia*: F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e Imp.*, 2005, 889; F. GALGANO-N. ZORZI, *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in F. GALGANO-G. VISINTINI (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, in F. GALGANO (diretto da), *Tratt. dir. comm. e dir. Pubbl. ec.*, XLIII, Padova, 2006, 63.

³ Cfr. R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. Trim. dir. proc. civ.* 1993, 720; A. NIGRO, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MiFID*, in *Dir. Banc.*, 2008, I, 10; R. ALESSI, *I doveri di informazione*, in C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *Manuale di diritto privato europeo, II, Proprietà, Obbligazioni, Contratti*, Milano, 2007, 430; M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, 170.

buona fede) non possono trovare applicazione. Ma non solo. L'ordinamento, così concepito, deve conseguire anche il risultato di risolvere il problema dell'asimmetria informativa che tradizionalmente esiste tra il risparmiatore e l'operatore professionale⁴. L'informazione e la trasparenza diventano quindi obiettivi di interesse pubblico, perseguito attraverso l'introduzione di particolari obblighi e la predisposizione delle strutture necessarie per la sua concreta attuazione.

La necessità di un ordinamento speciale deriva, altresì, dall'esigenza di assicurare che il mercato mobiliare funzioni efficientemente e consenta così l'allocatione ottimale delle enormi risorse che vi confluiscono: risorse necessarie per un equilibrato finanziamento delle imprese. Per il raggiungimento di tale obiettivo – e quindi per non scoraggiare l'afflusso del risparmio nel mercato mobiliare - è necessario imporre agli operatori del mercato medesimo regole di comportamento ritenute indispensabili. Regole necessarie appunto per prevenire (i) i conflitti di interesse, (ii) le manipolazioni delle contrattazioni che falsano il funzionamento del mercato (*insider trading*), (iii) il pericolo che l'instabilità e l'insolvenza di un operatore finanziario (investitore istituzionale o impresa di investimento) si trasmetta all'intero sistema della intermediazione mobiliare, compromettendo il funzionamento del mercato. Di qui la necessità di norme specifiche dirette ad esercitare un controllo all'ingresso al mercato da parte degli intermediari e a garantire la stabilità degli stessi.

⁴ G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 1 ss.

Alla luce di quanto sopra, emerge chiaramente che l'ordinamento speciale del mercato mobiliare è costituito da norme che hanno lo scopo di garantirne la trasparenza, la correttezza e la stabilità.

1.1 - Cenni storici

La disciplina del mercato mobiliare che conosciamo oggi è frutto di un complesso processo di produzione legislativa che prende avvio essenzialmente negli anni '70, con l'istituzione della Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) – avvenuta nel 1974 – e che subisce poi un rapido processo di accelerazione a partire dall'inizio degli anni '90, dovuto anche agli effetti del recepimento di numerose direttive comunitarie in materia⁵.

Prima di tale periodo, la disciplina dell'intermediazione e del mercato finanziario coincideva, essenzialmente, con quella dell'attività bancaria, incentrata – sino all'approvazione del Testo Unico del 1993 – sulla legge bancaria degli anni '30.

Con l'istituzione della Consob, e quindi dal 1974 in poi, si assiste all'introduzione, nell'ordinamento italiano, di una disciplina di più ampia portata, sebbene una vera e propria disciplina generale del mercato mobiliare si affacci unicamente nel 1983, con l'introduzione delle norme in materia di sollecitazione del pubblico risparmio. Si tratta, in particolare, della legge 23 marzo 1983, n. 77, che segna l'ampliamento dell'intervento della Consob (dapprima limitato al controllo sulla Borsa e a quello di trasparenza sugli emittenti quotati in Borsa) ad attività non necessariamente connesse con la Borsa, ma inerenti più generalmente al mercato mobiliare in quanto tale. La legge n. 77/1983 introduce, infatti, per la prima volta in Italia una

⁵ Si veda G. MINERVINI, *Il controllo sul mercato finanziario. Il diluvio delle leggi*, in AA. VV., *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di A. PREDIERI, Milano, 1993.

disciplina dei controlli sulle attività di raccolta del risparmio non bancario, definite “sollecitazione del pubblico risparmio”: controlli appunto affidati alla Consob. Al contempo, la legge n. 77/1983 introduce in Italia i fondi comuni di investimento, da tempo presenti in altri Paesi, segnando così l’ingresso sul mercato italiano dei primi investitori “istituzionali”⁶.

La disciplina del mercato mobiliare si amplia successivamente attraverso ulteriori interventi legislativi.

Nel 1985 vengono introdotte nuove norme volte a rendere più trasparente il mercato, come quelle che attengono agli obblighi di segnalazione delle partecipazioni rilevanti nel capitale delle società quotate.

Nel 1988 si assiste alla nascita di uno specifico mercato secondario, dedicato alla negoziazione dei titoli pubblici: si tratta del “Mercato secondario dei titoli di Stato”.

Ma soltanto nei primi anni '90, l’ordinamento italiano del mercato mobiliare raggiunge un grado di compiutezza sostanzialmente analogo a quello degli ordinamenti finanziari degli altri Paesi ad economia avanzata. Ciò avviene spesso per impulso delle direttive comunitarie e, comunque, per consentire agli operatori finanziari italiani di avvalersi di un ordinamento non penalizzante nei confronti di quello che disciplina emittenti, risparmiatori ed operatori degli altri Paesi della Comunità economica, con i quali si trovano a competere, anche per la sistematica attuazione del principio della libera circolazione dei servizi finanziari. Vengono così emanate a ritmo

⁶ Sul punto cfr. E. GALANTI, *Diritto delle Banche e degli Intermediari*, in AA. VV., *Trattato di Diritto dell’Economia*, diretto da E. PICOZZA-E. GABRIELLI, Padova, 2008, 85 ss.; e F. ANNUNZIATA, *La Disciplina del mercato mobiliare*, 2008, Torino, 12 ss.

serrato e, sotto certi aspetti, senza una adeguata visione complessiva un numero rilevante di leggi.

La legge 2 gennaio 1991, n. 1 (c.d. "legge SIM") provvede ad introdurre la prima disciplina organica delle attività di intermediazione svolte sul mercato mobiliare, in una prospettiva di rafforzamento della tutela degli investitori. In particolare, detta legge stabiliva *inter alia*:

1. che le attività di intermediazione mobiliare potevano essere esercitate solo da soggetti a tal fine autorizzati (SIM, banche e società fiduciarie);
2. che lo stesso intermediario avrebbe potuto esercitare congiuntamente tutte le attività di intermediazione mobiliare, nel rispetto, peraltro, di regole dirette ad eliminare o contenere i conflitti di interesse che potessero sorgere dal fatto che un soggetto svolgesse ad un tempo più attività;
3. che le attività di intermediazione fossero sottoposte alla stessa disciplina indipendentemente dal soggetto (banche o SIM) che le esercitasse;
4. che sugli intermediari insistesse una vigilanza diretta ad assicurarne sia la correttezza dei comportamenti sia la stabilità.

Il successivo D.Lgs. 25 gennaio 1992, n. 84 introduce e disciplina le società di investimento a capitale variabile (SICAV), che, insieme ai fondi comuni di investimento, costituiscono il panorama degli investitori istituzionali operanti nel mercato mobiliare italiano. Panorama che, poi, viene arricchito dalle successive leggi 14 agosto 1993 n. 344 e 25 gennaio 1994 n. 86, istitutive rispettivamente dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi e dei fondi comuni di investimento immobiliare. In seguito, il D.Lgs. 21 aprile 1993, n. 124 introduce la disciplina dei fondi pensione che vanno ad integrare ulteriormente il gruppo degli investitori istituzionali operanti nel mercato italiano.

Un'incidenza piuttosto limitata ha invece avuto sulla disciplina del mercato mobiliare il Testo Unico delle norme in materia creditizia, emanato con il D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385, che pure ha profondamente modificato la disciplina del segmento bancario del mercato finanziario. La norma più significativa è quella contenuta nell'art. 129 che ridisciplina in modo sistematico l'accesso al mercato mobiliare primario. Tale decreto concede poi nuove libertà alle banche e, in particolare, la possibilità per le stesse di assumere partecipazioni (di minoranza) nelle imprese: con ciò le banche diventano un potenziale investitore istituzionale, un nuovo ruolo nel mercato finanziario, oltre a quello tradizionale di intermediario per la collocazione dei valori mobiliari presso il pubblico dei risparmiatori.

Successivamente, con D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 è stata data attuazione alle direttive comunitarie del 10 maggio 1993, n. 93/22 (ISD: *Investment Services Directive*) e del 15 marzo 1993, n. 93/6: note anche come direttive Eurosim. Tali direttive imponevano l'armonizzazione minima delle discipline nazionali dei servizi di

intermediazione mobiliare; armonizzazione necessaria per dare concreta attuazione al principio del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni nazionali all'esercizio di tali servizi. Ed in effetti detto decreto sanciva il principio secondo il quale le imprese di investimento autorizzate in un Paese della Comunità possono operare anche negli altri Paesi, rimanendo peraltro sottoposte alla vigilanza del Paese di origine. Ma comunque la peculiarità del decreto in discorso sta nell'introduzione di una nuova disciplina dei mercati regolamentati. Per la precisione, viene abbandonato il modello del mercato regolamentato come pubblico servizio per applicare un differente modello che considera il mercato regolamentato come un'organizzazione che nasce non da una decisione dell'autorità, ma da scelte imprenditoriali degli intermediari per poter esercitare in modo più efficiente l'attività di negoziazione. In altri termini, un modello che vede nei mercati regolamentati altrettante imprese, organizzate dagli intermediari e sottoposte al controllo dell'autorità di vigilanza del mercato mobiliare.

Il profluvio di norme verificatosi negli anni '90 aveva consentito all'Italia di avere un ordinamento del mercato mobiliare sostanzialmente paragonabile a quello degli altri Paesi, ma aveva anche determinato una certa disomogeneità fra le varie parti dell'ordinamento medesimo.

La legge comunitaria 6 febbraio 1996 n. 52 delegò il Governo ad emanare entro il febbraio 1998 un Testo Unico delle norme in tema di intermediari e mercati finanziari; Testo Unico che aveva appunto il compito di risolvere i problemi di coordinamento e di armonizzazione che ponevano le molteplici normative che componevano l'ordinamento del mercato mobiliare.

Il Governo, quindi, con D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, emanava il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria ("TUIF"). Le principali innovazioni introdotte dal TUIF nel nostro ordinamento possono essere così sintetizzate:

- una novità significativa è determinata dalla disciplina delle società emittenti titoli sui mercati regolamentati (società con azioni quotate). Il TUIF, infatti, ha introdotto norme che, tra l'altro, attribuiscono ai soci che raggruppano una frazione considerevole del capitale sociale notevoli poteri di controllo sui gestori e di reazione verso comportamenti non corretti della maggioranza. Tali poteri di controllo sono stati strutturati in modo da consentirne l'utilizzazione soprattutto da parte degli investitori istituzionali, i quali quindi possono contribuire alla corretta gestione delle società quotate;

- un'altra novità rilevante riguarda la "delegificazione" della normativa. Il TUIF, infatti, contiene solo linee generali della disciplina, mentre rimette la previsione delle norme di dettaglio alle autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia), introducendo così una disciplina dotata della necessaria elasticità;

- inoltre il TUIF ha dettato discipline separate per la "sollecitazione all'investimento" e per "le offerte pubbliche di acquisto e scambio",

prevedendo per le prime un regime di maggior protezione del risparmiatore;

il TUIF ha introdotto, poi, una nuova figura di investitore istituzionale: la società di gestione del risparmio, alla quale è consentita sia la gestione in monte (fondi comuni), sia la gestione di portafogli di investimento (gestioni personalizzate).

Successivamente all'emanazione del Testo Unico sull'intermediazione finanziaria, sono state introdotte significative modificazioni dell'ordinamento del mercato mobiliare, dovute tra l'altro ad interventi di attuazione di direttive comunitarie.

In particolare, il 30 aprile 2004 è entrata in vigore la direttiva 21 aprile 2004, n. 2004/39 (c.d. Direttiva ISD2 o MiFID, *Markets in Financial Instruments Directive*)⁷: direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che introduce notevoli modifiche al Testo Unico dell'intermediazione finanziaria⁸.

In seguito, in data 10 agosto 2006, la Commissione Europea ha emanato la direttiva 2006/73/CE e il Regolamento (CE) n. 1287/2006, che contengono indicazioni in merito alle modalità di esecuzione della MiFID.

⁷ In generale sulla MiFID, tra gli altri, F. ANNUNZIATA, *Recepita in Italia la direttiva MiFID*, in *Riv. soc.*, 2007, 1476; SCHLESINGER, *La riforma delle tutele del risparmio. Il progetto del governo*, in *Corr. giur.*, 2004, 287; PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali*, in *Contr. e impr.*, 2008, 936; A. RINALDI, *Il decreto di recepimento MiFID e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Soc.*, 2008, 12; SANGIOVANNI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *Contratti*, 2008, 177; C. COMPORI, *I conflitti di interesse nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, in *Dir. banc.*, 2005, I, 593; BRUNO-ROZZI, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della MiFID (mercati degli strumenti finanziari)*, in *Soc.*, 2007, 277.

⁸ In GUCE 30 aprile 2004, L 145/1.

Con il D.Lgs. 17 settembre 2007, n. 164 - che è entrato in vigore l'1 novembre 2007 - l'Italia ha quindi recepito la direttiva MiFID.

La MiFID è invocata da più parti come la direttiva che trasformerà radicalmente il mercato degli strumenti finanziari.

Tra i principali obiettivi della direttiva – nella generale ottica della tutela dei risparmiatori - si possono annoverare:

- garantire l'integrità dei mercati;
- elevare la qualità dei servizi;
- incentivare la competitività tra le imprese di investimento;
- migliorare la posizione giuridica dei risparmiatori;
- assicurare agli investitori un livello elevato di protezione⁹;

nonché

- creare un mercato europeo integrato dei servizi finanziari. La direttiva 2004/39/CE, in particolare, è nata allo scopo di armonizzare le discipline nazionali relative alle attività destinate agli investitori, al fine di garantire agli stessi un adeguato livello di protezione permettendo, al contempo, alle imprese di investimento di prestare i propri servizi in tutto il territorio dell'Unione Europea¹⁰.

2. LA STRUTTURA DELLE FONTI NORMATIVE

Come visto, la disciplina degli intermediari finanziari trae origine da fonti nazionali e sopranazionali, fra le quali gli atti normativi comunitari stanno prendendo una posizione sempre più centrale.

2.1 – Le fonti nazionali

⁹ G. ALPA, *La direttiva sui mercati finanziari e la tutela del risparmiatore*, in *I Contratti*, 7, 2004, 742 ss.

¹⁰ R. SCIAUDONE, *Imprese di investimento operativo nell'Unione*, in *Guida al Diritto*, 3, 2007, 52 ss.

La disciplina interna origina dall'art. 47 Cost., che sancisce il principio della "tutela del risparmio", e dall'art. 41, che riconosce la "libera iniziativa economica privata"¹¹. La normativa nazionale di rango primario è costituita, essenzialmente, dal TUIF il quale detta norme di principio e demanda ad una serie di atti regolamentari della Consob, di Banca d'Italia e del Ministero del Tesoro l'individuazione di specifiche disposizioni di attuazione. Grande rilievo, poi, hanno assunto di fatto anche "raccomandazioni" o interpretazioni del quadro normativo fornite dalle Autorità di vigilanza, con circolari o comunicazioni. Si tratta di atti che, spesso partendo da questioni concrete, forniscono chiarimenti della disciplina vigente, arrivando ad integrarla o quanto meno ad offrirne una lettura "autentica".

2.2 – Le fonti comunitarie

Il passaggio dalla direttiva 93/22/CEE (ISD) al sistema sancito dalla MiFID rende evidente la centralità delle fonti comunitarie nel diritto dell'intermediazione finanziaria.

Invero, la direttiva 93/22/CEE – che aveva introdotto i principi del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni delle imprese di investimento - aveva come obiettivo la minima armonizzazione: ossia aveva imposto una armonizzazione delle regole di condotta degli intermediari nei confronti dei clienti solo per principi generali, lasciando al paese membro la possibilità di individuare ed applicare regole nazionali specifiche in grado di perseguire i determinati principi generali. Da ciò derivava la notevole rilevanza – se non la preminenza - delle singole legislazioni nazionali e con essa un'eccessiva frammentazione normativa fra i vari Stati membri, con

¹¹ Cfr. S. AMOROSINO-N. BANCHELLI, *Oggetto, principi "costituzionali", poteri pubblici e fonti normative dei diritti dei mercati finanziari*, in AA. VV., *Manuale di Diritto dei Mercati Finanziari*, a cura di S. AMOROSINO-C. RABITTI BEDOGNI, 2004, Milano, 6 ss.

l'ulteriore effetto di imporre agli operatori finanziari un set regolamentare differente per ogni paese di destinazione.

Nonostante la disciplina comunitaria, quindi, nei singoli Stati membri non si era riuscito a creare un regime effettivamente uniforme.

Allo scopo di rafforzare l'integrazione dei mercati finanziari e di innalzare il livello di armonizzazione della regolamentazione comunitaria in materia, il Consiglio dell'Unione Europea ha istituito, nel luglio 2000, nell'ambito del piano di azione sui servizi finanziari elaborato dalla Commissione Europea, un comitato dei saggi (cd. Comitato Lamfalussy in onore del suo presidente, Alexandre Lamfalussy), i cui lavori sono terminati nel febbraio 2001 con la pubblicazione di una relazione sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei (consultabile su http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm).

Nella relazione, il Comitato Lamfalussy ha proposto l'introduzione di nuove tecniche legislative e regolamentari basate su un approccio a quattro livelli e l'istituzione di due comitati incaricati di assistere la Commissione Europea nella formulazione delle proposte relative all'adozione degli atti normativi comunitari.

I livelli in cui si articola l'approccio proposto dal Comitato Lamfalussy intendono accrescere l'efficienza e la trasparenza del processo di regolamentazione comunitaria nel settore dei valori mobiliari, facilitandone l'adeguamento ai rapidi sviluppi delle prassi commerciali in questo ambito. Secondo tale approccio la disciplina comunitaria si articola nei seguenti livelli:

- livello 1: esso corrisponde all'emanazione
– da parte del Consiglio e del Parlamento Europeo, su proposta della Commissione – di

regolamenti e direttive che prevedono principi-quadro: come ricordato, peraltro, dal 64° Considerando della MiFID: *“il livello 1 corrisponde alla direttiva, che dovrebbe limitarsi a stabilire principi-quadro”*;

· livello 2: esso prevede la predisposizione da parte della Commissione Europea di misure tecniche di esecuzione dei principi quadro enunciati al livello 1. La MiFID ha delegato al livello 2 la trattazione di numerose e articolate questioni. A tale livello, quindi, è stato attribuito un rilevante ambito di operatività, entro margini di discrezionalità non sempre contenuti. Si pensi al fatto che, tra l'altro, la Commissione UE può, ai sensi dell'art. 4 par. 2 della MiFID, “chiarire le definizioni (stesse)” rese dalla direttiva, al fine di “tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari”, oltre che di assicurare l'applicazione uniforme delle disposizioni comunitarie;

· livello 3: esso prevede la cooperazione fra le autorità di vigilanza dei mercati finanziari dei singoli Stati membri per assicurare un'omogenea ricezione e applicazione a livello nazionale degli atti normativi adottati ai livelli 1 e 2;

· livello 4: esso prevede (i) la vigilanza da parte della Commissione Europea

sull'osservanza della normativa comunitaria, con l'ausilio delle autorità di vigilanza nazionali e delle segnalazioni degli interessati, e (ii) l'avvio – ove necessario – delle procedure di infrazione del diritto comunitario¹².

La Commissione Europea ha poi provveduto all'istituzione dei comitati suggeriti dal Comitato Lamfalussy:

- il Comitato Europeo dei valori mobiliari (ESC: European Securities Committee) il quale, composto da rappresentanti degli Stati membri, assiste la Commissione Europea nella predisposizione delle norme tecniche di esecuzione del livello 2. L'ESC è un comitato di carattere politico per il cui funzionamento sono richieste le maggioranze previste per il Consiglio UE; e

- il Comitato delle autorità europee di vigilanza dei mercati finanziari (CESR: Committee of European Securities Regulators) il quale - composto dai rappresentanti delle Autorità di vigilanza per il mercato mobiliare dei paesi membri ed essendo quindi un comitato di natura prettamente tecnica - svolge la consulenza tecnica per la preparazione delle misure esecutive del livello 2. Il CESR inoltre ricopre un ruolo importante anche nell'ambito

¹² Cfr. BAGLIONI, *Verso il mercato finanziario unico in Europa*, in www.assbb.it.

del livello 3, in quanto - allo scopo di garantire l'applicazione uniforme della normativa comunitaria negli Stati membri – detto comitato formula raccomandazioni o interpretazioni comuni della regolamentazione comunitaria. Raccomandazioni e interpretazioni che i singoli membri del CESR si impegnano a recepire o a promuoverne il recepimento nei rispettivi ordinamenti di appartenenza.

La MiFID è il frutto delle prime applicazioni della procedura Lamfalussy. Con l'emanazione della MiFID, infatti, è stata predisposta la regolamentazione generale dei mercati degli strumenti finanziari, riconducibile appunto al livello 1 di detta procedura. Anche se, a ben vedere, la MiFID (di seguito anche "Direttiva I") non contiene proprio esclusivamente principi-quadro, ma anche regole molto dettagliate: tanto che, mentre la ISD prevedeva 39 articoli, la MiFID ne contiene ben 169.

Le misure tecniche di esecuzione – riconducibili al livello 2 – sono invece contenute (i) nella Direttiva n. 2006/73 CE del 10 agosto 2006, che contiene indicazioni in merito alle modalità di esecuzione della MiFID, con particolare riferimento ai requisiti di organizzazione e alle condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento (di seguito anche "Direttiva II") e (ii) nel Regolamento n. 1287/2006 sempre del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della MiFID, con particolare riferimento agli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, alla comunicazione delle operazioni, alla trasparenza del mercato, e all'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione.

In seguito, con il D.Lgs. 17 settembre 2007, n. 164 - che è entrato in vigore l'1 novembre 2007 - l'Italia ha quindi recepito la direttiva MiFID, apportando conseguentemente le relative modifiche al TUIF.

Il processo di trasposizione nazionale delle fonti comunitarie è continuato poi, in data 29 ottobre 2007, con l'adozione da parte della Consob del Regolamento Intermediari n. 16190 (di seguito anche "Regolamento Intermediari") e del Regolamento Mercati n. 16191 nonché, unitamente alla Banca d'Italia, del Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio.

Alla luce dello schema delle fonti comunitarie sopra tratteggiato, emerge chiaramente che la disciplina europea svolge ormai un ruolo centrale nel regolamentare i mercati degli strumenti finanziari ed è indirizzata a ridurre al minimo il rischio di frammentazione del quadro normativo europeo in materia di mercati finanziari.

Da ciò dovrebbe conseguire – almeno stando alle ambizioni del legislatore comunitario - un'armonizzazione generale delle regole di condotta degli intermediari nello svolgimento dei servizi di investimento, tale da non lasciare al legislatore nazionale (e alle autorità di vigilanza nazionali) margini per soluzioni diverse o più stringenti. Si può dire, quindi, che agli ordinamenti nazionali residueranno (o dovrebbero residuare) solo taluni ambiti di discrezionalità linguistica per la relativa "traduzione", più che effettivi margini di scelta degli strumenti per raggiungere gli obiettivi delineati dalla disciplina comunitaria.

3. LE NOZIONI DI "STRUMENTO FINANZIARIO" E DI "SERVIZIO E ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO"

Al fine di individuare i confini della disciplina dei servizi di investimento è necessario definire anzitutto ciò che tradizionalmente dà contenuto alle relazioni poste in essere tra intermediari ed investitori: ossia lo “strumento finanziario”, da un lato, e il “servizio o attività di investimento”, dall’altro.

3.1 – La definizione di “strumento finanziario”

La nozione di “strumento finanziario” è il primo termine di riferimento della normativa dei servizi di investimento. I servizi e le attività che rientrano in tale categoria hanno, infatti, sempre ad oggetto “strumenti finanziari”¹³.

Tale nozione è andata a sostituire la precedente nozione di “valore mobiliare” che rappresentava il termine di riferimento della normativa concernente le attività di intermediazione mobiliare introdotta in Italia con la legge SIM¹⁴.

Tra le due nozioni esistono differenze di rilievo¹⁵.

Il valore mobiliare veniva definito – con una nozione eccessivamente ampia¹⁶ – come qualunque documento o qualunque certificato che fosse rappresentativo di diritti di imprese (v. art. 1, co. 2, legge SIM).

A differenza del valore mobiliare, la nozione di strumento finanziario è invece “chiusa”; la Direttiva I e il TUIF, infatti, formulano un preciso elenco di strumenti finanziari, sebbene il TUIF preveda poi la possibilità per il Ministro dell’economia e delle finanze di integrare l’elencazione individuando nuove categorie (v. art. 1 TUIF).

¹³ F. ANNUNZIATA, *La Disciplina*, cit., 79 ss.

¹⁴ G. CAMPOBASSO, *Sub Art. 1*, in CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza: d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, Torino, 2002, 7; RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria (commento al d.leg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, Milano, 1998, 171.

¹⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati – Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, 2008, Padova, 83 ss.

¹⁶ Cfr. B. LIBONATI, *Commento sub art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, 511.

Con questa impostazione il legislatore europeo raggiunge il duplice obiettivo di evitare, da un lato, che l'impiego di nozioni generali generi incertezza, oltre che possibili disallineamenti a livello comunitario, e, dall'altro, di ridurre il rischio che l'individuazione analitica delle fattispecie non sia in grado di ricomprendere tutte le ipotesi potenzialmente rilevanti e che sia quindi suscettibile di rapida obsolescenza.

L'elencazione degli strumenti finanziari può essere suddivisa in due gruppi: (a) gli strumenti finanziari diversi dai derivati e (b) gli strumenti finanziari derivati.

Nel primo gruppo rientrano:

- (i) i valori mobiliari¹⁷: definiti dall'art. 1, co. 1-bis, del TUIF, come le categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato di capitali, quali ad esempio: le azioni, le obbligazioni e altri titoli di debito, nonché qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o vendere le predette categorie di valori mobiliari;
- (ii) gli strumenti del mercato monetario: definiti dall'art. 1, co. 1-ter. del TUIF, come quelle categorie di strumenti normalmente negoziati sul mercato monetario quali, ad esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali; ed infine
- (iii) le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio (v. art. 1, co. 2, del TUIF).

Nelle tipologie di strumenti finanziari appena elencate si può individuare un tratto comune: l'idoneità dello strumento a formare oggetto di "negoziazione" sul mercato dei capitali. Per "negoziabilità"

¹⁷ Tale termine non va confuso con quello previsto dalla legge SIM.

di uno strumento deve intendersi la sua idoneità ad essere oggetto di transazioni – ossia di trasferimento – sul “mercato dei capitali”¹⁸.

Per quanto riguarda invece il secondo gruppo, si tratta di una serie di strumenti che, con il recepimento della MiFID, è aumentata considerevolmente. La nozione di “strumento derivato” ha un’estensione semantica molto ampia. In prima approssimazione si può definire come quel contratto che ha ad oggetto tutti quei prodotti, disponibili nei mercati finanziari, il cui valore “derivi” dal prezzo di un’attività sottostante¹⁹. Il “sottostante” può essere:

- (i) un’attività finanziaria o un parametro finanziario, caso in cui si parla di *derivati finanziari*;
- (ii) una “merce”, da intendersi come “*qualsiasi bene fungibile che possa essere consegnato, compresi i metalli e i loro minerali e leghe, i prodotti agricoli e l’energia, come ad esempio l’elettricità*”²⁰: quando il fine principale del contratto sia qualificabile come finanziario, e non di mero scambio, si parla di *derivati su merci*;
- (iii) altri beni e/o parametri, come ad esempio crediti, tassi d’interesse o statistiche economiche: si parla in questo caso di *derivati esotici*²¹.

Gli strumenti finanziari – come sopra specificamente individuati – a loro volta rientrano nella – e sono al contempo delimitati dalla – più ampia nozione di “prodotto finanziario”, definito in modo immutato

¹⁸ F. ANNUNZIATA, *La Disciplina*, cit., 83.

¹⁹ F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, 17 ss.

²⁰ È la definizione di “merce” contenuta nel Regolamento CE n. 1287/2006, all’art. 1, n. 1).

²¹ La tripartizione riportata rispecchia l’impostazione dell’art. 1, co. 2, del TUIF.

come inclusivo degli “*strumenti finanziari e di ogni forma di investimento di natura finanziaria*” (art. 1, co. 1, lett. u, TUIF)²².

Dall'integrazione dell'art. 1 del TUIF, così come operata dalla MiFID, consegue una migliore identificazione della pluralità di elementi che formano il contenuto dei servizi di investimento.

Da tale chiarificazione normativa derivano conseguentemente indubbi vantaggi per gli operatori, i quali possono muoversi all'interno del settore di riferimento sicuramente con maggiori certezze, rispetto a quanto non fosse in passato.

3.2 – La definizione di “servizio e attività di investimento”

Anche la nozione di “servizio di investimento” contenuta nell'art. 1 del previgente TUIF ha subito rilevanti modifiche in seguito al recepimento della MiFID. Ora, l'art. 1, co. 5, del TUIF definisce non soltanto i “servizi” ma anche le “attività di investimento”, facendo rientrare in quest'ultima definizione quelle attività contemplate dalla Direttiva I che non si configurano come veri e propri “servizi” resi dall'intermediario a favore di un cliente o di una controparte (si pensi ad esempio alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione – v. art. 1, co. 5, lett. g, TUIF)²³.

Secondo la nuova disciplina, quindi, per “servizi e attività di investimento” si intendono le seguenti prestazioni “*quando hanno per oggetto strumenti finanziari*”: (i) negoziazione per conto proprio; (ii) esecuzione di ordini per conto dei clienti; (iii) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; (iv) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti

²² Per completezza, si segnala che l'art. 1, co. 4, TUIF precisa che “*i mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari*”.

²³ F. ANNUNZIATA, *La Disciplina*, cit., 87.

dell'emittente; (v) gestione di portafogli; (vi) ricezione e trasmissione di ordini; (vii) consulenza; e (viii) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione²⁴.

A differenza della disciplina previgente, la MiFID ha poi fornito una vera e propria definizione dei singoli servizi, che risulta ora recepita nell'art. 1. co. 5-bis e ss. del TUIF, individuando quindi chiaramente i contenuti e i confini delle singole attività e servizi in parola.

È importante evidenziare, in particolare, la decisione del legislatore comunitario di reintrodurre il servizio di consulenza all'interno delle attività riservate, partendo dalla consapevolezza della sempre maggiore necessità di consulenza soprattutto da parte di quei numerosi risparmiatori inesperti, che si trovano più che mai a doversi orientare fra una moltitudine di prodotti spesso di difficile valutazione.

Per l'Italia, invero, tale decisione non rappresenta una novità dal momento che, già nel 1991, la legge SIM aveva collocato la consulenza tra le attività riservate. Collocazione che in seguito il legislatore italiano ha dovuto modificare – soltanto per adeguarsi alle Direttive Eurosim – “declassando” la consulenza da servizio di investimento a servizio accessorio. Ciò a dimostrazione, peraltro, dell'assoluto pregio delle scelte normative che avevano caratterizzato la legge SIM, la quale già agli inizi degli anni '90 aveva dimostrato una compiutezza ed una conoscenza della materia certamente avanzate per quei tempi. Il legislatore italiano, infatti, aveva individuato l'importanza della consulenza nell'ambito della

²⁴ Sui singoli servizi di investimento v. A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in AA. VV., *Manuale di Diritto dei Mercati Finanziari*, a cura di S. AMOROSINO-C. RABITTI BEDOGNI, 2008, Milano, 92 ss.; e F. ANNUNZIATA, *La Disciplina*, cit., 88 ss.

prestazione dei servizi di investimento, tanto da inserirla tra le attività il cui esercizio necessitava una specifica autorizzazione.

Per vero, non si comprende come in seguito il legislatore europeo abbia potuto trascurare la centralità e l'importanza della consulenza, imboccando, sotto questo profilo, un processo (si potrebbe dire) involutivo. Involuzione interrotta soltanto da ultimo dalla MiFID, la quale ha tenuto nella giusta considerazione la potenziale rischiosità insita in ogni forma di investimento e la necessità, per l'effettuazione di scelte di investimento consapevoli, di conoscenze finanziarie ed esperienza ben superiori a quelle detenute dal cliente *retail* medio. In particolare, il Considerando 3° della Direttiva I ha precisato che *“per via della sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate è opportuno includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione”*.

Da qui dunque le buone ragioni che hanno fatto ritenere opportuno inquadrare la consulenza come servizio di investimento, riservandone l'esercizio ai soli soggetti abilitati²⁵.

Finalmente quindi si è attribuito il giusto peso alla consulenza finanziaria, da sempre considerata un servizio finanziario ad alto valore aggiunto e per molti anni, invece, inspiegabilmente relegata a semplice servizio accessorio.

Venendo alla nozione di consulenza finanziaria, l'art. 1, co. 5-*septies*, del TUIF la definisce come *“la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o*

²⁵ Cfr. L. ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in AA. VV. *La MiFID in Italia – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di L. ZITIELLO, Torino, 2009, 433 ss.; F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 104 ss.; F. ANNUNZIATA, *La Disciplina*, cit., 97 ss.

per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario". Perché si abbia consulenza in materia di investimenti, quindi, deve sussistere una raccomandazione rivolta ad uno specifico soggetto a compiere una operazione presentata come per lui adeguata su un determinato strumento finanziario.

Oltre alla consulenza, la MiFID dedica particolare attenzione anche al servizio di gestione di portafogli²⁶, il quale viene definito come *"la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti"* (art 1, co. 5-quinquies, TUIF).

Da tale definizione emergono in modo evidente le caratteristiche che accomunano principalmente la consulenza alla gestione di portafogli: ossia la cd. personalizzazione e un certo grado di discrezionalità. Da qui la necessità di assoggettare a riserva anche la gestione di portafogli e di prevedere una stringente disciplina posta a tutela della clientela *retail*²⁷. Per la prestazione di tale servizio, infatti, la MiFID ha previsto specifiche prescrizioni che vanno dall'obbligo di fornire ai clienti al dettaglio informazioni sui *"tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti"* (art. 38 Regolamento Intermediari), all'obbligo di rendicontazione periodica alla clientela (art. 54 Regolamento Intermediari). D'altra parte, la consulenza finanziaria e la gestione di portafogli sono accomunate

²⁶ Per gli altri servizi di investimento, invece, la MiFID non introduce novità sostanziali.

²⁷ A ben vedere, anche con riferimento alla gestione di portafogli, il legislatore italiano aveva dimostrato fin dagli inizi degli anni '90 una notevole dimestichezza nella materia in discorso, avendo previsto fin da quell'epoca con la legge SIM una precisa disciplina – posta a tutela degli investitori - regolante lo svolgimento del servizio in parola e assoggettando tale attività a riserva.

anche dal fatto che ad entrambe (e solo ad esse) si applica – come si vedrà - la più rigorosa regola dell'adeguatezza (sul punto v. *infra*)²⁸.

A questo punto, precisate le nozioni di “strumento finanziario” e “servizi e attività di investimento”, dovrebbe forse essere più agevole la disamina delle norme di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento.

4. LE REGOLE DI COMPORTAMENTO DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

La previsione di precise regole di comportamento volte ad indirizzare l'attività dei soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento, al fine di elevare il livello di tutela dell'investitore, è caratteristica costante della legislazione sui mercati e sulle attività finanziarie.

Il legislatore comunitario (ma non solo) è ispirato dalla preoccupazione di salvaguardare gli interessi degli investitori e la fiducia degli stessi nei mercati finanziari e, al contempo, la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari medesimi.

Prima dell'introduzione della MiFID, le regole di condotta degli intermediari variavano, alcune volte anche in modo significativo, negli ordinamenti dei diversi paesi dell'Unione Europea: ciò in quanto la Direttiva 93/22/CE – come già accennato – era ispirata ad un grado di armonizzazione ridotto.

La MiFID, invece, ha introdotto una normativa più incisiva e dettagliata, volta appunto a perseguire obiettivi di massima armonizzazione delle legislazioni degli Stati membri, come precisato

²⁸ F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 112 ss.

inter alia nel Considerando 71° della Direttiva I, laddove si precisa l'obiettivo di “*creare un mercato finanziario integrato, nel quale gli investitori siano efficacemente tutelati*”.

La MiFID, in particolare, ha previsto una chiara differenziazione e graduazione delle regole di condotta per gli intermediari, in relazione (i) ai differenti servizi prestati e (ii) alla tipologia di clienti coinvolti.

Sotto il primo profilo, da un lato, si pongono infatti i servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti e, dall'altro, i servizi più tipicamente esecutivi di ordini dei clienti. In base al diverso ruolo giocato dall'intermediario, la MiFID ha previsto una tutela più ampia degli investitori nella prestazione del primo gruppo di servizi e una tutela progressivamente affievolita nello svolgimento degli altri. Si pensi, infatti, agli obblighi di valutazione della coerenza degli investimenti rispetto al profilo dell'investitore: sul punto, si passa da una valutazione piena (adeguatezza) nello svolgimento dei servizi di consulenza e gestione, ad una valutazione basata solo su alcuni parametri soggettivi dell'investitore (appropriatezza) nel caso dei servizi più propriamente esecutivi, all'assenza di qualsiasi valutazione nei servizi costituiti dalla “mera esecuzione” degli ordini (*execution only*) (sul punto si veda comunque meglio *infra*).

Sotto il profilo della tipologia dei clienti coinvolti, invece, la classificazione dei clienti medesimi – ripartiti in tre categorie (al dettaglio, professionali e controparti qualificate) – modifica gli assetti delle tutele assicurate dalla disciplina comunitaria.

4.1 – La classificazione della clientela

Analogamente alle precedenti normative di settore, anche la MiFID quindi ha seguito il principio della “graduazione della tutela”,

secondo il quale a distinte categorie di investitori corrispondono distinti livelli di protezione e regole di condotta applicabili nei rapporti tra intermediari e clienti²⁹.

Infatti, nel 31° Considerando della MiFID, dopo aver ribadito che la protezione degli investitori rappresenta uno tra gli obiettivi principali della stessa direttiva, il legislatore comunitario ha richiamato la necessità di prevedere misure di tutela “*adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti)*”.

La ragione di tale impostazione si individua nella necessità di individuare un “giusto equilibrio” tra la necessaria tutela degli investitori e gli obblighi di informativa da applicarsi agli intermediari³⁰: ciò al fine di consentire, al contempo, la massima tutela all’investitore e la massima efficienza all’impresa di investimento. È di tutta evidenza, infatti, che trattare un investitore “esperto” alla stessa stregua di un cliente “comune” può portare da una parte all’applicazione di regole del tutto inutili e dall’altra ad un dispendio di risorse – altrettanto inutile - sia per l’intermediario, sia per il cliente: il primo si troverebbe gravato degli oneri conseguenti alla necessità di assicurare il rispetto delle regole, mentre il secondo potrebbe subire alcuni svantaggi derivanti, ad esempio, da un rallentamento nell’esecuzione delle operazioni oppure dall’incremento dei costi del servizio.

La qualificazione dell’investitore come soggetto esperto giustifica, quindi, la disapplicazione di un elevato numero di regole di

²⁹ Il principio in discorso è stato richiamato anche dal CESR nel documento di consultazione “*A European regime of investor protection – The professional and the counterparty regimes*” dell’8 luglio 2002 (ref.: CESR/02-098b), consultabile anche sul sito internet www.assosim.it.

³⁰ Cfr. 64° Considerando della Direttiva II.

comportamento (ma ovviamente non di tutte) che generalmente sono poste a tutela del cliente comune (al dettaglio), per sua natura bisognoso di protezione.

In ossequio al richiamato principio, dunque, la MiFID ha introdotto una nuova classificazione della clientela, introducendo peraltro una novità rilevante rispetto alla normativa previgente: si è passati, infatti, dalla tradizionale distinzione tra cliente *retail* e operatori qualificati ad una tripartizione³¹. In ordine decrescente di tutela:

- “cliente al dettaglio” (*retail client*). Premesso che “cliente” è la “*persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori*”³², per “cliente al dettaglio” si intendono quei soggetti che necessitano del massimo livello di protezione, ovvero gli investitori che non possiedono l’esperienza e le competenze in materia di investimenti proprie dei “clienti professionali” e delle “controparti qualificate”, ponendosi perciò come categoria residuale³³. Nei rapporti con questa categoria quindi si applicano tutte le regole di protezione previste dalla disciplina di settore;
- “cliente professionale” (*professional client*). Il “cliente professionale” è invece l’investitore che soddisfa i criteri stabiliti nell’Allegato II della MiFID, poi recepito nell’Allegato 3 del Regolamento Intermediari³⁴:

³¹ U. MORERA, *I rapporti banca – cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in AA. VV., *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. DE POLI, Padova, 2009, 42.

³² Così l’art. 26, co. 1, lett. c) del Regolamento Intermediari.

³³ Cfr. art. 26, co. 1, lett. e) del Regolamento Intermediari.

³⁴ Cfr. art. 26, co. 1, lett. d) del Regolamento Intermediari.

ossia *“un cliente che possiede l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume”*³⁵. E allo stesso, in quanto tale, non vengono applicate tutte le regole poste a tutela dei *“clienti retail”* (sul punto v. anche *infra*). In questa categoria rientrano *“di diritto” inter alia* gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, gli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio), le SGR, i fondi pensione, i governi, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali, come la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Centrale Europea e la Banca Europea per gli Investimenti. Sono poi considerati *“clienti professionali”* anche le imprese private di grandi dimensioni che rispondano, a livello di singola società, ad almeno due dei seguenti criteri dimensionali: (i) totale di bilancio: 20 milioni di Euro; (ii) fatturato netto: 40 milioni di Euro; (iii) fondi propri: 2 milioni di Euro³⁶. È previsto d’altra parte che tali clienti professionali *“di diritto”* possano comunque *“richiedere al prestatore del servizio un trattamento quale cliente al dettaglio e gli intermediari possono convenire di fornire loro un livello più elevato di protezione”*³⁷. A quest’ultimo riguardo

³⁵ Così l’Allegato 3 del Regolamento Intermediari.

³⁶ Così l’Allegato 3, sez. I, (1) e (2), del Regolamento Intermediari.

³⁷ Così l’Allegato 3, sez. I, (3), del Regolamento Intermediari.

non ci si può non chiedere, tuttavia, che cosa si debba intendere per “*gli intermediari possono convenire*”: forse che gli intermediari possono decidere di rifiutare di accordare una più elevata protezione ai clienti professionali “di diritto” che ne facciano espressa richiesta? La risposta negativa sembrerebbe preferibile, a tacer d’altro semplicemente per ragioni di opportunità da parte dell’intermediario che, altrimenti, andrebbe sicuramente incontro a facili contestazioni in caso di esito negativo dell’investimento. Invero – a prescindere dalla possibilità o meno di rifiutare una maggiore tutela ai clienti professionali “di diritto” - si dovrebbe criticare *tout court* tale facoltà concessa ai clienti professionali “di diritto”: è di tutta evidenza, infatti, che la previsione in parola contrasta con il principio più volte richiamato (e opportunamente fatto proprio dalla MiFID) della “graduazione della tutela” e, soprattutto, impedisce tra l’altro alle imprese di investimento e, in genere, al mercato finanziario di raggiungere quella maggiore efficienza da più parti giustamente invocata. Non si riesce a comprendere, in effetti, la *ratio* di tale scelta da parte del legislatore – che a questo proposito sembrerebbe appunto contraddire alcuni dei principi cardine della MiFID - atteso che è difficilmente immaginabile – data la natura e le caratteristiche dei clienti professionali “di diritto” elencati nell’Allegato 3 – che vi possano essere alcuni soggetti non in grado di valutare e gestire i rischi degli investimenti. A pensare

diversamente si dovrebbe ritenere allora che l'elenco preparato dal legislatore non sia stato correttamente predisposto. Sembrerebbe auspicabile, pertanto, un apposito intervento del legislatore comunitario teso a modificare la previsione in commento coerentemente con i principi e lo spirito della normativa comunitaria. Infine, anche le persone fisiche (e le persone giuridiche che non rientrano nell'elenco dei clienti professionali "di diritto") possono rientrare nella categoria dei clienti professionali (cd. clienti professionali "su richiesta"), a condizione che ne facciano appunto espressa richiesta scritta all'intermediario e sussistano determinate condizioni, volte a dimostrare che la persona possiede una considerevole conoscenza in materia di investimenti in strumenti finanziari e altrettanta esperienza, al punto da poter effettuare scelte di investimento sicuramente in modo consapevole senza necessità di particolare "assistenza", essendo in grado di valutare e gestire correttamente i rischi assunti³⁸: qui coerentemente il legislatore è tornato a ispirarsi al principio della "graduazione della tutela";

- "controparte qualificata" (*eligible counterparties*).

Tale categoria è del tutto nuova rispetto alla disciplina

³⁸ Allegato 3, sez. II.1, del Regolamento Intermediari: *"devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti: - il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; - il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR; - il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi. In caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima"*.

previgente. La stessa – si potrebbe sostenere – rappresenta la componente più evoluta degli investitori professionali. Pertanto la categoria della “controparte qualificata” rientra in quella dei “clienti professionali”, ma non viceversa. L’elemento distintivo tra le due categorie può essere individuato nel fatto che si può essere controparte qualificata solo di “*imprese di investimento autorizzate ad eseguire ordini per conto dei clienti e/o a negoziare per conto proprio e/o a ricevere e trasmettere ordini*”³⁹. Ai rapporti con questa categoria non si applicheranno (i) le norme di comportamento previste dagli artt. 27 e ss. del Regolamento Intermediari, (ii) la regola della *best execution* (art. 45 del Regolamento Intermediari) e (iii) le regole per la gestione degli ordini dei clienti (art. 49 del Regolamento Intermediari).

Sulla scorta di quanto appena illustrato, si evince che accanto alla parziale attenuazione delle regole di condotta quando un intermediario entra in relazione con un cliente professionale (rispetto a quelle operanti nella relazione con un cliente al dettaglio), la disciplina vigente prevede, invece, la pressoché totale disapplicazione delle regole di condotta nella relazione con le “controparti qualificate”. Il regime previsto per quest’ultima categoria risulta quindi ancora più snello di quello predisposto per i clienti professionali. Per questi ultimi, infatti, i principi indicati agli artt. 21 del TUIF e 27 e ss. del Regolamento Intermediari – che rappresentano il fondamento delle regole di comportamento nella

³⁹ Cfr. art. 24, par. 1, della MiFID nonché art. 58 del Regolamento Intermediari e art. 6, co. 2-quater, lett. d), nn. 1, 2, 3 e 5 del TUIF.

prestazione dei servizi di investimento, prevedendo sostanzialmente per gli intermediari obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti (sul punto v. *infra*) - potranno essere tradotti in modo più flessibile, ma non integralmente disapplicati, così come dovranno essere comunque rispettati dall'impresa di investimento i doveri previsti dagli artt. 45 (best execution) e 49 (regole per la gestione degli ordini dei clienti) del Regolamento Intermediari⁴⁰.

L'obbligo di classificare la clientela, così previsto dalla MiFID, ha quindi rafforzato chiaramente l'applicazione del principio del *know your customer*, imponendo agli intermediari una più approfondita conoscenza della clientela in vista del successivo inquadramento della medesima⁴¹.

Lo sforzo operato dal legislatore europeo in questo senso è quindi da valutare in modo sicuramente positivo, posto che l'esatta e chiara conoscenza da parte dell'intermediario del profilo di investitore agevola l'intermediario medesimo nel proprio compito di verificare che gli investimenti operati dal cliente rispondano il più possibile alle caratteristiche dello stesso.

Posto quanto appena rilevato, non si può tuttavia non svolgere alcune ulteriori osservazioni.

La categoria del cliente *retail* si potrebbe considerare eccessivamente vasta: in essa possono rientrare sia i clienti totalmente inesperti e quindi effettivamente bisognosi della massima tutela, sia clienti che non sono affatto digiuni in materia di investimenti finanziari e quindi sono consapevoli, salvo per ipotesi di

⁴⁰ Cfr. M. DE MARI-L. SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, 2005, Bologna, 125 ss.

⁴¹ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in AA. VV., *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. DE POLI, Padova, 2009, 20 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Intermediari*, cit., 157 ss.

investimento particolarmente complesse, dei rischi che potrebbero correre con gli investimenti che possiamo definire tradizionali (fondi comuni, obbligazioni, azioni ecc.). In altri termini, questi ultimi – che rappresentano ormai una parte non certo irrisoria di investitori - non hanno i requisiti per poter essere classificati “clienti professionali di diritto”, ma sono pur sempre in grado di gestire e valutare i rischi quantomeno degli investimenti appunto più tradizionali: anche per questi quindi sarebbe stato auspicabile applicare il principio della “tutela graduata” e riservare quindi a loro l’applicazione di regole di comportamento più “leggere”. In questo caso si sarebbe garantito ancora maggiore efficienza e soprattutto si sarebbe evitato il rischio di contestazioni strumentali da parte di investitori in realtà pienamente consapevoli dei rischi che si sono assunti.

La MiFID – si deve ritenere - si è comunque mossa nella giusta direzione, accentuando maggiormente rispetto al passato la necessità di differenziare le tipologie di investitori, assicurando un trattamento il più possibile “calibrato” alle concrete caratteristiche dell’investitore. Il legislatore europeo soltanto avrebbe potuto spingersi ancora più avanti, differenziando maggiormente le varie tipologie di investitori – per esempio introducendo una ulteriore categoria intermedia di investitori - e, così facendo, si sarebbe conformato ancora di più alle situazioni che si verificano realmente nel mondo degli investimenti in strumenti finanziari.

A questo punto appare utile svolgere anche una breve riflessione – di ordine sistematico, ma non solo – sulle distinte categorie di “*cliente retail*” (i.e. risparmiatore, usando una terminologia più comune), così come definito dalla MiFID, e di “consumatore”, così

come definito dall'art. 3 del cd. "Codice del Consumo"⁴². Come noto, l'art. 3 del Codice del Consumo definisce il consumatore come: "*la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta*". Mentre la MiFID – come sopra menzionato – definisce il risparmiatore come colui che non possiede l'esperienza e le competenze in materia di investimenti proprie dei "clienti professionali" e delle "controparti qualificate".

Da un esame delle due definizioni si può evincere l'utilizzo da parte del legislatore di due differenti criteri per definire dei soggetti parimenti bisognosi di particolare tutela: nel primo caso, infatti, si fa riferimento alla "estraneità al proprio ambito professionale"⁴³; nel secondo, invece, si utilizza direttamente il criterio della (non) conoscenza e della (non) esperienza nel settore, ossia ha bisogno di tutela chi – necessariamente semplificando - non conosce e non ha esperienza in materia finanziaria, a prescindere dalla sua professione⁴⁴.

Pertanto – sebbene si sia comunemente portati a considerare il risparmiatore e il consumatore come figure che sostanzialmente coincidono⁴⁵ - dette figure in realtà hanno diversi punti in cui si differenziano.

⁴² D.Lgs. 6 settembre 2005 n. 206, in suppl. ord. N. 162 a G.U. 8 ottobre 2005, n. 235.

⁴³ In particolare, al concetto di "**scopo**" estraneo all'attività professionale. La giurisprudenza della Comunità Europea ha precisato di utilizzare il criterio interpretativo della destinazione obiettiva del bene o del servizio (che deve essere dunque estranea alle attività professionali ed imprenditoriali *eventualmente svolte*) negando qualsivoglia rilievo alla intenzione del contraente ed alla sfera soggettiva di questo.

⁴⁴ Anche se, a ben vedere, non è proprio così in tutti i casi, ma ciò comunque non toglie l'applicazione del differente criterio per la definizione.

⁴⁵ Sul punto v. G. ALPA-P. GAGGERO, *Profili della tutela del risparmiatore*, in *Le Società*, 1998, 5, 520 ss., i quali sostengono *inter alia* che "*il risparmiatore non professionale è considerato come 'consumatore' di prodotti e servizi finanziari*". Ulteriori

Le conseguenze pratiche della non coincidenza sono, ad esempio, il fatto che le imprese di piccole dimensioni sono considerate clienti *retail*, ma non potranno mai rientrare nella categoria dei consumatori ai sensi e per gli effetti del Codice del Consumo. Al contrario, i cd. “investitori sofisticati”, che non sono trattati come clienti *retail* dalla MiFID, se coincidenti con persone fisiche che agiscono per propria personale utilità, sarebbero invece “consumatori ed utenti” ai sensi dell’art. 3 del Codice del Consumo. Pertanto, la distinzione tra consumatore ed imprenditore, nella chiave della non imprenditorialità dell’attività di investimento, non ha ragion d’essere nella tutela del risparmio, ove la tutela informativa del cliente è svincolata dall’esercizio di un’attività professionale.

Sulla scorta di quanto appena illustrato, un medesimo soggetto quindi potrebbe essere considerato “debole” dalla MiFID (e dunque bisognoso di tutela) e al contempo “forte” dal Codice del Consumo.

Ma forse il fatto che le due categorie di risparmiatore e di consumatore non coincidano perfettamente ha, in effetti, una sua ragion d’essere. Infatti – sebbene lo scopo perseguito dal legislatore in entrambe le discipline sia lo stesso: ossia tutelare il soggetto non esperto e non informato – nel concreto le discipline non possono che differenziarsi - quantomeno per certi aspetti –, posto che ovviamente un conto è prevedere una tutela del consumatore cd. “generica” che

elementi dai quali si possa argomentare un avvicinamento delle figure di consumatore e risparmiatore sono ravvisabili nel complesso di norme sul commercio a distanza, di cui alla Direttiva 2002/65/CE, che il legislatore ha scelto di recepire inserendola nel Codice del Consumo agli artt. 67 e ss, con ciò costituendo di fatto una sorta di collegamento tra il Codice medesimo e le norme speciali in materia bancaria e finanziaria, sia sotto il profilo soggettivo che oggettivo. Sotto il profilo soggettivo, va rilevato che il consumatore tutelato nelle operazioni finanziarie *de quibus* è quello di cui all’art. 3 del Codice del Consumo (cfr. art. 67 *ter* Codice Consumo). Quanto al collegamento oggettivo, considerati gli artt. 67 *bis* co. 3 e 67 *decies* si può sostenere la tesi dell’applicabilità alla fattispecie della commercializzazione a distanza delle norme sostanziali del TUIF, con ciò riconoscendo la interdisciplinarietà delle due norme.

deve adattarsi a molteplici circostanze; un altro è regolare la tutela del risparmiatore in un ambito molto specifico, con le sue peculiarità, e quindi con la necessità di ricorrere a meccanismi disegnati *ad hoc* per il caso specifico.

Se quindi - sotto un certo profilo - può essere ragionevole che le due categorie in discorso non coincidano perfettamente, sarebbe tuttavia meno comprensibile se ciò comportasse delle sostanziali disparità di trattamento tra soggetti comunque bisognosi di tutela: si pensi, ad esempio, alla recente disputa in merito all'applicabilità o meno delle norme sulla *Class Action* in ambito finanziario: la questione della ricorribilità alla *Collective Action* da parte dei risparmiatori è un tema aperto e che trova differenti punti di vista⁴⁶.

Si potrebbe auspicare quindi una identità di definizioni soltanto se necessario per evitare eventuali disparità di trattamento⁴⁷.

4.2 – Gli obblighi informativi

Il legislatore già da diversi anni ha previsto in capo agli intermediari l'obbligo di fornire ai clienti specifiche informazioni sulla natura e sui rischi dei servizi e prodotti finanziari offerti. In particolare, precisi obblighi informativi che gli intermediari dovevano assolvere nei confronti degli investitori erano già previsti fin dalla legge SIM e

⁴⁶ Per una panoramica sull'introduzione della Class Action in Italia cfr. R. LENER-M. RESCIGNO (a cura di), *Class Action! (?)*, Bologna, 2008; F. AROSSA, *Nella messa a punto delle norme il legislatore sceglie il modello europeo*, in *Responsabilità e risarcimento*, 2007; M. BOVE, *Azione collettiva: una soluzione all'italiana lontana dalle esperienze straniere più mature*, in *Guida al Diritto*, n. 4/2008; A. BRIGUGLIO, *Venti domande e venti risposte sulla nuova azione collettiva risarcitoria*, in www.judicium.it; R. LENER, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 269.

⁴⁷ Per quanto riguarda l'applicabilità della tutela collettiva in materia finanziaria, tale pericolo potrebbe essere facilmente ovviabile con uno specifico intervento del legislatore che precisi l'estendibilità delle norme sulla *Class Action* anche in materia finanziaria.

successivamente dal D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415, attuativo della Direttiva ISD n. 93/22/CE.

Alla base delle regole di condotta imposte agli intermediari, si pone l'obbligo - previsto dall'art. 21 del TUIF - di "*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*". Tale principio generale - che svolge anche la funzione di garantire la chiusura e la necessaria elasticità del sistema - è poi in gran parte richiamato dal Regolamento Intermediari, il quale prevede "*il dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti*" (v. art. 52, co. 1, lett. c, Regolamento Intermediari)⁴⁸.

La diligenza e la correttezza, richiamate dalla norma generale in commento, evocano chiaramente categorie civilistiche: rispettivamente l'art. 1176 c.c. e l'art. 1175 c.c.⁴⁹. Al riguardo, pare il caso di specificare che la diligenza richiesta all'intermediario è quella specifica esigibile dagli intermediari professionali del settore (art. 1176 co. 2 c.c.). In passato, quindi, parte della dottrina aveva ritenuto la regola generale in discorso meramente ripetitiva delle disposizioni codicistiche⁵⁰. Tale impostazione tuttavia è stata

⁴⁸ Cfr. per la disciplina previgente M. MIOLA, *Sub Art. 21*, in CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza: d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, Torino, 2002, 164; VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e dir. privato*, 2000, 1051.

⁴⁹ F. ANNUNZIATA, *La Disciplina*, cit., 122; M. DE MARI-L. SPADA, *op. cit.*, 129; R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, VIII, Padova, 2004, 327; RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria (commento al d.leg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, Milano, 1998, 171; REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuali nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1994, I, 617.

⁵⁰ DI CHIO, *Regole di comportamento del nuovo intermediario polifunzionale*, in *Soc.*, 1991, 590; CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 56; SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*,

superata dal legislatore – prima, nazionale e, poi, comunitario – che ha specificato appunto che gli obblighi di diligenza e correttezza sono stati stabiliti “*nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati*”. Di talché correttezza e diligenza, di cui alla disciplina sui servizi di investimento, dovrebbero esprimere concetti più ampi di quelli sottesi alle norme codicistiche, agendo “*non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l’investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche più in generale (e in via di principio) in relazione allo svolgimento dell’attività economica come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e a garantire l’integrità del mercato*”⁵¹. Quindi, i difetti di correttezza e diligenza potrebbero rilevare non solo nell’ambito dei rapporti interprivati, ma anche in ottica pubblicistica, rendendo attivabile il procedimento amministrativo sanzionatorio a carico dell’intermediario responsabile.

Tuttavia, non è certo che attualmente tale sistema binario permanga completamente in essere, posto che la MiFID finalizza, almeno le regole di cui al proprio art. 19, esclusivamente alla migliore cura degli interessi dei clienti.

Il legislatore, quindi, ha sempre dedicato particolare attenzione ai doveri di correttezza, diligenza e trasparenza dell’intermediario finanziario, predisponendo in particolare obblighi informativi sempre

1994, 795; CASTRONOVO, *Il diritto civile nella legislazione nuova, la legge sull’intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1993, I, 315; CERA, *L’attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca Borsa*, 1994, I, 32 ss.

⁵¹ Così VENUTI, *op. cit.*, 1068 s.; G. ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l’armonizzazione dei modelli regolatori e per l’uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. e Impr.*, 2008, 889; LUCCHINI GUASTALLA, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. prev.*, 2005, 34; R. SENIGAGLIA, *Informazione contrattuale nella net economy e trasparenza del mercato*, in *Europa dir. priv.*, 2002, 234; G. ALPA, *Sub art. 21*, in ALPA-CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, Padova, 1998, 20.

più stringenti a carico dei soggetti abilitati, allo scopo di riequilibrare le posizioni di forza nell'ambito delle prestazioni contrattuali (la cd. "asimmetria contrattuale")⁵² e, quindi, in ultimo di tutelare il contraente debole⁵³. Per la precisione, il legislatore vuole proteggere l'investitore nel momento della scelta di investimento, garantendogli ogni mezzo conoscitivo, affinché possa effettuare tale scelta in modo consapevole⁵⁴. In questa maniera, il cliente dovrebbe essere adeguatamente tutelato e dovrebbe essergli attribuito (legittimamente) soltanto il rischio fisiologico dell'investimento di cui è stato reso edotto e che ha accettato in modo consapevole⁵⁵. Si realizza così una corretta e naturale distribuzione dei rischi, per cui si possono identificare le ipotesi in cui la perdita subita dall'investitore deriva dall'alea normale dell'investimento, da quelle invece in cui il danno è una conseguenza diretta dell'inadempimento dell'intermediario⁵⁶.

I criteri della correttezza, diligenza e trasparenza, quindi, rappresentano il modello di comportamento cui sono tenuti i soggetti abilitati nello svolgimento dei servizi di investimento.

In particolare, la regola di correttezza⁵⁷ svolge una funzione integrativa degli specifici doveri posti dalla disciplina di settore a

⁵² A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca Borsa*, 2006, I, 374.

⁵³ FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, in www.ilcaso.it; AMBROSOLI, *Doveri di informazione dell'intermediario finanziario e sanzioni*, in *Contratti*, 2005, 1105; R. COSTI, *Informazione*, cit., 720;

⁵⁴ D.U. SANTOSUOSSO, *La buona fede del consumatore e dell'intermediario nel sistema della responsabilità oggettiva (a proposito della responsabilità della Sim per illecito del promotore)*, in *Banca Borsa*, 1999, I, 54.

⁵⁵ MAFFEIS D., *Forme organizzative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 576.

⁵⁶ LO BUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Profili di tutela civile nei servizi di investimento*, Napoli, 1999, 192.

⁵⁷ FRANZONI, *Buona fede ed equità tra le fonti di integrazione del contratto*, in *Contr. e Impr.*, 1999, 83.

carico dell'intermediario, dal momento che comportarsi "correttamente" significa anzitutto informare l'investitore di qualsiasi circostanza necessaria per prendere consapevoli scelte di investimento. Il Regolamento Intermediari, in proposito, ha esplicitato ulteriormente il dovere di fornire informazioni corrette, individuando opportunamente – oltre all'obbligo di fornire informazioni "corrette, chiare e non fuorvianti" (art. 27 Regolamento Intermediari) – le specifiche condizioni che debbono essere soddisfatte per aversi informazioni appunto "corrette, chiare e non fuorvianti" (v. in particolare l'art. 28, co. 2 e ss., Regolamento Intermediari)⁵⁸. Oltre al dovere di informare adeguatamente il risparmiatore, la regola generale di correttezza si traduce in ogni caso in un dovere di "lealtà di comportamento" che permea tutte le diverse fasi del rapporto contrattuale. Più in generale, è riconducibile alla clausola di correttezza un dovere di agire in capo all'intermediario in modo tale da tutelare gli interessi del cliente, a prescindere da specifici obblighi contrattuali.

La regola di diligenza, invece, fornisce il mezzo per valutare il grado dell'adempimento dell'impresa di investimento⁵⁹. Al riguardo, si pensi all'art. 26 del Regolamento Intermediari Previgente che prevedeva, tra l'altro, il dovere dell'intermediario di acquisire una conoscenza

⁵⁸ L'art. 28, co. 2, del Regolamento Intermediari, ad esempio, prevede specificamente che le informazioni: (i) non devono sottolineare "gli eventuali vantaggi potenziali di un servizio di investimento o di uno strumento finanziario senza fornire anche un'indicazione corretta ed evidente di eventuali rischi rilevanti"; (ii) devono avere un contenuto e devono essere presentate "in modo che siano con ogni probabilità comprensibili per l'investitore medio del gruppo al quale sono dirette"; (iii) non devono celare, minimizzare o occultare "elementi o avvertenze importanti".

⁵⁹ A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1993, I, 292; M. MIOLA, *op. cit.*, 164. La Consob dal canto suo sembra invece attribuire funzione integrativa degli obblighi contrattuali al dovere, complessivamente considerato, di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza: così comunicazione del 15 settembre 2000, n. DIN/68690, in *Bollettino Consob*, 2000, 9, 71.

degli strumenti finanziari “*adeguata al tipo di prestazione da fornire*”. Oppure si consideri l’obbligo previsto dal Regolamento Intermediari di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere “*il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità [...], alla natura dell’ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione*” (v. art. 45, co. 1, Regolamento Intermediari).

Per quanto riguarda, invece, la regola sulla trasparenza⁶⁰, essa discende dal canone generale di correttezza e buona fede, che informa il codice civile. Si ritiene, in particolare, che tale regola riguardi principalmente le informazioni che devono essere fornite dall’intermediario all’investitore, le quali – per rispettare il principio della trasparenza – devono essere chiare e comprensibili.

Il criterio in parola è ben esplicitato dall’art. 27 del Regolamento Intermediari, il quale prevede – come accennato sopra – che “*tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti*”.

In tal modo, l’informazione, oltre ad essere trasmessa, deve essere comprensibile per l’investitore, in quanto l’obiettivo è consentire all’investitore di effettuare scelte di investimento consapevoli⁶¹. Il dovere di informazione, quindi, deve tener conto della capacità di comprensione del cliente e dovrà essere predisposta in modo

⁶⁰ Sul relativo concetto cfr. VENUTI, *op. cit.*, 1083; MORELATO, *Nuovi requisiti di forma nel contratto: trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Padova, 2006; E. MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca Borsa*, 1997, I, 96; G. ALPA, *Note minime sulla trasparenza dei contratti bancari e finanziari*, in *Vita notar.*, 1995, I, 559; G. ALPA, *La trasparenza del contratto nei settori bancario, finanziario, e assicurativo*, in *Giur. it.*, 1992, IV, 409; A. NIGRO, *La legge sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari: note introduttive*, in *Dir. banc.*, 1992, I, 422.

⁶¹ V. art. 27, co. 2, del Regolamento Intermediari.

differente a seconda delle caratteristiche del cliente medesimo. La finalità dell'informazione, infatti, non può essere evidentemente quella di colmare la differenza di conoscenza tra le parti, ma quella di permettere che l'investitore possa scegliere in maniera pienamente consapevole.

La necessità di adeguare l'informazione alle effettive capacità di comprensione del cliente è confermata, del resto, dallo stesso art. 21, lett. b, del TUIF, laddove precisa che il soggetto abilitato deve operare in modo tale che i clienti "*siano sempre adeguatamente informati*": da intendersi nel senso che l'informazione deve sempre essere "adeguata" al reale profilo dell'investitore⁶².

Passando più nello specifico degli obblighi di informazione posti a carico degli intermediari, è bene rilevare che la MiFID ha introdotto una disciplina particolarmente dettagliata degli obblighi di informazione posti a carico degli intermediari nel rapporto con gli investitori.

Prima di procedere oltre pare utile precisare – riallacciandoci a quanto già detto in tema di classificazione di clientela – che la maggior parte delle norme previste dalla MiFID in tema di obblighi informativi trova applicazione solo nei confronti dei clienti o potenziali clienti al dettaglio, i più bisognosi della massima tutela, e non anche nei confronti dei clienti professionali; ferma restando l'applicabilità anche ai clienti professionali dei principi generali espressi nell'art. 27 co. 1 del Regolamento Intermediari⁶³.

4.2.1 – Le informazioni da richiedere all'investitore

⁶² F. GRECO, *La regola dell'informazione nel nuovo regolamento Consob*, in www.ilcaso.it.

⁶³ Ciò è stato evidenziato dal CESR nel *consultation paper* del marzo 2004.

Anche nella legislazione precedente il recepimento della MiFID, l'art. 21, co. 1, lett. b, del TUIF, prevedeva che gli intermediari finanziari dovessero acquisire dai clienti ogni informazione necessaria ed opportuna, allo scopo di conoscere il profilo di rischio dell'investitore e, di conseguenza, rispettare il principio dell'adeguatezza dell'operazione di investimento. Tale dovere era poi specificato dall'art. 28, co. 1, lett. a, del Regolamento Intermediari Previgente, a mente del quale i soggetti abilitati dovevano *“chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio”*.

Anche prima delle recenti modifiche, quindi, era previsto il dovere dell'intermediario di acquisire informazioni ulteriori rispetto a quelle semplicemente già possedute, al fine di valutare l'adeguatezza degli investimenti da realizzare.

In questo modo, si è data attuazione nel nostro ordinamento alla duplice regola del *“know your customer”* e della *“suitability”*, per cui il soggetto abilitato doveva conoscere preventivamente le caratteristiche di investitore del proprio cliente e, sulla base di tali caratteristiche, realizzare operazioni di investimento coerenti con le stesse.

L'eventuale rifiuto del cliente di fornire le notizie richieste doveva, comunque, risultare da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore (v. art. 28, co. 1, lett. a, Regolamento Intermediari Previgente).

In ogni caso, anche di fronte al rifiuto dell'investitore di fornire informazioni, l'intermediario non era esonerato dall'obbligo di osservare la disciplina dell'adeguatezza prevista dall'art. 29 del

Regolamento Intermediari Previgente. Ciò era confermato non solo dall'art. 29, co. 2, del Regolamento Intermediari Previgente, ma anche dalla stessa Consob, la quale aveva precisato che, in caso di rifiuto da parte del cliente a fornire le informazioni richieste ex art. 28 co. 1 lett. a) del Regolamento Consob, la valutazione sull'adeguatezza dell'operazione disposta dall'investitore *“andrà condotta in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio anche alla luce della pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato ...)”*⁶⁴.

E, del resto, anche la maggior parte della giurisprudenza concorda sul punto, sostenendo che, in caso di rifiuto di fornire informazioni da parte del cliente, l'intermediario può valutare la propensione al rischio dell'investitore anche *“dalle scelte di investimento ed in generale, dal comportamento in precedenza tenuto dall'investitore”*⁶⁵; e inoltre *“l'adeguatezza dell'operazione ai sensi dell'art. 29 del regolamento Consob n. 11522/98, deve essere valutata alla luce delle informazioni rese agli investitori ed alla luce del complessivo grado di propensione al rischio desumibile dalla “storicità” del cliente”*⁶⁶.

Nel caso, poi, l'operazione si fosse rilevata inadeguata, per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione, l'art. 29 del Regolamento Intermediari Previgente prevedeva che l'intermediario fosse tenuto ad informare l'investitore di tale circostanza; l'investitore, dal canto

⁶⁴ Comunicazione Consob n. DI/30396 del 24 aprile 2000, in *www.consob.it*.

⁶⁵ Così Trib. Monza, 16 dicembre 2004, in *Redazione Giuffré*, 2005.

⁶⁶ Così Trib. Monza, 27 gennaio 2005, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, 134.

suo, poteva comunque decidere di dare corso all'operazione, a condizione che tale scelta fosse comunicata per iscritto.

Anche nel Regolamento Intermediari, attuativo della MiFID, il dovere dell'intermediario di acquisire informazioni dai clienti, nei servizi di consulenza e di gestione di portafogli, è strettamente collegato al giudizio sulla valutazione dell'adeguatezza dell'operazione interessata⁶⁷.

In particolare, al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza e gestione di portafogli, i soggetti abilitati ottengono dagli investitori le informazioni necessarie in merito: (i) alla loro conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio richiesto; (ii) alla loro situazione finanziaria; e (iii) ai loro obiettivi di investimento.

Al riguardo, la novità più rilevante è data dal fatto che – a differenza della precedente disciplina - se i soggetti abilitati, nel fornire il servizio di consulenza o di gestione di portafogli, non ottengono le informazioni indicate, non possono in assoluto prestare i predetti servizi (sul punto v. comunque meglio *infra*).

Allo stesso modo, nel caso di prestazione di servizi di investimento diversi dalla consulenza o dalla gestione di portafogli, ricorre il dovere dell'intermediario di acquistare le informazioni dai clienti soltanto in merito alla conoscenza ed esperienza nel settore d'investimento, al fine di procedere al differente giudizio dell'appropriatezza dello strumento o del servizio⁶⁸. Nel caso però di rifiuto di fornire le informazioni, i soggetti abilitati – a differenza di quanto accade per la consulenza e la gestione di portafogli –

⁶⁷ Art. 40 del Regolamento Intermediari.

⁶⁸ Art. 42 del Regolamento Intermediari.

possono ugualmente fornire il servizio, purché avvertano il cliente dell'impossibilità di svolgere il giudizio di appropriatezza (sul punto v. comunque meglio *infra*).

4.2.2 – Le informazioni da fornire all'investitore

La legge Sim – come sopra ricordato – prevedeva in maniera piuttosto dettagliata gli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento⁶⁹.

L'impostazione seguita successivamente dal TUIF e dal Regolamento Intermediari Previgente – prima quindi dell'applicazione della MiFID – voleva evitare l'eccessiva tipizzazione delle modalità informative, ponendo attenzione al principio dell'adeguatezza. Ciononostante, si poteva comunque individuare gli specifici obblighi di natura informativa che il soggetto abilitato doveva rispettare.

In particolare, nella fase precontrattuale, l'art. 28, co. 1, lett. b, del Regolamento Intermediari Previgente prevedeva l'obbligo di “*consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti*”, contenente indicazioni di carattere generale sulla natura e sui rischi degli investimenti in strumenti finanziari.

Nell'ambito contrattuale, invece, l'art. 28, co. 2, del Regolamento Intermediari Previgente prescriveva che il cliente ricevesse preventivamente una completa ed effettiva informativa sulle caratteristiche, la natura ed i rischi della specifica operazione di investimento da porre in essere. Tale disposizione - caratterizzandosi per essere una norma dal contenuto “aperto” - è stata oggetto di numerose interpretazioni da parte della

⁶⁹ SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 171.

giurisprudenza, nel tentativo di individuare il grado di approfondimento dell'informativa da rendere.

Si è così formato un ampio diritto pretorio sugli obblighi informativi contrattuali, dal momento che sono stati previsti a carico degli intermediari finanziari ulteriori obblighi non espressamente previsti dalla normativa di riferimento⁷⁰.

Sotto altro profilo, sembra opportuno rilevare in questa sede che, nell'applicazione della previgente disciplina, si è riscontrato un generale orientamento giurisprudenziale che ha attribuito scarso rilievo al rispetto degli obblighi precontrattuali - che sono stati ritenuti semplici adempimenti formali – attribuendo, invece, particolare importanza ai doveri di informativa contrattuale⁷¹. Ciò soprattutto a causa della natura standardizzata e generica dei documenti recanti l'informativa precontrattuale, ritenuta dalla giurisprudenza inadeguata a garantire all'investitore un'adeguata conoscenza dell'operazione trattata, introducendo così una sorta di scriminante a beneficio del risparmiatore: come se – trattandosi di un documento standardizzato – lo stesso potesse legittimamente correre il rischio di non considerarlo.

In seguito al recepimento della MiFID, per contro, la normativa di riferimento ha posto in particolare rilievo proprio gli obblighi informativi di natura precontrattuale, giacché colloca gran parte dei

⁷⁰ Così, ad esempio, si è ritenuto che l'intermediario finanziario avesse l'obbligo di consegnare al cliente anche il prospetto informativo dello strumento finanziario negoziato: così Trib. Genova 26 giugno 2006, n. 2525, in *Foro padano*, 2007, 1, 137.

⁷¹ Così, ad esempio, non si è ritenuto responsabile l'intermediario finanziario, il quale – sebbene avesse omesso di richiedere al cliente notizie circa il suo profilo di investitore – aveva in ogni caso informato il cliente medesimo dell'inadeguatezza dell'operazione richiesta: così App. Trieste 18 ottobre 2007, n. 554, inedita.

doveri di informativa prima della conclusione del contratto di investimento⁷².

Si pensi, in primo luogo, a tutte le informazioni di cui all'art. 27, co. 2, del Regolamento Intermediari che, prima della conclusione del contratto di investimento, l'intermediario deve fornire al cliente. Più nello specifico, ai sensi dell'art. 27, co. 2, del Regolamento Intermediari, il soggetto abilitato deve fornire le informazioni inerenti *“la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi”*.

A ciò si aggiunga che l'intermediario deve consegnare al cliente – sempre in fase precontrattuale - il documento recante la *policy* relativa alla gestione dei conflitti di interessi e il documento recante le modalità di esecuzione e trasmissione degli ordini (v. art. 29, co. 1, Regolamento Intermediari).

Con riferimento a tali obblighi informativi, poi, il Regolamento Intermediari prevede la possibilità che l'informativa sia contenuta in un documento standardizzato⁷³.

Tale espressa previsione normativa dovrà necessariamente essere tenuta in considerazione da parte della giurisprudenza che si andrà a formare sul tema degli obblighi informativi precontrattuali: con la conseguenza che dovrebbe superarsi il precedente orientamento giurisprudenziale, che ritiene irrilevante in modo automatico qualsiasi documento standardizzato. Il Giudicante allora non dovrà più preoccuparsi della natura standardizzata o meno del documento, quanto piuttosto della applicabilità o meno del contenuto del

⁷² B. MUSCO CARBONARO-A. PANTALEO, *Impatto della MiFID sul contenzioso tra banche e clienti – Gli obblighi informativi*, in AA. VV., *La MiFID in Italia – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., 926 ss.

⁷³ L'art. 27, co. 2, Regolamento Intermediari, infatti, stabilisce espressamente che le informazioni ivi contenute possano *“essere fornite in formato standardizzato”*.

documento in parola al caso concreto. A questo proposito è importante precisare, infatti, che la questione della documentazione standardizzata si porrà in termini diversi rispetto al passato, posto che, con l'introduzione della MiFID, l'informativa standardizzata viene predisposta da ciascun intermediario in considerazione dei servizi effettivamente svolti, delle concrete modalità con cui essi vengono prestati e delle caratteristiche dei clienti cui intendono rivolgersi: e non è più, quindi, come nel sistema previgente, in cui il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari era uguale per tutti gli intermediari, in quanto predisposto dalla Consob.

D'altra parte, anche per quanto riguarda gli obblighi informativi contrattuali, vale analoga possibilità di includere l'informativa in un documento standardizzato.

Al riguardo, l'art. 31 del Regolamento Intermediari - che sembra aver limitato l'oggetto degli obblighi informativi contrattuali individuati dalla giurisprudenza per l'applicazione della normativa previgente⁷⁴ - prevede che la descrizione fornita dall'intermediario *“illustra le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate”*.

Tale disposizione - che richiama una finalità pressoché identica a quella contenuta nell'art. 27, co. 2, del Regolamento Intermediari⁷⁵ - nello specificare esattamente il grado di intensità che l'informativa

⁷⁴ L'art. 31 del Regolamento Intermediari, infatti, contiene un'elencazione dettagliata del contenuto delle informazioni da fornire all'investitore. E tale elencazione dovrebbe essere considerata pressoché tassativa.

⁷⁵ Anche l'art. 27, co. 2, del Regolamento Intermediari, infatti, evoca la medesima finalità di consentire agli investitori di *“prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole”*.

nei confronti dell'investitore deve avere, evoca al contempo uno dei principi fondanti la disciplina MiFID: ossia fare in modo che gli investitori operino le proprie scelte di investimento in modo pienamente consapevole⁷⁶.

Ne consegue, dunque, che non rileva tanto la specificità delle informazioni da fornire, quanto piuttosto l'idoneità minima delle stesse a permettere al cliente di realizzare un investimento in modo effettivamente informato.

Emerge dall'impianto normativo così realizzato, la creazione di un sistema di tipo modulare che obbliga l'intermediario a rapportarsi con il cliente, tenendo conto delle sue effettive competenze e conoscenze, e garantendogli adeguate e comprensibili informazioni sui rischi delle operazioni che gli vengono prospettate.

“La ‘modularità’ dunque allontana la ‘modulistica’ obbligando l'intermediario a riflettere consapevolmente su approcci differenziati per una clientela diversificata”⁷⁷.

Da qui l'abbandono di quei meccanismi prettamente burocratici in cui gli intermediari “inondano” il cliente di moduli da sottoscrivere per sollevarsi da ogni responsabilità: meccanismi, invero, talmente deteriorati da non essere più in grado né di fornire una qualche utile informazione all'investitore, né tantomeno di esonerare dalla responsabilità i soggetti abilitati.

L'informazione modulare, “tagliata” sulle caratteristiche del cliente, garantirà quindi a quest'ultimo adeguate e comprensibili informazioni.

⁷⁶ G. FACCI, *op. cit.*, 30 ss.

⁷⁷ G. DI GASPARE, *Metamorfosi dei mercati finanziari e ambizioni della MiFID (riflessioni di un ex funzionario Consob)*, in AA. VV., *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. DE POLI, Padova, 2009, 102.

Da qui deriveranno una serie di vantaggi, non certo di poco conto, per l'intero sistema finanziario.

Innanzitutto, si otterrà (finalmente) la responsabilizzazione del risparmiatore: in presenza di informazioni comprensibili, infatti, il risparmiatore non potrà più nascondersi dietro il "paravento della non conoscenza", ma dovrà attivarsi responsabilmente per decidere come impiegare al meglio il proprio patrimonio, ben consapevole di essere responsabile delle conseguenze delle proprie scelte.

Secondariamente, gli operatori del mercato – una volta modificati i propri assetti organizzativi – potranno svolgere la propria attività in maniera molto più efficiente e potranno (effettivamente) competere in un mercato reso sempre più trasparente dalla immediatezza e dalla completezza delle informazioni.

Tutto ciò infine – pare il caso di precisare – dovrebbe contribuire a garantire l'integrità dei mercati finanziari.

4.3 – La disciplina dei contratti per la prestazione dei servizi di investimento

Dopo aver disciplinato gli obblighi informativi, il legislatore si è dedicato alla materia dei contratti per la prestazione dei servizi di investimento. La tutela dell'investitore, in effetti, poggia anche sulla previsione di specifiche norme che attengono alla predisposizione e alla conclusione dei contratti⁷⁸.

L'art. 23 del TUIF prevede, anzitutto, che i contratti relativi ai servizi di investimento siano redatti per iscritto⁷⁹ e che un'esemplare sia consegnato ai clienti. Precisamente, tale norma si riferisce al cd. "contratto quadro" (o "master agreement") che deve avere

⁷⁸ F. ANNUNZIATA, *La Disciplina*, cit., 143 ss.

⁷⁹ U. MORERA, *op. cit.*, 46; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 235 ss.

obbligatoriamente forma scritta soltanto se concluso con clienti al dettaglio.

Anche questa disposizione, quindi, è dettata nell'interesse degli investitori, al fine di assicurare un sufficiente grado di trasparenza e conoscibilità dei diritti e delle obbligazioni nascenti *ex contractu*.

Si tratta, peraltro, di una previsione non nuova – quantomeno per il sistema italiano – essendo stata prevista sin dalla legge SIM del 1991⁸⁰.

Alla obbligatorietà della forma scritta fa tuttavia eccezione – per certi versi inspiegabilmente - il contratto avente ad oggetto la consulenza finanziaria, tornata – come visto – ad essere un servizio di investimento sottoposto a riserva di legge.

La norma in commento prevede, poi, la sanzione della nullità nel caso di “*inosservanza della forma prescritta*” e specifica che detta nullità “*può essere fatta valere solo dal cliente*” (cd. “nullità relativa”)⁸¹, sottolineando così che la forma scritta è stata prevista nell'esclusivo interesse del risparmiatore.

Nella ricerca di garantire al cliente *retail* la massima trasparenza e un'informazione sempre più completa, il Regolamento Intermediari – dopo aver ribadito la necessità della forma scritta – ha fissato i contenuti minimi del contratto quadro⁸²; in particolare, ha previsto che tale contratto contenga obbligatoriamente tra l'altro le seguenti informazioni: (i) la descrizione dei servizi forniti; (ii) il tempo, le

⁸⁰ SANZO, *Evoluzione normativa in materia di forma degli ordini di borsa: le diverse fasi di un progressivo rigore a tutela dei “consumatori” e della trasparenza del mercato mobiliare*, in *Giur. it.*, 1998, 302 ss.

⁸¹ M. DE MARI-L. SPADA, *op. cit.*, 148; F. ANNUNZIATA, *La Disciplina*, cit., 144; R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996, *passim*.

⁸² F. CAPRIGLIONE, *Intermediari*, cit., 155.

modalità del rinnovo e la modificabilità del contratto; (iii) le modalità degli ordini e delle istruzioni; (iv) le modalità delle rendicontazioni⁸³.

Si addivene, quindi, ad una puntualizzazione dei contenuti negoziali del tutto nuova, che contribuisce a conferire maggiore certezza in ordine a diritti e obblighi delle parti⁸⁴.

A questo punto pare utile definire la natura del contratto tra gli intermediari e gli investitori.

Secondo autorevole dottrina⁸⁵, bisogna distinguere, da un lato, il contratto-quadro – che regola la prestazione dei servizi di investimento svolti dall'intermediario a favore dell'investitore - e, dall'altro, i singoli negozi conclusi, in esecuzione del contratto-quadro, con la sottoscrizione di un ordine da parte del cliente. In questo modo si ha una struttura contrattuale a doppio livello.

Gli ordini impartiti, nel tempo, dal cliente costituiscono autonomi contratti di compravendita di strumenti finanziari; ma tali contratti sono collegati (e derivano) dal contratto-quadro a monte, di cui rappresentano la fase attuativa, realizzando precisamente la prestazione che forma oggetto del contratto-quadro.

Ne consegue, quindi, che l'obbligo di forma scritta vale solo per il contratto quadro (detto anche, nell'ambito dell'interpretazione in discorso, "contratto normativo"), perché solo questo rientra tra i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, cui si riferisce il citato art. 23, comma 1, TUIF. L'obbligo in questione, invece, non è previsto per i singoli contratti di acquisto a valle, in

⁸³ Cfr. artt. 37 e 38 Regolamento Intermediari.

⁸⁴ F. CAPRIGLIONE, *La problematica*, cit., 6.

⁸⁵ V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, 904.

relazione ai quali la forma dell'accordo è quella prevista dallo stesso contratto-quadro⁸⁶ (sul punto v. meglio *infra*).

4.4 - Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento e il servizio di “execution only”

Prima del recepimento della MiFID, il criterio di adeguatezza si ritrovava nell'ordinamento italiano, nella sua accezione negativa di “inadeguatezza”, in sede di attuazione del TUIF. L'art. 29 del previgente Regolamento Intermediari n. 11522/98 stabiliva, infatti, al comma 1, che “*gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione*”. A tal fine, nel successivo comma 2, veniva precisato che “*gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati*”.

Particolare rilievo assumeva la disposizione contenuta nel comma 3: “*gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o*

⁸⁶ Altra autorevole dottrina qualifica, invece, il rapporto tra intermediario e investitore come un contratto di mandato in cui le singole operazioni costituiscono atti esecutivi del mandato medesimo: così F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. Impr.*, 2008, 1 ss.; F. GALGANO, *I contratti di investimento*, cit., 889 ss.; conformi anche: G. FACCI, *op. cit.*, 87 s.; M. TORDOROVA, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008, 1307 ss.; V. ROVITO-L. PICARDI, *Commento sub art. 23*, in AA. VV., *Commentario al T.U.F.* diretto da CAMPOBASSO, Torino, 2002, 200; nonché Trib. Milano, 25 luglio 2005, n. 8671, in *Danno e resp.*, 2005, 1227 ss.

su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute” (cd. “suitability rule”). La procedura di avviso (di disclosure) prevista dal comma 3 era il vero asse portante dell’intera disposizione, da ricondurre – sotto il profilo privatistico – al novero degli obblighi di informazione nella fase delle trattative⁸⁷.

Anche la MiFID – come già accennato - prevede l’obbligo per l’intermediario di effettuare la “valutazione di adeguatezza”, precisando tuttavia che tale giudizio deve essere svolto dal soggetto abilitato soltanto quando lo stesso presta (i) consulenza in materia di investimenti o (ii) gestione di portafogli di investimento. Al contempo, la MiFID prevede anche la (differente) “valutazione di appropriatezza”, nel caso l’intermediario presti un servizio di investimento diverso dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafoglio (i.e.: servizi di negoziazione per conto proprio, ricezione e trasmissione ordini, assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile).

La “valutazione di adeguatezza”, quindi, che nella previgente disciplina interna era unica, nel regime MiFID viene sdoppiata nel giudizio di “adeguatezza” e di “appropriatezza”, aventi un diverso ambito di applicazione, diverse funzioni e diverse caratteristiche.

4.4.1 – La valutazione di adeguatezza

Il giudizio di adeguatezza viene disciplinato dall’art. 19, par. 4 della MiFID e dall’intero art. 35 della Direttiva II: previsioni poi recepite in ambito nazionale dagli artt. 39 e 40 del Regolamento Intermediari.

Come già accennato, una prima, essenziale, distinzione con la previgente normativa interna si coglie con riferimento all’ambito di

⁸⁷ A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Soc.*, 2005, 1012.

applicazione della disciplina: mentre gli artt. 21 TUIF e 28 Regolamento Consob n. 11522/98 – prima quindi del recepimento della MiFID – richiama il requisito dell'adeguatezza dell'operazione per quanto attiene alla prestazione di tutti i servizi di investimento e accessori, l'art. 19 par. 4 della MiFID (art. 39 del Regolamento Intermediari) prende in considerazione esclusivamente (i) la consulenza in materia di investimenti e (ii) la gestione patrimoniale⁸⁸.

Quanto poi alla definizione del giudizio di adeguatezza, essa si rinvia nel medesimo art. 19 par. 4 della MiFID (e quindi anche nell'art. 39 del Regolamento Intermediari): trattasi di un'operazione logico/deduttiva il cui fine è quello di consentire all'impresa di investimento di raccomandare strumenti finanziari e servizi di investimenti che siano adatti al cliente.

Più articolato il discorso sul contenuto della valutazione di adeguatezza. L'art. 19 par. 4 (art. 39 del Regolamento Intermediari) stabilisce che tale giudizio viene svolto dall'impresa di investimento previa assunzione di informazioni dal cliente o potenziale cliente: rimane dunque fermo il principio tale per cui la valutazione di adeguatezza passa necessariamente attraverso l'assunzione di informazioni dal cliente, analogamente alla previgente previsione dell'art. 29 Regolamento Consob n. 11522/98.

Le informazioni così assunte dall'investitore hanno un duplice oggetto:

- I. esse riguardano alle conoscenze ed esperienze del cliente (o potenziale cliente) in materia di investimenti

⁸⁸ Cfr. Circolare Assoreti del 20 dicembre 2006, in *www.assoreti.it*.

relativamente allo specifico tipo di prodotto o di servizio; e inoltre

II. attengono alla propria situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento⁸⁹. In particolare, per quanto riguarda la situazione finanziaria del cliente, le informazioni possono includere: dati sulla fonte e sulla consistenza del suo reddito regolare, delle sue attività, comprese le sue attività liquide, dei suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari; mentre, le informazioni concernenti gli obiettivi di investimento possono comprendere: dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento⁹⁰.

Il gruppo di informazioni del punto I. viene sostanzialmente a coincidere con le informazioni richieste per la valutazione di appropriatezza (v. *infra* par. 3.4.2), costituendo invece il gruppo di cui al punto II. lo specifico della valutazione di adeguatezza.

L'art. 35 par. 1 Direttiva II e il corrispondente art. 40, co. 1 del Regolamento Intermediari ritengono soddisfatto il requisito dell'adeguatezza ricorrendo congiuntamente i seguenti tre requisiti ivi indicati e richiamati:

- (a) viene ritenuta adatta l'operazione corrispondente agli obiettivi di investimento del cliente;

⁸⁹ Cfr. art. 39 co. 1, lett. a, b e c del Regolamento Intermediari.

⁹⁰ Cfr. art. 39, co. 3 e 4, del Regolamento Intermediari.

- (b) è necessario che l'operazione sia finanziariamente sopportabile dal cliente, avuto riguardo a qualsiasi rischio che abbia a manifestarsi e compatibilmente con gli obiettivi di investimento che l'investitore aveva prefissato. Tale richiamo alla valutazione di "sopportabilità" è innovativo, pur dovendo la stessa essere condotta con riguardo a riferimenti ben noti (gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria). A tal proposito, pare opportuno sottolineare che tale valutazione non può essere intesa con riferimento alla media dei casi, a quello che normalmente accade; ma essa – ben più prudenzialmente – ha riguardo a "qualsiasi rischio" (in ipotesi, anche a quello non consueto ed improbabile) che possa sorgere dall'effettuazione dell'investimento;
- (c) il requisito dell'adeguatezza è infine soddisfatto quando l'investitore possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione. Tale ultimo requisito richiama le "esperienze" e le "conoscenze" già viste nell'art. 19 par. 4 della MiFID, anche se in questo caso il requisito di conoscenza ed esperienza in oggetto è più mirato e circostanziato, atteso che non si riferisce alla mera conoscenza ed esperienza dell'investitore sullo specifico prodotto o servizio,

ma ha riguardo alla particolare conoscenza ed esperienza che si rendano necessarie per valutare il rischio inerente alla specifica operazione.

Ove il cliente sia professionale, e l'investimento rientri tra quelli in relazione ai quali detto cliente viene appunto qualificato come professionale, l'impresa di investimento può presumere che egli abbia il livello di conoscenze ed esperienze necessario: e cioè che il requisito *sub* lettera c sia di per sé soddisfatto⁹¹.

Analogamente – ove il cliente sia definito come professionale – l'art. 35 della Direttiva II e il corrispondente art. 40 co. 3 del Regolamento Intermediari prevedono un'altra presunzione, questa volta riferita al requisito *sub* lettera b: ossia che l'investitore sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi. Tale presunzione tuttavia vale soltanto per la consulenza in materia di investimenti.

Ciò posto, nel caso in cui l'intermediario pervenga ad un giudizio di non adeguatezza, l'operazione non può essere eseguita, essendo preclusa ogni possibilità per l'investitore di autorizzarne l'esecuzione. È chiaro qui il maggiore rigore – rispetto alla normativa previgente - della disciplina introdotta dalla MiFID, la quale non ammette alcuna possibilità di eseguire operazioni non adeguate al profilo di rischio dell'investitore. Da questo punto di vista, quindi, la nuova disciplina assicura un grado di tutela assoluta al risparmiatore, il quale – nell'ambito dei servizi di consulenza e gestione - non potrà realizzare un'operazione inadeguata neppure nel caso in cui ne sia perfettamente consapevole e ne accetti il rischio.

⁹¹ Cfr. art. 40 co. 2 del Regolamento Intermediari.

L'art. 35 ultimo paragrafo e il corrispondente art. 39 co. 6 del Regolamento Intermediari, infine, contengono una disposizione di notevolissimo rilievo. Viene ivi previsto che, ove l'impresa di investimento non riceva le informazioni di cui sopra – attraverso le quali è possibile compiere la valutazione di adeguatezza – la stessa non potrà dar corso al servizio di consulenza o di gestione patrimoniale.

Anche qui è più che evidente la differenza con la previgente disciplina: ai sensi dell'art. 28 del Regolamento Consob n. 11522/98 era consentito infatti eseguire l'investimento anche se il cliente si fosse rifiutato di fornire le informazioni richieste. Nel regime della MiFID, invece, tale rifiuto non potrà più essere superato attraverso alcun meccanismo di *disclosure*, venendo a costituire l'attribuzione di informazioni all'impresa di investimento vera e propria condizione di efficacia del rapporto di investimento⁹².

Alla luce di quanto sopra, si ricava chiaramente che il regime della MiFID in tema di adeguatezza è - rispetto a quello previgente interno, fondato sugli artt. 28 e 29 Regolamento Consob n. 11522/98 – da una parte, maggiormente permissivo avuto riguardo alla posizione degli intermediari, in quanto prevede il requisito dell'adeguatezza per la sola consulenza finanziaria e la gestione patrimoniale (essendo sufficiente il requisito dell'appropriatezza per

⁹² Al riguardo, la Circolare Assoreti del 20 dicembre 2006 ha rilevato la necessità di interpretare restrittivamente l'ambito operativo del servizio di consulenza, al fine di evitare che – ove il cliente abbia rifiutato di fornire informazioni – non si possano prestare di fatto molti servizi (che potrebbero prevedere il servizio di consulenza). In particolare la Circolare ha sottolineato il rischio “che la promozione personalizzata di un prodotto o di un servizio, sino ad oggi attratta, sostanzialmente, al regime del servizio di collocamento, possa adesso sfociare nel servizio di consulenza. La preoccupazione principale, dunque, è quella di limitare l'ambito di estensione del servizio di consulenza e, conseguentemente, l'ambito di applicazione della regola dell'adeguatezza”. Ciò in quanto “se il cliente non fornisse le informazioni necessarie, la raccomandazione non potrebbe essere prestata”.

quanto attiene agli altri servizi di investimento); ma, dall'altra, più rigoroso, in quanto prevede, anzitutto, che in caso di giudizio di non adeguatezza l'operazione di investimento non potrà mai essere eseguita; e in secondo luogo, che la valutazione di adeguatezza non potrà mai prescindere dall'assunzione di informazioni dal cliente, neppure quando questi ritenga di non doverle fornire e di ciò risulti attestazione.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, si osserva d'altro canto come il legislatore comunitario abbia previsto – si direbbe, finalmente - una particolare attenzione al coinvolgimento in prima persona della clientela, alla quale è assegnato un rilevante livello di responsabilità ed un altrettanto intenso onere di collaborazione, in mancanza del quale il servizio non potrà essere prestato⁹³. Con questo nuovo assetto, si auspica quindi anche un cambiamento delle abitudini dei risparmiatori, i quali in buona parte delle vicende del cd. "risparmio tradito" non sono sembrati aver prestato particolare attenzione e partecipazione alle operazioni di investimento che gli stessi andavano realizzando.

Alla luce, dunque, della nuova regola di adeguatezza che esclude qualsiasi possibilità di realizzare un'operazione non adeguata, questione centrale, per valutare la condotta del soggetto abilitato, sarà la corretta predisposizione del giudizio di adeguatezza da parte dell'intermediario.

Estrema importanza nei rapporti con gli investitori dovrebbe quindi assumere la fase precontrattuale, in quanto le informazioni che il soggetto abilitato è obbligato ad utilizzare dovranno, rispetto al passato, essere più dettagliate al fine di consentire un'efficace

⁹³ FIORIO, *op.cit.*; F. CAPRIGLIONE, *Intermediari*, cit., 161.

valutazione di adeguatezza. Pertanto, potrebbe essere causa di responsabilità, ad esempio, la condotta dell'intermediario che, pur prestando il servizio richiesto, abbia omesso di ottenere le informazioni necessarie e sufficienti per consentire il giudizio di adeguatezza.

Nel complesso, il sistema di valutazione dell'adeguatezza, così come introdotto dalla MiFID, dovrebbe garantire una maggiore tutela per i risparmiatori, a tacer d'altro per la ragione che non dovrebbero più ricorrere quelle situazioni di incertezza nelle valutazioni di adeguatezza delle singole operazioni di investimento, dovute per lo più alla mancanza di adeguate informazioni sulle caratteristiche del risparmiatore.

Anche sotto questo profilo, quindi, l'intervento della MiFID si traduce in una forte spinta verso una sempre maggiore chiarezza dei rapporti tra risparmiatori e intermediari: chiarezza che dovrebbe contribuire a garantire una maggiore tutela degli investitori, migliorando di conseguenza anche la fiducia dei mercati.

4.4.2 – La valutazione di appropriatezza

Il giudizio di appropriatezza viene disciplinato dall'art. 19, par. 5 della MiFID e dagli artt. 36 e 37 della Direttiva II: previsioni poi recepite in ambito nazionale dagli artt. 41 e 42 del Regolamento Intermediari.

Anche in questo caso, occorre innanzitutto circoscrivere l'ambito di applicazione della disposizione: il giudizio di appropriatezza si rende necessario nella prestazione di tutti i servizi di investimento, ad eccezione (i) della consulenza in materia finanziaria, (ii) della gestione patrimoniale, e (iii) dei servizi di investimento consistenti unicamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione ordini del cliente (cd. "*execution only*").

Analogamente al giudizio di adeguatezza, anche quello di appropriatezza ha ad oggetto un'operazione logico/deduttiva che consente all'impresa di investimento di valutare se gli strumenti finanziari e i servizi di investimento in questione sono o meno adatti al cliente. Dal punto di vista degli obiettivi quindi la valutazione di adeguatezza e quella di appropriatezza sono identiche.

Per quanto concerne il contenuto della valutazione di appropriatezza, esso ha riguardo alle conoscenze ed esperienze in materia di investimenti relativamente al tipo specifico di prodotto o di servizio. Si tratta della medesima valutazione di conoscenza e di esperienza che - come si è visto sopra - costituisce una componente necessaria, ma non sufficiente, della adeguatezza.

In altri termini, il giudizio di adeguatezza presuppone il positivo riscontro di quello di appropriatezza, oltre alla valutazione della situazione patrimoniale e degli obiettivi di investimento del cliente. Si può sostenere, quindi, che l'ambito della valutazione di adeguatezza contiene quella della appropriatezza, ma non si esaurisce in essa.

L'art. 36 par. 1 della Direttiva II e il corrispondente art. 42 co. 1 del Regolamento Intermediari ritengono soddisfatto il requisito di appropriatezza, quando l'investitore possiede il livello di esperienze e conoscenze necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta. Con tutta evidenza si tratta di una formulazione del tutto analoga a quella contenuta in tema di adeguatezza nell'art. 35 par. 1 Direttiva II, lett. c) e nel corrispondente art. 40, co. 1, lett. c) del Regolamento Intermediari.

In tale contesto, poi, l'art. 37 della Direttiva II detta disposizioni, recepite in Italia dall'art. 39, comma 2, del Regolamento Intermediari,

comuni ad entrambi i giudizi di adeguatezza e di appropriatezza, prevedendo, in particolare, che *“le informazioni riguardanti le conoscenze e le esperienze del cliente o potenziale cliente”* includono i seguenti elementi: *“a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; c) il livello di istruzione e la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente o del potenziale cliente”*. Si tratta di indici informativi che – come detto – erano già stati fatti propri, diversi anni or sono, prima dalla Consob che – come già ricordato – aveva avuto modo di precisare che: *“gli intermediari non sono esonerati dall’obbligo di valutare l’adeguatezza dell’operazione disposta dal cliente anche nel caso in cui l’investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso, la valutazione andrà condotta, in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l’intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio del cliente alla luce anche della pregressa ed abituale operatività; situazione del mercato)”*⁹⁴. E poi anche dalla giurisprudenza maggioritaria che, appunto, aveva (ed ha) assunto come indici di adeguatezza: l’età, la professione, la pregressa ed abituale operatività dell’investitore, la frequenza delle operazioni etc.⁹⁵.

⁹⁴ Cfr. comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000, in *www.Consob.it*.

⁹⁵ SANGIOVANNI, *La responsabilità dell’intermediario nel caso CIRIO e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *I Contratti*, 2006, 686; SANGIOVANNI, *La violazione delle regole di condotta dell’intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *I Contratti*, 2006, 1133. Cfr., inoltre, *inter alia*, Trib.

Si può sostenere, quindi, che la MiFID ha tenuto in forte considerazione le interpretazioni svolte, nell'ambito di fattispecie concrete, dalle Autorità di Vigilanza e dalla giurisprudenza maggioritaria, facendole poi proprie e introducendole esplicitamente nel proprio testo normativo. Un'ulteriore dimostrazione dell'approccio il più possibile concreto e realistico assunto dal legislatore comunitario in questa materia.

La MiFID, d'altro canto, si è preoccupata di formulare un'importante precisazione - volta a tutelare l'impresa di investimento dagli effetti di possibili "inesattezze" comunicategli dal cliente -: per la precisione, è stato previsto che l'intermediario finanziario ha il diritto di fare affidamento sulle informazioni fornite dai suoi clienti, a meno che le stesse non siano manifestamente inesatte.

Più che chiaro – e sicuramente condivisibile – l'intento del legislatore di responsabilizzare il cliente nel momento in cui lo stesso è chiamato a fornire le informazioni in questione all'intermediario, sottolineando l'estrema importanza di tale attività. In passato, infatti, troppo spesso sia le imprese di investimento, sia gli stessi investitori, non hanno affatto tenuto nella giusta considerazione una fase del servizio di investimento, in realtà, cruciale: se si fosse dato il giusto peso a tale momento, con molta probabilità, si sarebbero potute evitare molte tra le numerosissime "delusioni finanziarie" subite dagli investitori negli ultimi anni.

Ove il cliente sia professionale, e l'investimento rientri tra quelli in relazione ai quali detto cliente viene appunto qualificato come professionale, l'impresa di investimento può presumere che egli abbia il livello di conoscenze ed esperienze necessario: nuovamente

Roma 31 marzo 2005, in *Foro It.*, 2005, I, 2538 ss.; Trib. Brindisi 21 febbraio 2005, in *www.ilcaso.it*.

in analogia con quanto previsto relativamente al giudizio di adeguatezza.

La norma esaminata nel paragrafo precedente, che impedisce l'erogazione del servizio di consulenza e di gestione del portafoglio, ove l'intermediario non ottenga informazioni dal cliente, non si applica invece nel giudizio di appropriatezza, che può essere compiuto anche a prescindere da tali informazioni.

È necessario tuttavia che, a tal fine, l'impresa di investimento svolga la necessaria attività di *disclosure*. Qualora l'intermediario ritenga che lo strumento o il servizio di investimento sia inappropriato avverte il cliente di tale situazione. Allo stesso modo, laddove il cliente ritenga di non fornire informazioni circa le sue conoscenze ed esperienze oppure nel caso di informazioni insufficienti, l'impresa di investimento avverte il cliente che tale situazione impedirà di valutare l'appropriatezza dello strumento o del servizio.

Da ciò consegue che il rilascio da parte del cliente o del potenziale cliente delle più limitate informazioni personali ai fini della valutazione di appropriatezza – diversamente dai servizi per cui è necessario il giudizio di adeguatezza - non costituisce condizione per lo svolgimento dei servizi connessi a tale valutazione.

Alla luce di quanto sopra emerso, quindi, le disposizioni previste dalla MiFID in tema di adeguatezza e di appropriatezza sembrerebbero ispirarsi anzitutto al principio, in base al quale la tutela dell'investitore viene garantita soprattutto con rimedi informativi. Concorde con tale visione è del resto autorevole dottrina, secondo cui *“gli obiettivi di tutela dei risparmiatori si perseguono, secondo l'indirizzo ormai invalso in sede comunitaria in tutti i settori*

*che coinvolgono gli interessi economici dei consumatori, attraverso l'acquisizione e la trasmissione di informazioni*⁹⁶.

Con il suddetto principio convive non di meno anche quello di proporzionalità e gradualità della tutela, in base al quale viene garantita maggiore protezione agli investitori più inesperti (e quindi più bisognosi di tutela) - che in quanto tali dovrebbero avvalersi soltanto dei servizi per cui vige il regime più rigoroso dell'adeguatezza⁹⁷ -; mentre viene assicurata una minore tutela a quegli investitori più esperti che decidono – confidando sulle proprie conoscenze ed esperienze – di avvalersi degli altri servizi di tipo meramente esecutivo (*inter alia*: negoziazione e ricezione e trasmissione ordini), per cui vige il (differente) regime, per così dire più blando, dell'appropriatezza.

4.4.3 – Il servizio di “execution only”

La MiFID ha introdotto un nuovo servizio denominato “*execution only*”, nella prestazione del quale l'impresa di investimento è sollevata dal giudizio di *suitability* – e prima ancora, dall'acquisire informazioni sull'investitore -, al fine di garantire al risparmiatore la massima velocità di transazione e, in generale, la massima efficienza dell'intero sistema.

In particolare, gli intermediari, quando prestano servizi di investimento che consistono unicamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente, con necessaria esclusione di qualsivoglia profilo consulenziale, possono operare senza che sia necessario ottenere le informazioni o procedere alla

⁹⁶ Così G. ALPA, *La direttiva*, cit., 742.

⁹⁷ Ossia i servizi con più alto valore aggiunto garantito dall'intermediario: consulenza e gestione di portafogli.

valutazione di adeguatezza, purché si sia in presenza delle seguenti condizioni:

- (i) i servizi in parola siano connessi solo a determinati titoli “non complessi”, fra i quali sono comunque da comprendere le azioni quotate, le obbligazioni (con esclusione di quelle strutturate), le quote di fondi comuni, gli strumenti del mercato monetario;
- (ii) il servizio sia reso “ a iniziativa del cliente”;
- (iii) il cliente sia stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l’impresa di investimento non è tenuta a valutare la *suitability*;
- (iv) l’intermediario rispetti i doveri impostigli in tema di conflitti di interessi⁹⁸.

Tale nuova previsione da parte del legislatore comunitario che ha l’evidente vantaggio di “alleggerire” - solo in alcune ipotesi specifiche - gli articolati meccanismi dell’intermediazione finanziaria e, con ciò, di perseguire una maggiore efficienza dell’intero sistema, è stata accolta da una parte della dottrina con una certa preoccupazione: si è sostenuto, infatti, che con tale servizio il legislatore comunitario avrebbe consentito il venir meno del principale compito di assistenza all’investitore che dovrebbe essere riconosciuto in capo all’intermediario⁹⁹.

Invero, non si dovrebbe dimenticare che il servizio in commento rientra comunque in un *corpus* normativo basato sul generale principio “*know your customer*” e che tale principio viene derogato – in estrema sintesi – soltanto laddove si tratti di strumenti finanziari standard, i cui meccanismi di funzionamento ricalchino schemi

⁹⁸ Cfr. artt. 43 e 44 del Regolamento Intermediari.

⁹⁹ Cfr. M. DE MARI-L. SPADA, *op. cit.*, 139 ss.

ampiamente collaudati e conosciuti oppure di agevole comprensione per investitori avveduti. Pertanto, il rischio per l'investitore è davvero ridotto. A ciò si aggiunga, d'altro canto, che le regole previste per il servizio *de quo* non sono altro che l'ennesima espressione del legittimo principio – già richiamato – della gradualità e proporzionalità della tutela dell'investitore: investitore che quindi è chiamato ad effettuare scelte responsabili, dovendo operare solo per quei servizi di investimento e per quelle operazioni che è in grado di comprendere realmente.

Si dovrebbe raggiungere, quindi, un virtuoso equilibrio tra la tutela degli investitori e un efficiente funzionamento del mercato. Efficienza che – vale la pena precisarlo – si estende anche agli investitori medesimi.

4.5 – *Best execution*

Il concetto di *best execution* viene inteso come l'obbligo per l'intermediario di adoperarsi affinché gli ordini dei clienti siano eseguiti alle migliori condizioni possibili - in termini di prezzo di vendita o di acquisto - considerato il momento, le dimensioni e la natura dell'operazione interessata.

Nel vigore della disciplina previgente la MiFID, le migliori condizioni erano presunte qualora l'ordine fosse eseguito in un mercato regolamentato: circostanza all'epoca notevolmente diffusa, atteso il generale obbligo di concentrazione degli scambi allora vigente¹⁰⁰.

Con la MiFID è stata introdotta un'importante riforma in tema di *best execution*, che ha implicato, tra l'altro, l'abbandono dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati e della

¹⁰⁰ F. SARTORI, *Le regole*, cit., 242; M. DE MARI-L. SPADA, *op. cit.*, 145 ss.

conseguente “presunzione di *best execution*” per le operazioni ivi eseguite¹⁰¹.

Nel quadro normativo formatosi con il recepimento della MiFID, si trovano quindi a competere tra loro diverse possibili sedi di esecuzione degli ordini dei clienti, tra cui: mercati regolamentati, MTF, internalizzatori sistematici e negoziatori in conto proprio. L’obiettivo che il legislatore comunitario ha inteso perseguire con tale competizione è soprattutto quello di favorire l’efficienza dei mercati e, con essa, gli interessi degli investitori finali. Invero, tale obiettivo è perseguito – non soltanto mettendo in competizione tra loro diverse sedi di esecuzione – ma anche attraverso l’introduzione di regole e presidi organizzativi e procedurali - che tutti gli intermediari sono tenuti ad applicare – finalizzati a selezionare i migliori *brokers* e le migliori sedi di esecuzione ove eseguire gli ordini dei clienti¹⁰².

Le regole sulla *best execution* – previste dall’art. 21 della Direttiva I e dagli artt. 44, 45 e 46 della Direttiva II (tutti recepiti dagli artt. 45-48 del Regolamento Intermediari) - si applicano a tutti gli ordini impartiti dai clienti che abbiano ad oggetto strumenti finanziari e con riferimento sia ai servizi di esecuzione, sia a quelli di ricezione e trasmissione ordini e di gestione di portafogli. Tali norme, invece, non trovano applicazione soltanto nel caso in cui il cliente impartisca istruzioni specifiche all’intermediario oppure lo stesso sia una controparte qualificata.

L’obbligo centrale in tema di *best execution* è quello di adottare *ex ante* una strategia di esecuzione degli ordini dei clienti che, per ciascun tipo di strumento finanziario trattato dall’intermediario,

¹⁰¹ M. DE MARI-L. SPADA, *op. cit.*, 147 ss..

¹⁰² D. NERVEGNA, *La best execution: l’execution policy e la transmission policy*, in AA. VV., *La MiFID in Italia – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., 523 ss.

individui: (i) le sedi di esecuzione che consentono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per il cliente e (ii) i criteri per la scelta della sede di esecuzione tra quelle previste dalla strategia di esecuzione.

È bene precisare che, per il legislatore comunitario, il “miglior risultato possibile” è un concetto relativo: esso è il frutto della combinazione dei seguenti fattori predeterminati dal legislatore: (i) il prezzo, (ii) i costi, (iii) la rapidità e la probabilità di esecuzione e di regolamento, (iv) le dimensioni, (v) la natura dell'ordine, e (vi) qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini dell'esecuzione dell'ordine. In particolare, dovrà essere l'intermediario, nel predisporre la propria strategia di esecuzione, a decidere l'importanza (e quindi il peso) da attribuire a ciascun fattore di esecuzione, tenendo in considerazione le caratteristiche: (i) del cliente, (ii) dell'ordine, (iii) degli strumenti finanziari oggetto dell'ordine, e (iv) delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto. Ogni intermediario, quindi, avrà il proprio “miglior risultato possibile” in base alla propria strategia. L'intermediario, laddove ad esempio volesse rivolgersi alla clientela *retail*, dovrebbe sicuramente attribuire maggiore importanza ai fattori relativi al prezzo e ai costi (cd. *total consideration*). Per la clientela professionale, invece, in taluni casi altri fattori potrebbero essere più importanti rispetto al prezzo e ai costi: come, ad esempio, la rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento.

Atteso quindi che il “miglior risultato possibile” è sostanzialmente deciso dall'intermediario – sebbene ovviamente entro i limiti sopra precisati – la MiFID prevede che la strategia di esecuzione venga comunicata ai clienti prima della prestazione di qualsiasi servizio. In

particolare, l'art. 46 del Regolamento Intermediari stabilisce che l'intermediario è tenuto a fornire ai propri clienti – in tempo utile prima della prestazione del servizio - informazioni appropriate e in forma scritta circa la strategia di esecuzione da esso adottata, affinché questi siano posti nelle condizioni di decidere in maniera informata se avvalersi o meno dei servizi di *brokeraggio* offerti dall'intermediario medesimo. Solo in questo modo, infatti, i clienti sono in grado di valutare la validità della strategia di esecuzione dell'intermediario e, in particolare, l'importanza relativa assegnata dallo stesso ai diversi fattori di esecuzione.

Tale strategia dovrà, quindi, essere espressamente accettata dal cliente.

L'assolvimento degli obblighi di *best execution* si concreta dunque nel rispetto da parte dell'intermediario di una serie di norme di condotta ed organizzative.

La MiFID, pertanto, non impone all'intermediario di ottenere il miglior risultato possibile in assoluto per quel concreto ordine, bensì di applicare quelle regole, misure e criteri che costituiscono la strategia di esecuzione.

Da ciò consegue chiaramente che l'intermediario che dimostri di aver adottato una strategia di esecuzione conforme ai principi MiFID e di aver eseguito l'ordine secondo detta strategia, accettata dal cliente, dimostra altresì di aver rispettato le regole di *best execution*.

Sulla scorta del quadro normativo così predisposto, si può rilevare che, se da un lato la normativa così introdotta può avere il pregio di favorire una reale competizione tra intermediari, dall'altro lato, tuttavia potrebbe esservi il rischio che la regola della *best execution* sia pressoché svuotata di significato.

È chiaro, infatti, che l'investitore non può avere proprio alcuna garanzia che il proprio ordine abbia la migliore esecuzione possibile e, quindi, neppure potrebbe contestare alcunché nel caso trovasse una sede di esecuzione migliore rispetto a quella utilizzata dal proprio intermediario, posto che quest'ultimo si libererebbe da qualsiasi responsabilità semplicemente dimostrando di aver seguito scrupolosamente l'articolato procedimento previsto per la *best execution*.

Ciò posto, ci si chiede, quindi, se la *best execution* così concepita abbia in realtà ancora un qualche significato o piuttosto non sia meglio abolirla totalmente, richiamandosi esclusivamente ai principi generali dell'art. 19 co. 1, della Direttiva I di agire "*in modo equo, onesto e professionale*". Ed evitando così una pressoché inutile burocratizzazione dell'esecuzione degli ordini.

4.6 - Conflitto di interessi

L'affermazione in ambito europeo e internazionale del modello di banca universale ha posto immancabilmente un rilevante quanto delicato problema. Tale modello, infatti, se, da un lato, consente agli intermediari finanziari una possibile maggiore efficienza (dovuta anzitutto alle conseguenti economie di scala), dall'altro – prevedendo l'esercizio di molteplici attività da parte del medesimo soggetto giuridico - comporta inevitabilmente maggiori rischi: su tutti quello del conflitto di interessi.

Il tema del conflitto di interessi ha assunto negli ultimi anni una rilevanza crescente anche a seguito dei gravi scandali finanziari che hanno intaccato la fiducia degli investitori, minacciando l'integrità stessa dei mercati.

Il legislatore comunitario era perfettamente consapevole dell'importanza del tema in parola, tanto da collocare le principali norme dedicate ai conflitti di interesse nel capo I (intitolato "Condizioni e procedure per l'autorizzazione") del titolo II della MiFID (rubricato "Condizioni per l'autorizzazione e l'esercizio delle attività applicabili alle imprese di investimento"). In altri termini, il legislatore comunitario ha ritenuto che un'impresa di investimento non possa essere autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento se non abbia rispettato la normativa sui conflitti di interessi e che, se già autorizzata, possa perdere l'autorizzazione qualora non rispetti in modo stabile tale normativa nel corso della propria attività¹⁰³. Le norme sul conflitto sono diventate così una vera e propria barriera all'ingresso per gli intermediari e una condizione essenziale per poter rimanere sul mercato¹⁰⁴.

Prima di passare a esaminare nel dettaglio la normativa in questione, è forse opportuno soffermarsi brevemente sul concetto di "conflitto" di interessi. Il conflitto – nel significato tecnico cui ci si riferisce in questa sede - non deriva dalla mera contrapposizione di interessi perseguiti tipicamente dai contraenti di un negozio giuridico a prestazioni corrispettive. Non può rinvenirsi un conflitto "patologico" (e come tale, quindi, da eliminare), per esempio, nella normale divergenza tra l'interesse del venditore a perseguire un prezzo più alto e quello del compratore ad ottenerne uno più

¹⁰³ Con riguardo a quest'ultimo aspetto, l'art. 8 della MiFID ha precisato in particolare: "l'autorità competente può revocare l'autorizzazione rilasciata ad un'impresa di investimento quando quest'ultima [...] d) ha violato in modo grave e sistematico le disposizioni adottate in applicazione della presente direttiva per quanto concerne le condizioni di esercizio applicabili alle imprese di investimento".

¹⁰⁴ Sul punto, v. A. PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in AA. VV., *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, cit., 61.

basso¹⁰⁵; come pure in quella tra il negoziatore in conto proprio di uno strumento finanziario e l'investitore¹⁰⁶.

Per conflitto di interessi deve intendersi, invece, la “*situazione per la quale l'intermediario sia portatore di un interesse, potenzialmente confliggente con quello dell'investitore, ulteriore rispetto a quello tipicamente insito nel sinallagma del rapporto contrattuale che lo vincola al cliente*”¹⁰⁷.

A ciò si aggiunga che, perché si possa parlare di conflitto di interessi, non è sufficiente la sola circostanza che l'impresa possa conseguire un utile, ma deve sussistere, al contempo, un possibile svantaggio per un cliente (cd. *detrimental conflict of interest*)¹⁰⁸.

Al riguardo, poi, è forse utile operare una distinzione tra due tipologie di conflitti di interesse che possono ricorrere. Vi sono conflitti di interesse che non inficiano la liceità dei servizi prestati (a meno che ovviamente non vadano a nuocere le ragioni dei clienti); esistono invece conflitti di interesse che rendono di per sé la prestazione di tali servizi contraria alle ragioni dei clienti (e quindi vietata): conflitti

¹⁰⁵ M. ONADO-G. SABATINI, *I conflitti di interesse negli intermediari finanziari*, in AA. VV., *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, cit., 67.

¹⁰⁶ Una parte minoritaria della giurisprudenza di merito aveva, invece, individuato un congenito conflitto di interessi nella negoziazione in conto proprio e aveva ritenuto che l'intermediario dovesse quindi informare il cliente dell'esistenza di tale conflitto: così Trib. Ferrara, 6 aprile 2005 n. 216, in *La giurisprudenza sul cosiddetto risparmio tradito*, a cura di L. ZITIELLO, Torino, 2005, 45. Ma l'errore di fondo di tale orientamento è evidente, come ha avuto modo di chiarire la stessa Consob, precisando che “*una ipotesi di conflitto di interessi non può essere individuata – a priori – in tutti i casi in cui l'intermediario negozia in contropartita diretta con la propria clientela strumenti finanziari, ma deve essere valutata, invece, con riguardo alle peculiarità del caso concreto [...]. Occorre pertanto valutare se il suggerimento non sia solo finalizzato a realizzare al meglio gli interessi dei clienti, ma anche (o unicamente) alla realizzazione di scopi ulteriori e diversi, propri dell'intermediario*” (Risposta Consob a quesito n. 97006042/97, su www.consob.it; sul punto cfr. anche M. ONADO-G. SABATINI, *op. cit.*, 78; M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, 325.

¹⁰⁷ Così, correttamente, M. DE MARI-L. SPADA, *op. cit.*, 141.

¹⁰⁸ Cfr. 24° Considerando della Direttiva II.

quindi che in realtà sarebbero configurabili come “comportamenti illegittimi”¹⁰⁹. Di conseguenza, se in presenza di un conflitto di interessi “legittimo” l’intermediario deve procedere a predisporre tutte le misure idonee ad evitare possibili pregiudizi alle ragioni del cliente; in presenza di un “comportamento illegittimo” l’intermediario deve, invece, astenersi dalla condotta vietata. Con riferimento a quest’ultima situazione, si pensi ad esempio ai vari casi di *insider trading*: qui esiste un conflitto, ma questo è espressamente vietato dalla legge, con la conseguenza che tale divieto non può certo essere superato dalle misure organizzative predisposte dall’intermediario o dalla *disclosure*: in questi casi l’intermediario non deve proprio svolgere alcuna attività.

La MiFID, pertanto, regola soltanto le ipotesi di conflitto di interessi che vanno al di fuori di quelle espressamente vietate dalla legge.

Nel passare in rassegna le disposizioni introdotte dalla MiFID sul tema in discorso, è bene preliminarmente rilevare che il legislatore comunitario ha profondamente innovato la materia dei conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento.

La nuova disciplina prende le mosse da una considerazione di fondo, contenuta nel 29° Considerando della Direttiva I, il quale – dopo aver premesso che con l’affermazione degli intermediari polifunzionali si è verificato un notevole aumento delle possibilità di conflitto di interessi – ha affermato che “è necessario [...] prevedere regole volte a garantire che tali conflitti non si ripercuotano negativamente sugli interessi dei [...] clienti”. La MiFID pertanto -

¹⁰⁹ Così A. AMICI-J. CARMASSI-F. MASALA-F. PALISI-F. PALISI, *I conflitti di interesse nell’industria finanziaria europea: tassonomia, procedure di gestione e norme comunitarie*, in *Bancaria*, 2006, 7-8, 38 ss. Sul punto v. anche R. FUSETTI-F. RECINE, *La nuova legislazione comunitaria relativa ai conflitti di interesse nella prestazione di servizi di investimento*, in AA. VV., *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, cit., 160.

con un atteggiamento sicuramente più realistico rispetto al passato¹¹⁰ - prende atto che negli attuali mercati finanziari i conflitti non sono evitabili e si prefigge, di conseguenza, l'obiettivo – non già di vietare per sé la prestazione di servizi di investimento in conflitto – bensì di gestire tali conflitti, in modo da renderli innocui per gli investitori.

Tale impostazione è confermata anche dalle proposte fornite dal CESR alla Commissione, in cui si precisa che non si impone agli intermediari finanziari di impedire il verificarsi dei conflitti, quanto di adottare tutti gli strumenti opportuni per eliminare il rischio che tali situazioni danneggino i clienti¹¹¹.

La norma cardine in materia di conflitti di interessi è costituita dall'art. 13, par. 3, della Direttiva I (recepita dall'art. 21, co. 1-bis, lett. a), TUIF) che prevede: *“Le imprese di investimento mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli destinate ad evitare che i conflitti di interesse, quali definiti all'art. 18, incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti”*. L'art. 18 – così richiamato dal predetto articolo – al par. 1 (anch'esso recepito dall'art. 21, co. 1-bis, lett. a), TUIF) stabilisce poi: *“Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento adottino ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese [...] e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi”*.

¹¹⁰ S. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MiFID*, in *Banca Borsa*, 2007, II, 122.

¹¹¹ CESR's *Technical Advices on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, 1° Set of Mandates*, gennaio 2005.

Dalla lettura delle due norme appena richiamate, si può evincere come il legislatore comunitario abbia ritenuto di fondare la regolamentazione dei conflitti di interesse sui requisiti di organizzazione dell'intermediario, anziché su regole di trasparenza. L'obbligo di informare il cliente, nel nuovo regime, infatti è residuale, essendo previsto solo nei casi in cui *“le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall'impresa di investimento a norma dell'art. 13, paragrafo 3 per gestire i conflitti di interesse non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato”*. In questo caso, l'art. 18, par. 2, della Direttiva I (recepito dall'art. 21, co. 1-bis, lett. b), TUIF) prevede infatti che *“l'impresa di investimento informa chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse”*. Si tratta di una norma di chiusura che – consapevole dell'impossibilità di gestire e neutralizzare tutte le situazioni di conflitto di interessi, nonostante l'adozione delle misure organizzative più adeguate da parte degli intermediari - prevede la *disclosure* soltanto in queste ipotesi comunque residuali.

E la natura residuale dello strumento della *disclosure* ai clienti è chiarita dal 27° Considerando della Direttiva II, il quale precisa che l'informativa ai clienti presuppone comunque l'adozione di adeguate misure organizzative da parte delle imprese di investimento. Per la precisione, il 27° Considerando chiarisce espressamente che *“la comunicazione dei conflitti di interesse da parte dell'impresa di investimento non deve esentarla dall'obbligo di mantenere e applicare le disposizioni organizzative e amministrative di cui all'art. 13, paragrafo 3, della direttiva 2004/39/CE. Fermo restando che la comunicazione ai clienti di conflitti di interesse è prescritta dall'art.*

18, paragrafo 2, della direttiva 2004/39/CE, non è consentito un eccessivo affidamento sulla comunicazione senza un'adeguata considerazione di come tali conflitti possano essere adeguatamente gestiti". È più che evidente, quindi, la preoccupazione del legislatore comunitario di evitare che la possibilità di ricorrere alla *disclosure* sviscisi di fatto i meccanismi preventivi di natura organizzativa.

La MiFID ritiene, infatti, che il rafforzamento del sistema organizzativo dell'intermediario sia fondamentale per consentire all'intermediario medesimo di garantire – oltre la propria stabilità patrimoniale – anche la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi e quindi la tutela dell'investitore¹¹². Si potrebbe sostenere, dunque, che il legislatore comunitario abbia inteso spostare la sua attenzione - originariamente focalizzata quasi esclusivamente sulla condotta dell'intermediario - sull'organizzazione e sulle procedure di cui l'intermediario si doti.

D'altra parte, esiste il rischio che gli intermediari – sebbene abbiano adottato tutte le misure organizzative adeguate per la gestione dei conflitti di interesse – preferiscano in ogni caso cautelarsi, ricorrendo comunque alla *disclosure*. Ciò in quanto il giudizio circa la “sufficienza” dei presidi adottati dall'impresa per gestire i conflitti di interesse è di fatto demandato all'intermediario, il quale - nel caso in cui reputasse sufficiente la misura di gestione adottata e non effettuasse quindi la *disclosure* – correrebbe il rischio di una valutazione *ex post* di negligenza da parte dell'autorità giudiziaria o

¹¹² G.D. MOSCO, *Funzioni aziendali di controllo principio di proporzionalità e ruolo degli organi sociali nella MIFID*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. DE MARI, Padova, 2009, 32 ss.

amministrativa¹¹³. Nel dubbio, quindi, l'intermediario potrebbe essere tentato di valutare la misura comunque insufficiente e, di conseguenza, fornire al cliente una generica informazione su tutti i possibili conflitti di interesse che potrebbero emergere nel corso del rapporto¹¹⁴. È evidente tuttavia che, se si verificasse una prassi di questo tipo, si avrebbe un massiccio e indiscriminato utilizzo della *disclosure* che finirebbe inevitabilmente per degradare tale istituto a mera clausola di stile, facendole perdere qualsiasi tipo di efficacia. Inoltre, l'intermediario che – in seguito alla valutazione sulla “sufficienza” o meno delle misure adottate – abbia optato per l'insufficienza delle stesse e abbia conseguentemente effettuato la *disclosure*, dovrà ottenere il consenso del cliente prima di agire per suo conto¹¹⁵. Sembrerebbe, infatti, questa – in assenza di una chiara indicazione da parte del legislatore comunitario sul punto¹¹⁶ – l'interpretazione più fedele alla nuova disciplina. Solo con l'espressa accettazione da parte del cliente, in effetti, si ritiene rispettata la disposizione – prevista dall'art. 22, par. 4, della Direttiva II – secondo

¹¹³ Di fronte ad una perdita lamentata dal cliente a causa del conflitto di interessi non dichiarato dall'impresa di investimento, sarebbe in effetti piuttosto difficoltoso per quest'ultima dimostrare che il giudizio di sufficienza delle misure adottate sia stato espresso in buona fede o comunque in modo non negligente, sul punto cfr. L. ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.* 2005, I, 846.

¹¹⁴ R. LENER, *La gestione dei conflitti di interesse delle imprese di investimento fra il Tuf e la MiFID*, in AA. VV., *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, cit., 44.

¹¹⁵ R. FUSETTI-F. RECINE, *op. cit.*, 169 ss., i quali tra l'altro precisano che gli obblighi in materia di conflitti di interessi devono essere rispettati anche nell'ambito di quei servizi di investimento in cui l'intermediario non sia tenuto a valutare l'adeguatezza e/o l'appropriatezza; D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2008, 588 ss.; *Contra* A. NIGRO, *La nuova regolamentazione*, cit., 10; F. MOCCI, *Il conflitto di interessi: mappatura dei conflitti, costruzione della conflict policy, registro dei conflitti di interesse*, in AA. VV., *La MiFID in Italia – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., 205 ss.

¹¹⁶ S. SCOTTI CAMUZZI, *op. cit.*, 125 ss.

cui la *disclosure* debba contenere informazioni “*sufficientemente dettagliate, considerata la natura del cliente, da consentire a tale cliente di prendere una decisione informata sul servizio di investimento o accessorio, tenuto conto del contesto in cui sorge il conflitto di interesse*”. Il cliente, infatti, non potrà manifestare la propria “decisione informata” se non con un consenso esplicito o con un silenzio-dissenso¹¹⁷. A ragionare diversamente, non si riuscirebbe davvero ad immaginare in che modo, da un lato, il cliente potrebbe realmente manifestare la propria “decisione informata” e, dall’altro, l’intermediario comprendere tale decisione. E del resto, la necessità di un espresso consenso da parte del cliente è coerente anche con il documento di consultazione predisposto dal CESR proprio in vista dell’emanazione della Direttiva II¹¹⁸.

La questione più rilevante (e forse più dibattuta) nella materia in discorso consiste, invece, nell’individuazione del momento in cui l’informativa al cliente debba essere resa: ossia se la *disclosure* vada fatta *una tantum* all’inizio del rapporto (prima della sottoscrizione del contratto-quadro relativo ai servizi di investimento) oppure con riferimento ad ipotesi concrete di conflitto e quindi ripetuta più volte nel corso del rapporto¹¹⁹.

Al riguardo, il CESR si era limitato a proporre di distinguere le ipotesi in cui l’intermediario avesse come controparte un cliente professionale da quelle in cui si rivolgesse ad un cliente *retail*,

¹¹⁷ Non sembra, del resto, proponibile un meccanismo di silenzio-assenso: posto che tale meccanismo comporterebbe un evidente e ingiustificato abbassamento del livello di tutela per l’investitore; e, per altro verso, in un’eventuale controversia, l’intermediario sarebbe chiaramente esposto all’impossibilità di dimostrare la reale volontà del cliente.

¹¹⁸ *Consultation paper: CESR’s Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC in Markets in Financial Instruments, June 2004*, 46.

¹¹⁹ A. RINALDI, *op. cit.*, 21.

suggerendo in questo secondo caso una maggiore attenzione alle modalità di comunicazione delle situazioni di conflitto¹²⁰.

Invero, bisognerà valutare caso per caso, non soltanto a seconda del tipo di cliente, ma anche secondo i servizi di investimento e le concrete situazioni di conflitto che potrebbero sorgere.

Si potrebbe distinguere, ad esempio, tra conflitti più comuni e tipici – in cui la *disclosure* dovrebbe poter essere comunicata una volta per tutte anche ai clienti *retail* – e conflitti particolari, per i quali sarebbe invece opportuna una *disclosure* specifica¹²¹.

In ogni caso, non essendoci una regola ben definita a questo riguardo, il corretto adempimento delle disposizioni in parola potrà essere valutato evidentemente soltanto *ex post*, caso per caso, con margini di discrezionalità piuttosto ampi per il giudicante (sia esso l'autorità di vigilanza oppure quella giudiziaria).

La disciplina in esame infatti – essendo caratterizzata da pochissimi divieti, contenuti peraltro in norme di formulazione incerta e generica, e da norme che vincolano in modo minimo il comportamento dell'intermediario – dimostra di far un notevole affidamento nel controllo *ex post* demandato all'autorità di vigilanza e all'autorità giudiziaria in termini di verifica di onestà e correttezza dell'azione dell'impresa di investimento.

Tuttavia, sulla scorta di quanto appena precisato, non si può non rilevare come - con un quadro normativo così delineato, in cui viene lasciata ampia libertà di azione agli intermediari – risulti difficile

¹²⁰ CESR's Technical Advices on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, 1° Set of Mandates, gennaio 2005.

¹²¹ R. LENER, *La gestione*, cit., 47 s.; A. ANTONUCCI-M.T. PARACAMPO, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della Legge Risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca Borsa*, 2007, 320; F. MOCCI, *op. cit.*, 207; L. ENRIQUES, *op. cit.*, 851.

immaginare l'effettiva applicazione di un regime uniforme all'interno dell'Unione Europea.

Dalla struttura normativa sopra illustrata, si evince anche come l'intelaiatura della nuova disciplina comunitaria poggi fondamentalmente su quattro pilastri: (i) doveri di organizzazione; (ii) dovere di identificare i conflitti di interesse; (iii) dovere eventuale di dichiarare i conflitti di interesse; e, infine, (iv) generale dovere di agire secondo onestà e correttezza: obbligo quest'ultimo, previsto in via generale dall'art. 19, par. 1, della Direttiva I, che è ragionevole ritenere trovi sempre applicazione, sia nel caso in cui l'intermediario agisca in assenza di conflitto di interessi, sia (e a maggior ragione) nel caso opposto. E a ben vedere quanto maggiore sarà la libertà di azione delle imprese di investimento in materia di conflitti di interessi, tanto più saranno rilevanti i doveri generali, previsti dall'art. 19, par. 1, della Direttiva I, nel definire i confini della responsabilità degli intermediari che agiscono in conflitto¹²².

Alla luce della nuova struttura normativa sui conflitti di interessi, si evincono in modo evidente le differenze con la disciplina previgente, incentrata sul meccanismo della trasparenza, attraverso l'informativa per iscritto ai clienti (art. 27, co. 2, del previgente Regolamento Intermediari n. 11522/98). In particolare, emerge chiaramente come il legislatore comunitario abbia sostituito una strategia basata prevalentemente su precisi obblighi di trasparenza verso il cliente, con una strategia fondata prevalentemente su regole interne di organizzazione¹²³.

Precisato quindi il quadro normativo in tema di conflitti di interessi concepito dalla Direttiva I e passando ad esaminare le conseguenti

¹²² L. ENRIQUES, *op. cit.*, 845; R. LENER, *La gestione*, cit., 45.

¹²³ A. PERRONE, *I conflitti di interesse*, cit., 61.

norme di dettaglio introdotte dalla Direttiva II¹²⁴, si segnala che le stesse sono state recepite dall'ordinamento italiano tramite il Regolamento Congiunto Banca d'Italia e Consob del 29 ottobre 2007 (di seguito il "Regolamento Congiunto"). Le norme di dettaglio possono essere ricondotte a due temi principali: (i) quello della mappatura delle situazioni di conflitto di interessi tipiche, affrontato dall'art. 21 della Direttiva II (recepito dall'art. 24 del Regolamento Congiunto); e (ii) quello della gestione delle situazioni di conflitto più gravi, affrontato dall'art. 22 della Direttiva II (recepito dall'art. 25 del Regolamento Congiunto).

L'art. 21, in particolare, prevede che i criteri minimi per identificare i conflitti di interesse rilevanti debbano considerare se - nell'ambito della prestazione dei servizi o delle attività di investimento - l'intermediario:

- a) possa realizzare un guadagno o evitare una perdita, a spese del cliente (cd. *detrimental conflict of interest*);
- b) possa avere, nel risultato del servizio prestato al cliente, un interesse distinto da quello del cliente medesimo;
- c) possa avere un incentivo a privilegiare gli interessi di un altro cliente rispetto a quelli del cliente interessato;
- d) svolga la medesima attività del cliente;
- e) riceva o possa ricevere da una persona diversa dal cliente un incentivo, connesso con il servizio prestato al cliente, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio.

I criteri elencati dalla norma non sembrano tutti di semplice interpretazione: si contesta, ad esempio, la vaghezza della

¹²⁴ F. MOCCI, *op. cit.*, 190 ss.; A. PERRONE, *op. ult. cit.*, 63 ss.; S. SCOTTI CAMUZZI, *op. cit.*, 127 ss.

previsione di cui alla lettera d)¹²⁵: al riguardo ci si chiede, tra l'altro, in che modo il solo fatto di svolgere la medesima attività possa influire sulla prestazione del servizio di investimento. Per queste ragioni, potrebbe essere utile che il CESR o la Commissione forniscano ulteriori chiarimenti anche al fine di assicurare (almeno sotto questo aspetto) una effettiva omogeneità di attuazione all'interno dell'Unione Europea.

L'art. 22 della Direttiva II, invece, prevede l'obbligo per gli intermediari di predisporre, applicare e mantenere un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi. La *policy* deve:

- i. essere formulata per iscritto;
- ii. essere adeguata alle dimensioni e all'organizzazione dell'impresa e alla natura, alle dimensioni e alla complessità della sua attività¹²⁶;
- iii. qualora l'impresa interessata appartenga ad un gruppo, tenere conto di tutte le circostanze che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri soggetti del gruppo.

La *policy*, così adottata, dovrà anzitutto consentire di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di

¹²⁵ R. FUSETTI-F. RECINE, *op. cit.*, 164.

¹²⁶ Si tratta del cd. principio di proporzionalità, che rappresenta uno dei punti cardine della MiFID. Il legislatore comunitario, infatti, ha preferito non individuare misure organizzative *standard* adatte per tutti gli operatori, indipendentemente dalle loro caratteristiche (dimensioni e struttura), ritenendo più utile lasciare alle imprese di investimento ampi margini di flessibilità nella predisposizione dei mezzi necessari al raggiungimento di determinati obiettivi.

interessi “che possa ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti”¹²⁷.

La politica di gestione dovrà poi “definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti”. È questo sicuramente il fulcro dell’intera procedura che gli intermediari sono chiamati ad implementare.

Le misure organizzative da adottare devono consentire ai soggetti rilevanti, coinvolti nella prestazione di attività che implicano un conflitto di interessi, di operare con un grado di indipendenza adeguato alle dimensioni e al tipo di attività svolte dall’intermediario nonché all’effettivo rischio che gli interessi del cliente possano essere danneggiati. Al riguardo, l’art. 22 in commento elenca le misure adottabili dalle imprese di investimento, precisando che non è necessaria l’adozione congiunta di tutti i presidi elencati. L’elenco prevede:

- i. procedure efficaci per impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività che comportino un rischio di conflitto di interessi. Si tratta delle segregazioni (cd. *chinese walls*) tra comparti del medesimo intermediario;
- ii. sistemi di controllo separati per i soggetti rilevanti che esercitano attività da cui possano sorgere conflitti di interessi (in questo caso l’impresa di investimento predispone linee

¹²⁷ Al riguardo, si è correttamente segnalato di non dare rilevanza all’avverbio “gravemente”, atteso che lo scopo della politica di gestione è anzitutto l’individuazione delle ipotesi di conflitto dannose per il cliente, a prescindere dalla gravità del pregiudizio: così F. MOCCI, *op. cit.*, 199.

- gerarchiche distinte per i vari comparti interessati);
- iii. l'eliminazione di qualsiasi legame diretto tra la retribuzione dei soggetti rilevanti che esercitano determinate attività e quella di altri soggetti che esercitano prevalentemente altre attività, qualora da tale legame possa sorgere un conflitto di interessi;
 - iv. misure miranti ad impedire o a limitare l'esercizio da parte di qualsiasi persona di un'influenza indebita sul modo in cui un soggetto rilevante esegue i servizi di investimento o accessori;
 - v. misure dirette ad impedire o controllare la partecipazione simultanea o consecutiva di un soggetto rilevante a servizi di investimento distinti, quando da tale partecipazione possa sorgere un conflitto di interessi.

Laddove l'adozione di una o più tra le predette misure non garantisca l'obiettivo perseguito (il grado richiesto di indipendenza), è in ogni caso fatto obbligo all'intermediario di adottare tutti i presidi alternativi o aggiuntivi (non predeterminati dal legislatore comunitario¹²⁸) che siano necessari e adeguati al raggiungimento di tale obiettivo.

Il modello normativo così concepito dal legislatore comunitario sembrerebbe essere stato notevolmente influenzato dal modello americano. Come si vedrà nel successivo paragrafo, infatti, l'approccio prescelto dalle nuove norme comunitarie è, sotto molti

¹²⁸ Per alcune ipotesi di misure ulteriori, non previste dalla MiFID, che potrebbero essere adottate dalle imprese di investimento v. S. SCOTTI CAMUZZI, *op. cit.*, 129.

aspetti, pressoché identico a quello utilizzato dall'ordinamento statunitense. Basti pensare alla predilezione per una disciplina prevalentemente basata sui requisiti di organizzazione: su tutti i *chinese walls*, sebbene essi siano soltanto uno degli strumenti possibili fissati sia dal legislatore europeo che da quello americano. Si pensi, inoltre, alla preferenza per una normativa focalizzata sull'indicazione degli obiettivi, che lascia comunque ampio spazio all'autoregolamentazione delle imprese di investimento.

Infine, sempre a conferma del forte legame con l'ordinamento americano, si consideri la disciplina specifica sui conflitti di interesse degli analisti finanziari: anche qui il legislatore europeo ha tenuto ben presente l'esperienza americana nel formulare le specifiche regole in materia. L'art. 25 della Direttiva II, infatti, ha adottato norme piuttosto simili – come si vedrà meglio *infra* – a quelle dell'ordinamento statunitense. In particolare, quest'ultima norma – oltre a stabilire l'obbligo di adottare tutte le cinque misure di gestione dei conflitti ipotizzate dall'art. 22 della Direttiva II – impone alle imprese di investimento che producono ricerca in materia di investimenti di adottare misure volte a: (i) impedire agli analisti finanziari di negoziare gli strumenti finanziari oggetto della ricerca o qualsiasi strumento finanziario correlato, fino a quando la ricerca non sia stata pubblicata, e, in ogni caso, a impedire agli analisti medesimi di realizzare operazioni personali che siano contrarie alle raccomandazioni correnti; (ii) impedire agli analisti di accettare incentivi da parte di persone aventi un interesse significativo nell'oggetto della ricerca oppure di promettere agli emittenti un trattamento positivo nella loro ricerca; (iii) impedire agli emittenti, soggetti rilevanti diversi dagli analisti finanziari e qualsiasi altra

persona – prima della diffusione della ricerca – di esaminare il progetto della ricerca medesima, se la stessa include una raccomandazione o un prezzo obiettivo.

Da quanto sopra è evidente, quindi, la notevole influenza dell'esperienza americana sulle scelte del legislatore europeo.

5. L'ORDINAMENTO AMERICANO

5.1 – I conflitti di interesse e gli aspetti organizzativi degli intermediari finanziari

Fin dall'inizio del secolo scorso il legislatore americano ha prestato una particolare attenzione verso la tematica dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento, prevedendo disposizioni che hanno inevitabilmente influenzato lo sviluppo del sistema economico-finanziario statunitense e non solo. Tale attenzione è aumentata ancora di più anche a seguito dei recenti scandali finanziari¹²⁹, che hanno portato tra l'altro all'approvazione della disciplina sul conflitto di interessi degli analisti finanziari, la cui indipendenza dovrebbe essere ora assicurata dall'adozione obbligatoria di meccanismi di separazione organizzativa interna all'impresa di investimento per la quale essi collaborano (sul punto v. meglio *infra*).

Nell'ordinamento statunitense vi è sempre stata una forte indecisione nel prevedere se consentire o meno ad un medesimo soggetto di svolgere congiuntamente l'attività tradizionale di raccolta del risparmio ed esercizio del credito (cd. *commercial banking*) e le altre attività finanziarie, quali la negoziazione per conto proprio o altrui, il collocamento di titoli, la gestione di portafogli, la consulenza

¹²⁹ In particolare, i casi *Enron* e *Worldcom*.

finanziaria in genere (cd. *investment banking*). Tale indecisione derivava, e deriva, principalmente dal timore che i conflitti di interessi - che possono crearsi dall'esercizio congiunto delle attività di *commercial e investment banking*, nei confronti sia di clienti *retail* che di imprese – potessero provocare una forte instabilità del sistema economico-finanziario e la realizzazione di abusi a danno degli investitori¹³⁰.

Proprio tale considerazione, infatti, aveva indotto il legislatore americano - in risposta alla crisi finanziaria e agli scandali della fine degli anni '20¹³¹ - ad introdurre una serie di norme, complessivamente note come *Glass-Steagall Act*¹³², volte ad abolire la figura dell'intermediario polifunzionale, mediante la realizzazione di una separazione completa, sia a livello di singola società, sia a livello di gruppo, delle attività di *commercial e investment banking*. In particolare, le disposizioni delle secc. 16 e 21 del *Glass-Steagall Act*, tuttora in vigore¹³³, introducevano, da un lato, il divieto per le banche federali (ma vale anche per le *State Banks*)¹³⁴ di esercitare attività diverse da quelle espressamente consentite: ossia (i) l'attività bancaria tradizionale, e (ii) i servizi di investimento consistenti nella negoziazione per conto terzi nonché nella negoziazione per conto proprio e collocamento (questi ultimi limitati ai soli strumenti

¹³⁰ Si pensi, ad esempio, alle ipotesi (i) di collocamento presso il pubblico di titoli di scarsa qualità di imprese proprie debentrici al fine di rientrare dalla pregressa esposizione debitoria degli stessi intermediari; oppure (ii) la concessione di prestiti finalizzati all'acquisto di Securities; (iii) l'inserimento nei portafogli gestiti di titoli delle società del gruppo.

¹³¹ La cd. *Great Depression*, nel corso della quale vi fu il crollo dei mercati finanziari e circa il 40% delle banche americane fallirono.

¹³² L'Atto è pubblicato in 48 Stat. 184.

¹³³ Attualmente, 12 "United State Code" 24 e 12 USC 378.

¹³⁴ Il sistema bancario statunitense, per ragioni per lo più storiche, è caratterizzato da una duplice tipologia di soggetti (cd. *Dual Banking System*), le *National Banks* e le *State Banks*, che sono regolate da discipline molto simili: cfr. FELSENFELD, *Banking regulation in the United States*, New York, 2006, 25 ss.

finanziari e in misure limitate)¹³⁵; dall'altro lato, precludevano – e precludono – correlativamente a qualsiasi società che esercita servizi di emissione, collocamento e negoziazione di strumenti finanziari, di effettuare raccolta del risparmio a mezzo di depositi bancari. La novella poi prevedeva anche il divieto per le banche di assumere partecipazioni di controllo in società che svolgessero principalmente attività di *investment banking* (tale previsione, come si vedrà, è stata abrogata).

Il *Glass-Steagall Act* rimase in vigore sostanzialmente invariato sino alla fine degli anni '90, sebbene già a partire dagli anni '80 le autorità regolamentari, su insistenti richieste anche degli operatori¹³⁶, adottassero interpretazioni permissive della disciplina in discorso: interpretazioni che, salvo qualche eccezione, furono costantemente avallate dalle *Federal Courts*, sfruttando le ambiguità delle formulazioni letterali delle disposizioni in esame. In questo modo venne progressivamente eroso il muro normativo che prevedeva la netta separazione delle attività di *commercial* e *investment banking*¹³⁷, fino a quando, nel 1998, la Federal Reserve autorizzò l'acquisizione di una *investment firm*, attiva nel campo dei servizi

¹³⁵ In particolare, ai sensi del 12 USC 24 e 12 “Code of Federal Regulations” 1.2 e 1.3, le banche possono mantenere in portafoglio titoli di debito di pronta liquidità che abbiano ricevuto una valutazione di *investment grade* da almeno due società di rating, per un valore complessivo che non può eccedere il 10% del capitale versato ed esistente e degli utili disponibili: tali limitazioni quantitative non si applicano alle obbligazioni degli Stati Uniti e alle obbligazioni emesse o garantite da altri enti territoriali o organismi governativi, o ad altre *securities*, espressamente menzionate, caratterizzate comunque da un alto grado di sicurezza (cd. *Type I Securities*: 12 CFR 1.2(j)).

¹³⁶ L'abrogazione del *Glass-Steagall Act* incontrava sempre maggiori consensi, sul presupposto che fosse necessaria una maggiore concorrenza nel campo finanziario e che essa potesse realizzarsi con l'ingresso nel mercato delle banche commerciali: cfr. sul punto HENDERSON, *Destroying the Barriers between Commercial and Investment Banking: Should Congress Repeal the Glass-Steagall Act?*, in *45 Wash & Lee L. Rev.*, 1988, 1135 ss.

¹³⁷ PALMITER, *Securities Regulation*, New York, 2008, 22.

finanziari e assicurativi, da parte della più importante *Bank Holding Company* degli Stati Uniti¹³⁸.

Alla luce di tale evoluzione, fu quindi una naturale conseguenza l'approvazione, nel 1999, del *Gramm–Leach–Bliley Act*¹³⁹: la legge, tuttora in vigore, che supera la rigida separazione tra le attività bancarie e quelle finanziarie, prevedendo la figura del gruppo bancario polifunzionale.

Le disposizioni vigenti infatti – pur conservando invariate, per le società che esercitano l'attività bancaria tradizionale, le precedenti restrizioni di tipo quantitativo e qualitativo nello svolgimento dell'attività finanziaria – consentono alle loro controllate (*financial subsidiaries*) di svolgere a favore dei propri clienti un'ampia gamma di servizi finanziari, dal collocamento alla negoziazione di titoli, alla gestione di fondi e comunque a qualsiasi ulteriore attività definita di natura finanziaria.

Al *Gramm–Leach–Bliley Act* sono poi susseguite – coerentemente con lo spirito di tale legge - altre disposizioni che hanno previsto per il gruppo bancario una nuova struttura alternativa a quella della *Bank Holding Company*¹⁴⁰: ossia la *Financial Holding Company*¹⁴¹. A tale struttura è consentita una ancora più ampia libertà nell'offerta di

¹³⁸ Cfr. FEDERAL RESERVE BOARD, *Order approving Formation of a Bank Holding Company and Notice to Engage in Nonbanking Activities*, 84, Fed. Res. Bull. 985 (1998).

¹³⁹ Public Law 106-102, del 12 novembre 1999, pubblicata in 113 Stat. 1338: su tale legge v. POLKING-CAMMARN, *Overview of the Gramm-Leach-Bliley Act*, in 4 *N.C. Banking Inst.* (2000), 1.

¹⁴⁰ L'istituto della *Bank Holding Company* è stato introdotto nel 1956 al fine di assoggettare anche le società controllanti le banche ai medesimi vincoli del Glass Steagall Act. Oggi tale istituto ha minore importanza, in quanto limitato operativamente alle sole attività strettamente di natura bancaria: in argomento cfr. FELSENFELD, *Banking regulation in the United States*, New York, 2006, 152 ss. e DE SANTO, *Product Expansion in the Banking Industry: An Analysis and Revision of Section 4(c)(8) of the Bank Holding Company Act*, in 53 *Fordham L.Rev.* (1984), 1127 ss.

¹⁴¹ *Sec.* 12 USC 1843(k)-(o).

servizi finanziari, potendo il gruppo svolgere tramite le proprie affiliate non solo le attività già permesse alle *financial subsidiaries*, ma anche alcune attività ad esse vietate, quali quella assicurativa, il *merchant banking*, l'investimento in beni immobili¹⁴².

Con il *Gramm–Leach–Bliley Act*, il legislatore americano, come sopra accennato, ha introdotto il modello del gruppo polifunzionale (diverso da quello cd. della banca universale), prevedendo la separazione giuridica e la separata capitalizzazione dei soggetti, che esercitano le diverse attività finanziarie (e bancarie). Ciò al fine di superare, o quantomeno limitare, i rischi per la stabilità del sistema. In particolare, questo modello dovrebbe permettere di contrastare quei pericoli che derivano dal coinvolgimento della banca tradizionale, anche in forma indiretta, nell'attività speculativa in titoli e che in definitiva si potrebbero concretare in una mancanza di imparzialità nella valutazione sul merito creditizio (ossia in una maggiore disponibilità alla concessione di risorse finanziarie sia nei confronti delle società nei cui titoli la banca stessa abbia investito o dei clienti che siano propensi all'acquisto di titoli) o nella perdita di credibilità verso i consumatori per la mancanza di indipendenza nelle consulenze di investimento prestate.

Oltre ad evitare i predetti rischi e ovviamente a garantire una maggiore stabilità del sistema bancario, evitando il rischio dell'insolvenza degli istituti di credito, la segregazione delle attività finanziarie in entità separate e il meccanismo dell'autonomia patrimoniale dovrebbero raggiungere anche altre finalità: (i) anzitutto quella di evitare distorsioni della concorrenza che sarebbero associate alla possibilità per le banche commerciali di espandere la

¹⁴² Cfr. FELSENFELD-BILALI, *Business Divisions from the Perspective of the U.S. Banking System*, in 3 *Houston Bus. & Tax L. J.* (2003), 66 ss.

garanzia della assicurazione dei depositi ad altri settori finanziari; nonché (ii) la finalità di agevolare i meccanismi della vigilanza funzionale mediante l'incorporazione delle attività in soggetti giuridicamente distinti.

Il *Gramm–Leach–Bliley Act*, d'altro canto, non sembra prevedere disposizioni particolari atte a tutelare i clienti delle banche non in quanto depositanti, ma in quanto investitori in valori mobiliari, contro i pericoli dei conflitti di interesse. Tale scelta del legislatore americano è stata da più parti motivata con la semplice considerazione che detti pericoli non sono differenti da quelli in generale presenti nella *financial services industry*¹⁴³, con la conseguenza quindi che lo svolgimento congiunto di attività bancaria tradizionale e di altra attività in *securities* non richiederebbe un intervento normativo più rigido o comunque differenziato.

Pertanto, le soluzioni ai problemi dei potenziali conflitti di interessi, estrinseci (ossia, conflitti di doveri verso differenti clienti con interessi divergenti) o intrinseci (ossia, conflitti tra l'interesse dell'intermediario e il dovere dello stesso verso un cliente), emersi nell'ambito dello svolgimento di servizi di investimento, si ricavano nell'ambito delle norme di *Securities Regulation* (sul punto v. *infra*). Norme queste che si compongono – sembra a questo punto opportuno segnalare – essenzialmente:

- del *Securities Act* del 1933 (15 USC 77). Il primo di una serie di interventi realizzati dal legislatore americano in seguito alla crisi finanziaria degli anni 1929-1933 e finalizzati a riformare la disciplina (allora

¹⁴³ Cfr. ZIESER, *Security under the Glass-Steagall Act: Analysing the Supreme Court's Framework for Determining Permissible Bank Activity*, in 70 *Cornell L. Rev.* (1985), 1210 s.

particolarmente lacunosa) del mercato finanziario¹⁴⁴. La normativa – basata sulla cd. “*disclosure philosophy*”¹⁴⁵ – regola in particolare il collocamento presso il pubblico di prodotti finanziari (i) richiedendo il deposito di un documento di registrazione dell'emittente presso la SEC (allora *Federal Trade Commission*); (ii) obbligando la diffusione tra il pubblico di un documento informativo, conosciuto poi come il “prospetto informativo”; e (iii) realizzando un complesso schema di responsabilità in caso di mancata e/o erronea informazione nei documenti informativi o comunque durante la distribuzione dei prodotti finanziari presso il pubblico degli investitori;

- del *Securities Exchange Act* del 1934 (15 USC 78). La seconda legge federale in ordine di tempo in materia di *Securities Regulation* – sicuramente più chiara del *Securities Act* del 1933 e negli anni integrata e modificata numerose volte – che si occupa di differenti aspetti, tra cui, oltre alla creazione della *Securities and Exchange Commission* (SEC) a cui ha affidato ampi poteri per garantire l'effettiva applicazione della normativa di settore: (i) la specifica regolamentazione dell'industria finanziaria (mercati finanziari e imprese di

¹⁴⁴ Tra il 1929 e il 1933 il mercato finanziario aveva perduto più della metà del proprio valore.

¹⁴⁵ Nel 1933 il presidente americano Franklin Roosevelt aveva incaricato un noto professore di Harvard nonché membro del Roosevelt “Brain Trust” - Felix Frankfurter – di formare un team di esperti, per la redazione della nuova normativa di settore, che doveva essere guidato dal famoso aforisma dell'avvocato e membro della Supreme Court, Louis Brandeis: “*Sunshine is said to be the best of disinfectants; the electric light the best of policemen*”.

- investimento *in primis*); (ii) la previsione di rigidi divieti atti ad evitare le pratiche scorrette nell'ambito dello svolgimento dei servizi finanziari (*Rule 10b-5*, su cui v. *infra*); e (iii) la regolamentazione sull'*insider trading*;
- dell'*Investment Company Act* (15 USC 80a) e dell'*Investment Adviser Act* (15 USC 80b) del 1940. Due normative speciali – anche rispetto al *Securities Act* del 1933 e al *Securities Exchange Act* del 1934, che rappresentano comunque la disciplina fondamentale della “*Federal Securities Regulation*” americana – volte a regolare in particolare i fondi comuni di investimento, le società di consulenza e le altre imprese di investimento, prevedendo specifiche norme sull'organizzazione delle stesse e sulle procedure che tali soggetti devono seguire nello svolgimento delle proprie attività;
 - leggi, queste appena elencate, tutte come modificate e integrate dal *Sarbanes Oxley Act* del 2002. La normativa - emanata dal Congresso statunitense in risposta agli scandali finanziari e societari degli inizi del 2000¹⁴⁶ - che rimane comunque sempre fondata sulla cd. “*disclosure philosophy*” delle predette leggi federali in materia di *Securities Regulation*. Tra i numerosi interventi, il *Sarbanes Oxley Act* ha dato mandato alla SEC di adottare specifiche norme sull'indipendenza ed obiettività degli analisti finanziari, prevedendo particolari forme di protezione degli analisti medesimi

¹⁴⁶

Su tutti Enron e WorldCom.

da possibili ritorsioni, nei casi in cui gli stessi pronuncino giudizi negativi su società o titoli del mercato (sul punto v. meglio *infra*)¹⁴⁷; ed infine

- delle norme regolamentari (della Sec: 17 CFR) e delle norme di autodisciplina (principalmente delle *Self-Regulatory Organizations (SROs)*)¹⁴⁸.

Una tipica fattispecie di conflitti di interessi (estrinseca) è tradizionalmente individuata nel caso in cui l'intermediario, venuto a conoscenza nell'esercizio della propria attività di un'informazione non pubblica rilevante per l'andamento dei titoli emessi da un proprio cliente, si trova nella difficile situazione di dovere, da un lato, rispettare l'obbligo di riservatezza verso quest'ultimo e, dall'altro lato, usare la massima diligenza verso coloro che, per esempio, richiedono un servizio di consulenza per l'investimento in quei titoli oppure una gestione patrimoniale individuale. La fattispecie è inoltre spesso complicata dalla circostanza che a preferire l'uno o l'altro dei beneficiari delle proprie prestazioni l'intermediario potrebbe essere sospinto da un interesse personale: come ad esempio raccomandare agli investitori l'acquisto dei titoli per favorire la solvibilità dell'emittente finanziato ovvero, in un'ipotesi opposta, a permettere ai propri clienti del servizio di consulenza o negoziazione

¹⁴⁷ Cfr. Titolo V del Sarbanes Oxley Act (SOA) § 501.

¹⁴⁸ Le *SROs* sono enti di natura associativa previsti dal *Securities Exchange Act* e costituiti da operatori professionali, che sotto la stretta sorveglianza della SEC esercitano essenzialmente funzioni regolamentari, disciplinari e di controllo sui propri membri. L'importanza di queste associazioni deriva dal fatto che l'iscrizione presso una di esse e, quindi, la sottoposizione alle regole da esse imposte, è condizione necessaria per un intermediario finanziario per l'esercizio della propria attività: rientra tra queste associazioni la National Association of Securities Dealers (NASD): in argomento cfr. COFFEE JR.-SELIGMAN, *Securities Regulation*, New York, 2007, 640 ss.

di sfruttare tali informazioni riservate per la realizzazione di profitti sul mercato¹⁴⁹.

A risolvere tali problematiche mediante la prevenzione dell'insorgere di tali conflitti sono preposti da alcuni decenni nella prassi americana i cd. *chinese walls*: ossia – come già visto al precedente par. 4.6 - quell'insieme di regole primarie e secondarie, di procedure e di meccanismi organizzativi (tra cui i sistemi di vigilanza sull'applicazione degli stessi), applicati dagli intermediari polifunzionali per impedire la circolazione delle informazioni riservate tra i diversi dipartimenti. La struttura dei *chinese walls* non è unica, avendo il legislatore americano lasciato all'autonomia degli operatori la concreta predisposizione delle misure più idonee a raggiungere l'obiettivo indicato. Ciononostante, si possono comunque delineare alcune delle tecniche più comunemente utilizzate¹⁵⁰:

- separazione fisica dei dipartimenti e procedure di accesso ristretto a uffici, archivi, documenti e computer dove sono discussi e registrati progetti sensibili;
- limitazioni e controlli per i dipendenti relativi al compimento di operazioni di acquisto e vendita di titoli (ad esempio, obbligo per i dipendenti di avere un deposito titoli solo presso l'intermediario finanziario presso cui lavorano, oppure divieto

¹⁴⁹ Peraltro, tale ultima ipotesi integra anche un tipico caso di *insider trading*: ciò che dimostra chiaramente che le fattispecie di conflitto di interessi e di *insider trading* possono essere in una certa misura avvicinate, dal momento che entrambe sono accomunate dallo sfruttamento di una posizione informativa privilegiata.

¹⁵⁰ Cfr. Sec-Division of Market Regulation, *Broker-Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Non-Public Information*, (marzo 1990) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 84.520, in www.sec.gov.

- assoluto di *trading* personale, soprattutto per gli operatori di titoli altamente speculativi);
- isolamento del dipartimento di *investment banking* mediante l'imposizione di un divieto assoluto di comunicazione con altri dipartimenti;
 - divieto per gli addetti al *research department* di anticipare i risultati degli studi, non ancora pubblicati, ai colleghi del *trading department*;
 - verifiche periodiche da parte del *compliance department* sulla tenuta delle barriere informative;
 - inserire i titoli, sui quali la società di investimento ha avuto notizie riservate, in appositi elenchi, con l'effetto di sollecitare maggiori controlli per la verifica di eventuali attività sospette (cd. "*Grey List*"); oppure vietare su tali titoli, fino alla pubblicazione dei dati riservati, sia il trading per conto proprio, sia la consulenza alla clientela (cd. "*Restricted List*")¹⁵¹.

Sebbene lo strumento dei *chinese walls* sia ormai comunemente accolto come una delle strategie privilegiate di regolazione dei conflitti in tutti gli ordinamenti finanziari evoluti¹⁵² e sia ora stato adottato anche dalla MiFID, la reale efficacia di queste tecniche per la soluzione del problema resta ancora oggetto di acceso dibattito nella dottrina e nella giurisprudenza statunitense. La questione non è solo se queste barriere siano realmente impermeabili a fughe di notizie verso l'esterno o verso altri dipartimenti; ma piuttosto se e quale valenza giuridica attribuire all'adozione di tali meccanismi. Il

¹⁵¹ Cfr. LIPTON-MAZUR, *The Chinese Wall Solution to the Conflict Problem of Securities Firms*, in *50 N.Y.U. L. Rev.* (1975), 468.

¹⁵² Cfr. KUMPMAN-LEYENS, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries*, in *ECFR*, 2008, 85 ss.

dubbio nasce anzitutto perché lo strumento dei *chinese walls* (originariamente adottato dagli operatori statunitensi su base volontaria per prevenire violazioni di *insider trading*), fu sottoposto ad un'ampia contestazione in un famoso caso giurisprudenziale del 1974: *Slade v. Shearson, Hamill & Co. Inc.*¹⁵³ Secondo l'opinione dei giudici della Corte Distrettuale, infatti, la realizzazione e l'effettivo funzionamento di barriere informative interdipartimentali non legittimerebbero l'intermediario finanziario ad assumere volontariamente obbligazioni tra di loro incompatibili: anzi, la sola assunzione da parte di un medesimo soggetto di doveri contrastanti non sarebbe tollerata nell'ordinamento, e ciò a prescindere dalla prova di un concreto approfittamento della situazione di asimmetria informativa. La sentenza, che quindi pare negare ogni valenza giuridica all'applicazione dei *chinese walls* sotto il profilo dell'imputazione di conoscenza delle informazioni, suscitò tra l'altro una forte reazione critica della stessa SEC. L'Autorità, infatti, manifestò forti perplessità sulle conseguenze economiche per gli operatori polifunzionali di grosse dimensioni della rigida regola imposta dalla sentenza in parola e suggerì che l'adozione di *chinese walls* rafforzati da un meccanismo di "*Restricted List*" avrebbe garantito una sufficiente funzione protettiva rispetto al rischio di abusi e, al contempo, consentito alla divisione di *brokeraggio* di continuare ad operare sui titoli per conto dei clienti. In quest'ottica

¹⁵³ Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 94, 329 (S.D.N.Y. 1974), *aff'd* 517 F.2d 398 (2d Cir. 1974): si trattava di un giudizio in cui gli attori lamentavano di essere stati danneggiati sulla base dell'assunto che i titoli oggetto di contestazione continuavano ad essere consigliati ai clienti *retail* della convenuta Shearson, nonostante il dipartimento di *investment bank* della stessa fosse in possesso di notizie negative sull'andamento finanziario della emittente. La domanda venne accolta, sebbene risultasse sostanzialmente incontestato che i dipendenti incaricati del servizio di consulenza agli investitori, in conformità alle procedure aziendali, non fossero a conoscenza delle informazioni riservate.

sembrano poi essersi in effetti mossi sia il legislatore primario, sia l'Autorità in sede regolamentare, che in successivi interventi hanno riconosciuto dignità normativa a tali meccanismi organizzativi. In particolare, il legislatore americano ha imposto obbligatoriamente agli intermediari finanziari l'adozione e l'effettivo rispetto di procedure scritte ragionevolmente idonee a impedire l'abuso di informazioni privilegiate¹⁵⁴; mentre la SEC ha condizionato all'implementazione di simili procedure e all'effettiva dimostrazione del loro funzionamento valore esimente rispetto alla violazione da parte di una persona giuridica del divieto di *insider trading*¹⁵⁵. Infine, anche sul piano giurisprudenziale, pare potersi rilevare una progressiva inclinazione delle corti di merito ad attribuire valore giuridico ai meccanismi di *chinese walls*: in particolare, a negare che sussista una qualche responsabilità dell'intermediario per avere continuato ad operare su titoli, in relazione ai quali un altro dipartimento, separato da idonea barriera informativa, abbia ricevuto notizie in via riservata¹⁵⁶.

Alla luce di quanto esposto, è quindi possibile rilevare un crescente riconoscimento sia sul piano normativo, sia su quello giurisprudenziale, della funzione preventiva dello strumento dei *chinese walls*: riconoscimento che, almeno nei contesti della disciplina degli abusi di informazioni privilegiate, si concreta nel

¹⁵⁴ 15 USC 78o(f) e 15 USC 80b-4a.

¹⁵⁵ 17 CFR §240.10b5-1(2) e 17 CFR §240.14e-3.

¹⁵⁶ La responsabilità per violazione di doveri fiduciari viene negata in *Cotton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 699 F. Supp. 251 (1988), in un caso in cui l'intermediario era a conoscenza di un'operazione di fusione che coinvolgeva società di cui trattava i titoli, nonché in *Connell v. Chase Manhattan Bank National Association*, 1981 N.Y. LEXIS 3519, ove un intermediario bancario che aveva finanziato una società in difficoltà economica, consigliava al fondo, di cui era *investment advisor*, l'acquisto dei relativi titoli.

ricollegare all'adozione di idonee¹⁵⁷ barriere l'effetto di negare l'imputazione della conoscenza agli altri dipartimenti.

D'altra parte, l'adozione di tale struttura organizzativa si deve ritenere possa esonerare da responsabilità anche nell'opposto caso in cui l'intermediario opera in senso difforme rispetto alle informazioni riservate disponibili in un differente dipartimento dell'intermediario medesimo. Ed infatti il cliente che non ha beneficiato delle informazioni riservate non può certo pretendere dal proprio intermediario un comportamento che sarebbe di per sé (penalmente e civilmente) illecito, quale appunto l'utilizzo di informazioni riservate, e che lo porrebbe in una posizione informativa privilegiata rispetto a qualsiasi altro soggetto sul mercato. A tal proposito, preme rilevare il forte incentivo, sul piano processuale, all'adozione delle barriere informative da parte degli intermediari. Infatti, qualora queste barriere risultassero inidonee o addirittura mancanti, l'intermediario non potrà eccepire il rispetto del dovere di riservatezza di fronte alla contestazione di non aver comunicato un "*material fact*" nell'ambito del servizio di consulenza finanziaria. In altri termini, la mancata adozione di barriere appropriate costituisce automaticamente imputazione di conoscenza, integrando quindi il requisito soggettivo richiesto dalla norma cardine sul corretto svolgimento dei servizi finanziari (*Rule 10b-5*, su cui v. *infra*).

5.2 – Conflitti di interesse degli analisti finanziari, norme di condotta e apparato rimediabile

Che lo strumento attualmente privilegiato dall'ordinamento statunitense, per ostacolare l'insorgere dei conflitti di interesse all'interno degli intermediari polifunzionali, sia quello della

¹⁵⁷ Un requisito per l'idoneità dei *chinese walls* è la documentabilità di meccanismi di *compliance*.

separazione interna è dimostrato anche dalla normativa sul conflitto di interessi degli analisti finanziari.

Una normativa questa che – è bene premettere – è stata considerata da più parti eccessivamente indulgente, giacché nel periodo della cd. “bolla speculativa” è stato particolarmente agevole per almeno alcuni di questi analisti promuovere nelle loro conferenze pubbliche, con la connivenza delle banche di investimento e delle società emittenti, titoli che, invece, nel privato giudicavano in maniera completamente negativa¹⁵⁸.

È chiaro che, nell’ambito dello svolgimento dei servizi di investimento, il ruolo degli analisti finanziari è di centrale importanza¹⁵⁹, dal momento che mira a porre rimedio alla tradizionale disparità di conoscenze tra società emittenti e investitori e alla impossibilità per questi ultimi di provvedere a colmare personalmente queste lacune. Le informazioni fornite dagli analisti dovrebbero concorrere, quindi, alla formazione di un *pricing* più accurato dei titoli e, conseguentemente, alla riduzione dei fenomeni di cd. “*adverse selection*” delle imprese¹⁶⁰ e all’aumento della fiducia degli investitori.

¹⁵⁸ Invero, molti ritengono che la saturazione del mercato con infondate raccomandazioni di “buy” e di “strong buy” abbia contribuito in modo rilevante alla creazione della cd. “bolla speculativa”: sul punto cfr. ORCUTT, *Investor Skepticism v. Investor Confidence: Why the New Research Analyst Reforms Will Harm Investors*, in 81 *Denv. U. L. Rev.*, 2003, 10-13.

¹⁵⁹ Esso consiste nella raccolta e nello studio dei dati economici e patrimoniali delle imprese e dell’andamento delle quotazioni dei titoli emessi nonché nell’indicazione di giudizi sintetici e immediatamente percettibili in termini di operatività rispetto agli strumenti finanziari considerati (ad esempio: “buy”, “sell”, “hold”).

¹⁶⁰ La “selezione avversa” è quel fenomeno economico di distorsione dell’equilibrio del mercato causato da asimmetrie informative. Il concetto - che ha origine in campo assicurativo - viene impiegato in diversi altri settori. Ad esempio, con riferimento al mercato dei prodotti finanziari, il fenomeno può essere così sintetizzato: gli investitori che non sanno se si trovano di fronte ad un titolo “buono” sono disposti a pagare un prezzo compreso tra quello dei titoli “spazzatura” e quello dei titoli validi, basato sulla probabilità che il titolo in questione sia un titolo “spazzatura”. Se l’investitore disponesse di

Tuttavia, poiché in genere l'attività degli analisti finanziari non è in grado di sovvenzionarsi autonomamente¹⁶¹, solo un numero relativamente ristretto di essi lavora senza vincoli di subordinazione e trae la fonte del proprio reddito direttamente dalla vendita dei risultati dei propri studi ai clienti, investitori individuali o istituzionali¹⁶². Gran parte degli analisti, invece, svolge il proprio lavoro per conto e a spese:

- degli investitori istituzionali, i quali, in virtù delle dimensioni dei propri capitali, sono in condizione di recuperare i costi sopportati mediante lo sfruttamento sul mercato secondario di informazioni nuove e, dunque, non ancora incorporate nei valori delle quotazioni dei titoli¹⁶³; o
- di intermediari finanziari, i quali mettono a disposizione dei propri clienti e, alcune volte anche

un'informazione perfetta, conoscerebbe con certezza il valore del titolo e pagherebbe semplicemente una somma corrispondente a tale valore. In una situazione di carenza informativa, quindi, le società emittenti solide saranno meno disposte a collocare sul mercato i propri titoli, poiché il prezzo sarebbe troppo basso; al contrario, le società emittenti meno solide saranno invece ben disposte a collocare i propri titoli "spazzatura" sul mercato, perché questi sarebbero pagati più del loro reale valore, consentendo ottimi affari. Gli investitori, però, si accorgeranno di questa tendenza e non saranno più disposti a pagare il prezzo di prima. Il prezzo quindi scenderà sempre di più e sempre più titoli "spazzatura" saranno messi sul mercato. Nel caso estremo, i titoli "buoni" non saranno più presenti nel mercato che sarà invece dominato dai titoli "spazzatura".

¹⁶¹ Da un lato, infatti, gli analisti si trovano nella situazione di non poter beneficiare completamente del proprio lavoro per la sostanziale impossibilità di escludere dalla fruizione dei risultati della ricerca svolta coloro che per essa non hanno pagato; dall'altro lato, vi è la capacità dei mercati dei capitali di adeguare rapidamente i propri valori a tutte le informazioni disponibili, con ciò provocando per gli analisti una celere obsolescenza dei risultati della propria ricerca e quindi una evidente difficoltà a trovare una domanda sufficiente a sostenere il proprio lavoro.

¹⁶² In questo caso, vengono definiti "analisti indipendenti".

¹⁶³ In questo caso, gli analisti sono definiti "*buy-side*", ponendosi dal lato della domanda.

del pubblico, i risultati di tale consulenza finanziaria¹⁶⁴.

È su quest'ultima categoria di analisti che si sono manifestati i conflitti di interessi più rilevanti¹⁶⁵, avendo gli stessi – con le proprie raccomandazioni eccessivamente ottimistiche - contribuito in modo sicuramente consistente alla creazione della cd. “bolla speculativa”. In particolare, nelle loro valutazioni gli analisti *sell-side* si sono trovati costretti a considerare non solo gli interessi degli investitori a ricevere una consulenza obiettiva ed affidabile, ma anche gli interessi dell'impresa di investimento a compiacere le società emittenti, o in quanto attuali clienti dei servizi di *investment banking* o in quanto potenziali portatori di futuri incarichi. E in un contesto economico in cui questi ultimi sono ben più remunerativi delle commissioni ricavate dall'attività di *brokeraggio*, è facile comprendere come gli interessi delle società emittenti abbiano potuto prevalere su quelli degli investitori.

A questo punto, chiarito il contesto dal quale possono più facilmente originare i conflitti di interessi degli analisti, sarà forse più agevole comprendere la normativa sui conflitti medesimi prevista dal *Sarbanes Oxley Act* e dagli interventi regolamentari tra gli altri della SEC.

Il nuovo quadro giuridico così predisposto – poggiando su un delicato equilibrio tra l'introduzione di una rigida separazione interdipartimentale e il mantenimento di una unità strutturale –

¹⁶⁴ In questo caso, gli analisti sono definiti “*sell-side*”, ponendosi dal lato dell'offerta.
¹⁶⁵ Sebbene pure gli “analisti indipendenti” non possano in realtà considerarsi esenti da pressioni esterne e/o da conflitti di interesse che potrebbero derivare, ad esempio, da rapporti di clientela con investitori istituzionali o dal possesso personale di titoli.

prevede penetranti obblighi di *disclosure* e impone contributi alla produzione di ricerca indipendente¹⁶⁶.

L'obiettivo dell'indipendenza dell'analista *sell-side* dalla società di appartenenza viene perseguito dalla normativa vigente, anzitutto attraverso l'introduzione di una serie di proibizioni che limitano fortemente le interazioni con il dipartimento di *investment banking*¹⁶⁷ e l'imposizione di specifici obblighi di informazione del mercato a carico dell'impresa di investimento circa le relazioni tra tale comparto e le società oggetto di analisi¹⁶⁸.

La disciplina in discorso – prevedendo regole particolarmente dettagliate – si espone alla duplice opposta critica di essere o troppo severa, e quindi imporre costi (ad esempio di *compliance*) non necessari, ovvero – come sopra accennato - di essere troppo indulgente e lacunosa, e quindi risultare inefficiente e richiedere comunque continui interventi correttivi, anche per adattarsi ai cambiamenti, comunque frequenti nel settore. Tuttavia, l'esperienza

¹⁶⁶ Con riferimento a quest'ultimo obbligo, la dottrina americana ha, in effetti, proposto l'introduzione di un sistema di finanziamento degli analisti, in base al quale le risorse verrebbero reperite presso gli emittenti, ad esempio attraverso l'imposizione di un contributo annuale, e distribuite in base alla qualità delle previsioni effettuate dagli analisti in precedenza: sul punto cfr. CHOI, *The Problems with Analysts*, in 59 *Ala L. Rev.*, 2008, 200 ss.

¹⁶⁷ Ad esempio, gli addetti dell'*investment banking* non possono esercitare alcuna forma di controllo o di vigilanza sul personale addetto alla ricerca o sul contenuto delle pubblicazioni del dipartimento [15 USC 78o-6(a)(1)(A) e *Nasd Rule 2711(b)(1)* e (2)], tantomeno gli stessi possono adoperare alcuna forma di pressione o minaccia [15 USC 78o-6(a)(1)(C) e *Nasd Rule 2711 (j)*], né possono influenzare in alcun modo la determinazione e l'aggiornamento periodico della remunerazione degli analisti, che è affidata a un *Compensation Committee* indipendente e comunque parametrata anche all'affidabilità delle raccomandazioni [15 USC 78o-6(a)(1)(B) e *Nasd Rule 2711 (d)*]. Agli analisti, inoltre, è vietato promettere raccomandazioni favorevoli per incentivare nuovi incarichi, comunicare i *reports* alla società emittente prima della loro pubblicazione o partecipare a *road show* relativi a transazioni di *investment banking* [*Nasd Rule 2711 (c)*]. È previsto poi che i dipartimenti di ricerca e di *investment banking* siano anche fisicamente separati.

¹⁶⁸ Ai sensi del 15 USC 78o-6(b) e della *Nasd Rule 2711(h)* devono essere comunicati *inter alia* l'eventuale gestione o cogestione, anche tramite società del gruppo, di offerte pubbliche o di altri servizi finanziari nei mesi precedenti la pubblicazione del *report* o prevedibili nell'immediato futuro e la titolarità di partecipazioni significative.

finora avuta, in seguito all'introduzione di queste disposizioni, mostra una sostanziale identità di valutazioni effettuate dagli analisti indipendenti e da quelli *sell-side* e sembra, quindi, poter confermare l'efficacia dell'impianto normativo¹⁶⁹.

Per quanto concerne poi altri potenziali conflitti di interesse che possono influenzare l'attività degli analisti – in particolare per gli interessi derivanti dalla operatività personale sui titoli e dalle specifiche relazioni con le società oggetto di ricerca – il legislatore americano sembra aver adottato un approccio più articolato. Con riferimento allo svolgimento di *trading* personale su azioni di società oggetto di analisi, il legislatore si è limitato a disporre che le operazioni di acquisto e vendita siano vietate per il periodo di trenta giorni precedenti e cinque giorni successivi alla pubblicazione di un *report* e comunque debbano essere sempre coerenti con la più recente raccomandazione pubblicata. Decisamente più pregnante è, invece, l'obbligo previsto per l'analista di comunicare, in ogni relazione e in ogni apparizione pubblica, l'esistenza di qualsiasi interesse finanziario con la società oggetto di ricerca e l'eventuale svolgimento di incarichi o il ricevimento di compensi dalla stessa¹⁷⁰. È da segnalare poi la disposizione che impone l'inserimento nei *reports* dell'attestazione da parte dell'analista che "le affermazioni riportate riflettono in maniera accurata le proprie opinioni personali" insieme alla dichiarazione di avere ricevuto o meno compensi con riguardo ad esse¹⁷¹. Ancora con riferimento ai rapporti tra analisti ed emittenti viene in rilievo il *Regulation Fair Disclosure*, che impone ai

¹⁶⁹ Cfr. KADAN-MADUREIRA-WANG-ZACH, *Conflict of Interest and Stock Recommendations: The Effects of the Global Settlement and related Regulations*, Working Paper, febbraio 2008, in www.ssrn.com.

¹⁷⁰ *Nasd Rule 2711 (h)(1) e (2)*.

¹⁷¹ È stato espressamente escluso tuttavia che la violazione di tale norma possa costituire nuova fonte di responsabilità ai sensi della *Rule 10b-5*.

secondi, che abbiano comunicato ai primi una informazione riservata rilevante (“*material*”), di rendere la stessa immediatamente disponibile per il mercato¹⁷². Tale prescrizione ha suscitato reazioni diverse soprattutto in dottrina: alcuni hanno dato un giudizio positivo alla norma, in quanto la stessa nega in radice la possibilità di trattamenti preferenziali per gli analisti con potenziali riflessi positivi sia sotto il profilo della indipendenza degli stessi, sia al fine di promuovere la fiducia del mercato, offrendo i medesimi strumenti agli operatori professionali e agli investitori individuali; altri invece hanno sottolineato che la regola in questione potrebbe provocare un incremento, piuttosto che una riduzione, del grado di asimmetria informativa e quindi l’inefficienza del mercato, in quanto gli emittenti potrebbero essere indotti a diminuire o a ritardare la comunicazione di dati e notizie, avendo il timore di subire uno svantaggio concorrenziale o comunque un danno dalla pubblicazione di informazioni riservate (si pensi, ad esempio, al caso dell’introduzione nel mercato di nuovi prodotti)¹⁷³.

L’applicazione della normativa in parola viene affidata sul piano pubblicistico agli organi di autodisciplina (le SROs) e all’autorità di vigilanza (la SEC)¹⁷⁴, per l’azione amministrativa, e agli uffici della procura distrettuale, per l’iniziativa penale.

Per quanto riguarda, invece, la sanzione civile per il caso di comportamenti scorretti da parte di analisti in conflitto di interessi, la

¹⁷² Cfr. COLESANTI, *Bouncing the Tightrope: the S.E.C. Attacks Selective Disclosure, but Provides Little Stability for Analysts*, in 25 *S. Ill. U. L. J.*, 2000.

¹⁷³ CHOI, *Selective Disclosures in the Public Capital Markets*, in 35 *U.C. Davis L. Re.*, 2002, 533 ss.

¹⁷⁴ La SEC svolge un ruolo chiave nel garantire il corretto funzionamento dei mercati, anche mediante lo svolgimento dell’attività regolamentare e quella di vigilanza: sul punto cfr. PRENTICE, *The Inevitability of a Strong SEC*, in 91 *Cornell L. Rev.*, 2006, 775 ss.

generale azionabilità da parte degli investitori del rimedio risarcitorio si fonda sulla *Rule* 10b-5.

In proposito, vale forse la pena precisare che gli elementi costitutivi della *Rule* 10b-5, che viene considerata una colonna portante della *U.S. Securities Regulation*¹⁷⁵ – come modificati dal *Private Securities Litigation Act* del 1995 (PSLA)¹⁷⁶ - possono essere così individuati: (i) “Material misinformation”: elemento che ricorre quando, ad esempio, l’intermediario (o l’analista) fornisce al cliente una rappresentazione falsa (o comunque inesatta), o omette fatti rilevanti, con riferimento ad un’operazione finanziaria che interessa l’investitore; (ii) “Scienter”: “*a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud*”¹⁷⁷: ossia quando, seguendo sempre il medesimo esempio, l’intermediario conosce (o avrebbe dovuto conoscere) la reale situazione dell’operazione finanziaria ed è consapevole che l’investitore potrebbe fare affidamento sulla “*misinformation*”; (iii) “Reliance”: l’investitore, in effetti, fa affidamento sulla “*misrepresentation*” per decidere sull’operazione finanziaria; (iv) “Causation”: l’investitore ha subito reali perdite causate direttamente dalla “*misrepresentation*”; (v) “Damages”: i danni risarcibili: al riguardo, si precisa che la *Rule* 10b-5 non prevede i cd. “*Punitive Damages*”¹⁷⁸.

¹⁷⁵ Cfr. PALMITER, *op. cit.*, 353.

¹⁷⁶ Scopo delle modifiche apportate dal PSLA – che in sostanza ha prescritto l’allegazione di fatti dettagliati da cui trarre una solida prova del richiesto requisito soggettivo - è principalmente quello di ridurre, attraverso meccanismi di ordine processuale e probatorio, il rischio dei “frivolous suits” finalizzati a costringere, sotto la minaccia di lunghi processi e rischi di danni reputazionali - emittenti o intermediari finanziari – considerati *deep pockets* – a onerose transazioni. Su tale questione con particolare riferimento alla Class Action, v. CHOI, *The Evidence on Securities Class Actions*, in 57 *Vand. L. Rev.*, 2004, 1465 ss.

¹⁷⁷ Cfr. PALMITER, *op. cit.*, 369.

¹⁷⁸ Per un’ampia disamina della *Rule* 10b-5, cfr. PALMITER, *op. cit.*, 353 ss.

Tuttavia, è stato osservato da più parti che il rimedio risarcitorio previsto dalla *Rule 10b-5* è in concreto difficilmente applicabile nel caso di condotte scorrette commesse dagli analisti in conflitto di interessi, attesa la difficoltà di soddisfare proprio i requisiti introdotti - e non modificati né dal *Sarbanes Oxley Act*, né dagli altri interventi legislativi - dal PSLA. In particolare, risulta difficile anzitutto dimostrare il requisito dello “*Scienter*” - inteso solo come volontà dolosa - con riferimento alle valutazioni prospettiche svolte dagli analisti, atteso che elementi presuntivi quali, ad esempio, l'eccesso di ottimismo o la assoluta irragionevolezza della valutazione non sono sufficienti ad integrare il dolo: l'investitore deluso, quindi, potrà beneficiare della tutela prevista dalla *Rule 10b-5* solo producendo documenti o registrazioni che attestino esplicitamente l'intento doloso dell'analista in conflitto di interessi¹⁷⁹.

Analoghe difficoltà si presentano anche nell'accertamento del nesso di causalità, che deve essere distinto, secondo la tradizionale impostazione americana dell'illecito civile sui mercati mobiliari, in *transaction causation* e *loss causation*.

Quanto al primo, cioè al fatto che la determinazione volitiva dell'operazione sui titoli sia stata conseguenza immediata e diretta della condotta fraudolenta dell'analista, la giurisprudenza tende a ritenere l'esistenza di tale nesso di causalità laddove l'informazione falsa o omessa (che potrebbe consistere anche soltanto nel non

¹⁷⁹ Il precedente fondamentale che ha connotato come necessariamente doloso l'illecito descritto dalla *Rule 10b-5*, rigettando completamente un'azione promossa sul presupposto della negligenza del convenuto, è *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976), anche se in seguito il principio è stato attenuato dalla giurisprudenza successiva, sia includendo nella nozione di “*Scienter*” il dolo eventuale, sia adottando sul piano probatorio interpretazioni più tolleranti (come ad esempio fatti che mostrano che il convenuto aveva motivi e opportunità di commettere l'illecito oppure che costituiscono una solida prova del cosciente comportamento illecito). Rimane controverso poi anche se al dolo possa essere equiparata la colpa grave.

aver comunicato l'esistenza di interessi in conflitto) era tale da incidere sulla valutazione dei titoli sul mercato acquistati dal soggetto danneggiato.

Ancora più difficoltosa è la dimostrazione del nesso causale tra la diffusione del *report* (viziato dall'omessa o falsa informazione) e il danno lamentato dall'investitore. Infatti, secondo il più recente orientamento della Suprema Corte¹⁸⁰, la prova che tale pregiudizio sia conseguenza immediata e diretta della condotta asseritamente lesiva non può consistere nella semplice allegazione della sua incidenza sulla formazione del prezzo dei titoli al momento dell'acquisto, ma nella evidenza di un legame di concreta causalità idoneo ad imputare all'informazione falsa o omessa la perdita del valore dell'investimento. È più che evidente dunque che con un'interpretazione di questo tipo se, da un lato, si allontanano sicuramente i rischi di una indiscriminata ricerca di *deep pockets* cui imputare, sulla base di presunti e lievi nessi causali, la responsabilità delle perdite subite dagli investitori, dall'altro lato, si escludono in sostanza le azioni risarcitorie nei confronti degli analisti, attesa l'estrema difficoltà di dimostrare il rapporto di causalità tra riduzione del valore di un titolo e la falsità di un'opinione espressa (e non, dunque, di un'informazione su un fatto).

Alla luce di quanto sopra esposto in materia di conflitti di interesse, si può a questo punto osservare che la inevitabile esistenza di situazioni conflittuali nei mercati finanziari è stata affrontata dal legislatore americano attraverso un equilibrato utilizzo di strumenti di prevenzione e meccanismi di repressione, perseguendo l'obiettivo

¹⁸⁰ *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005), su cui v. OLAZABAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, in 3 *Berkeley Bus. L. J.*, 2006, 337 ss.

non tanto di precludere la mera coesistenza di interessi conflittuali, quanto sul piano concreto di ridurre il rischio di comportamenti opportunistici dannosi per gli investitori e per il mercato. Prevedendo comunque idonee soluzioni rimediali, nel caso tali comportamenti opportunistici venissero in ogni caso alla luce. La strada perseguita dal legislatore americano è, quindi, quella della regolamentazione dei conflitti, con la consapevolezza che un'unica soluzione non può risultare perfetta e valida per tutte le ipotesi: non sono valide da sole le barriere informative, non lo sono da soli gli obblighi di *disclosure*, e non lo sono neppure i meccanismi reputazionali. Non dunque una soluzione unica, ma approcci multipli e ben determinati per ogni situazione.

Per quanto concerne, invece, gli altri comportamenti scorretti che gli intermediari finanziari possono assumere nella prestazione dei servizi di investimento nei confronti dei clienti, vi sono ulteriori norme tese a reprimere tali condotte, poste a tutela degli investitori.

Anzitutto, vengono in rilievo le disposizioni che prevedono l'obbligo di registrazione presso la SEC per le persone fisiche e giuridiche che esercitano professionalmente l'attività di *brokers* e/o di *dealers* e quella di *investment advisers*¹⁸¹. Tali disposizioni hanno il duplice obiettivo di garantire un livello minimo di qualità delle prestazioni, essendo la registrazione sottoposta al soddisfacimento di condizioni formali e sostanziali (ad esempio, requisiti di onorabilità e professionalità dei membri, oltre che di adeguatezza patrimoniale dell'intermediario), e quello di agevolare l'esercizio dei poteri di vigilanza e disciplinare della SEC.

¹⁸¹

15 USC 78o e 15 USC 80b-3.

Le norme di condotta nell'esercizio dei servizi di investimento - determinate principalmente dalle SROs che svolgono anche la funzione di controllo sul loro rispetto – consistono invece in regole di diligenza e precetti dettagliati, ispirati a principi di imparzialità ed equità¹⁸², cui gli intermediari finanziari devono attenersi nello svolgimento della loro attività, in ragione della loro obbligatoria appartenenza alla organizzazione¹⁸³.

Tra queste norme assume importanza centrale, ai fini della valutazione della correttezza della prestazione dell'intermediario, la regola della *suitability*: ossia l'obbligo dell'intermediario di valutare l'adeguatezza dell'investimento proposto rispetto al profilo di investitore del proprio cliente¹⁸⁴.

La dottrina e la giurisprudenza prevalente, tuttavia, argomentando dalla natura autoorganizzativa di questa come delle altre regole di condotta, sono portate sostanzialmente ad escludere che dalla loro violazione (ferme restando le sanzioni disciplinari) possa derivare di per sé anche una responsabilità civile diretta verso gli investitori privati¹⁸⁵.

Ne consegue, pertanto, che anche in questi casi la *Rule* 10b-5 costituisce la norma di protezione posta a fondamento dell'eventuale obbligo risarcitorio.

Atteso il carattere di clausola generale della *Rule* 10b-5, è tuttavia necessario individuare, tra le diverse fattispecie che si possono delineare, le specifiche situazioni giuridiche che meritano di essere

¹⁸² *Nasd Rule* 2110.

¹⁸³ 15 USC 78o(b)(8).

¹⁸⁴ *Nasd Rule* 2310.

¹⁸⁵ Cfr. *In Re VeriFone Sec. Litig.*, 11 F 3d, 865 (9th. Cir. 1993) e *Porter v. Shearson Lehman Bros. Inc.*, 802 F.Supp. 41 (S.D.Tex 1992).

tutelate, al fine di poter determinare in concreto l'ambito del danno ingiusto.

Molti ritengono che il criterio da utilizzare, per individuare le situazioni giuridiche da tutelare, sia la possibilità o meno di qualificare come “*fiduciary*” la relazione investitore-intermediario: ossia quando quest'ultimo gode di una certa discrezionalità nella scelta degli investimenti del proprio cliente. Una volta valutata la relazione come “*fiduciary*”, la violazione delle conseguenti regole di correttezza e diligenza (la cui concreta determinazione viene di fatto elaborata sulla base delle regole di condotta delle *SROs*) si traduce nelle “*manipulative and deceptive devices*” di cui alla *Rule 10b-5* e comporta a carico dell'intermediario conseguenti obblighi risarcitori.

Da quanto appena dedotto emerge, dunque, un quadro normativo basato sostanzialmente su una norma generale (la *Rule 10b-5*) e privo di una normativa speciale: ciò che ha costretto la giurisprudenza a svolgere un ruolo suppletivo, elaborando un'ampia casistica in base alle varie situazioni che si sono create nell'ambito dei servizi di investimento.

Seguendo l'ampia casistica giurisprudenziale, si può ricavare che il presupposto della responsabilità dell'intermediario verso il cliente è la mancanza di un idoneo flusso informativo che consenta a quest'ultimo di effettuare consapevoli scelte di investimento. Tale carenza si concretizza principalmente (i) nel cd. *Churning*, quando viene posto in essere dal *broker* un *trading* eccessivo sul portafoglio del cliente per generare commissioni senza che quest'ultimo ne sia consapevole, ovvero (ii) nella cd. *Unsuitability*, quando vengono eseguite operazioni inadeguate rispetto al profilo dell'investitore,

senza che il cliente abbia ricevuto una completa e comprensibile descrizione dei rischi connessi.

Con riguardo alla prima ipotesi, la natura fraudolenta della condotta dell'intermediario viene presunta per l'esistenza del conflitto di interessi, nella relazione con il cliente, per la determinazione dell'importo delle commissioni, sicché, una volta accertata la movimentazione eccessiva (e quindi l'illiceità della prestazione), e la mancanza del consenso informato dell'investitore, emerge in modo oggettivo la responsabilità dell'intermediario, senza la necessità di indagare sul rapporto di causalità.

Con riferimento al secondo caso, invece, si deve precisare che l'antigiuridicità della fattispecie si ricava non soltanto dalla realizzazione di un'operazione inadeguata: ma ad essa si deve aggiungere l'inadempimento dell'obbligo di informazione circa la presenza di conflitti di interesse e/o comunque di rischi incompatibili con il profilo di investitore del cliente. Per quanto concerne la misura del danno risarcibile, viene privilegiato, rispetto al rimedio restitutorio, il ricorso al nesso di causalità, individuando così, quale *quantum* da risarcire, solo quella parte di perdita economica che sia stata effettivamente provocata dalla condotta omissiva dell'intermediario. Questa soluzione costringe sì in concreto a complicati calcoli ipotetici basati *inter alia* sugli indici di borsa, per evitare che sia addossata all'intermediario anche la responsabilità per l'eventuale andamento negativo del mercato, ma ha sicuramente il vantaggio di evitare quei comportamenti opportunistici facilitati dai

meccanismi restitutori, che si verificavano spesso nella passata esperienza giurisprudenziale italiana¹⁸⁶.

Alla luce di quanto sopra, si evince pertanto che la disciplina statunitense è chiara nel prevedere il risarcimento dei danni quale rimedio sanzionatorio conseguente alla violazione delle norme di condotta¹⁸⁷, e altrettanto chiara nell'evitare qualsiasi tipizzazione legale dei servizi di investimento: offrendo in questo modo il vantaggio di una notevole elasticità e adattabilità rispetto a servizi di investimento e prodotti finanziari soggetti a continua evoluzione e quindi difficilmente inquadrabili in schemi predeterminati.

Come vedremo, il legislatore europeo, invece, non ha preso un'espressa posizione in merito ai rimedi applicabili in caso di violazione delle norme di condotta da parte degli intermediari finanziari, contribuendo così a mettere a rischio l'applicazione uniforme della disciplina di settore all'interno dell'Unione Europea.

6. LA MANCANZA DI SANZIONI ESPRESSE E IL RISCHIO DELLA FRAMMENTAZIONE DELLA DISCIPLINA

Tra i principali obiettivi della MiFID – si è già detto – vi è quello di ridurre al minimo il rischio di frammentazione del quadro normativo europeo in materia di mercati finanziari.

In questo contesto, tuttavia, è importante sollevare quantomeno un dubbio in relazione all'effettiva possibilità di raggiungere la massima armonizzazione della disciplina di settore.

¹⁸⁶ Infatti, in seguito alle ormai note sentenze delle Sezioni Unite della Cassazione del 2007, la giurisprudenza italiana ha progressivamente abbandonato la tesi della sanzione della nullità, preferendo considerare il nesso eziologico nella quantificazione del danno risarcibile: cfr. Cass. sez. un. 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., con nota di MARICONDA; Cass. sez. un. 19 dicembre 2007, n. 26725, in www.ilcaso.it.

¹⁸⁷ Diversamente dal sistema italiano in cui è costante il richiamo alla natura imperativa delle norme in materia finanziaria.

Tale obiettivo, infatti, potrebbe essere posto seriamente a rischio, tra l'altro, anche dalla scelta del legislatore comunitario – del resto sul punto preceduto dal legislatore nazionale – di non prevedere il tipo di sanzioni che sarebbe conseguente alla violazione delle regole di comportamento delineate dalla MiFID.

Con la conseguenza che tutto l'impegno profuso dal legislatore comunitario per raggiungere la massima armonizzazione potrebbe risultare vano.

D'altra parte, è opportuno rilevare che tutta la normativa comunitaria di settore potrebbe acquisire un significato concreto e tutelare realmente l'interesse degli investitori e del mercato soltanto se l'ordinamento medesimo considerasse tale normativa alla stregua di un adeguato apparato rimediabile.

In ossequio all'antico brocardo *ubi jus ibi remedium*¹⁸⁸, il legislatore comunitario avrebbe dovuto muovere dal piano dell'enunciazione dei principi fino a spingersi al piano dell'effettività delle soluzioni offerte¹⁸⁹.

Tale approccio quindi avrebbe avuto il doppio vantaggio (i) di palesare le conseguenze negative derivanti dalla violazione delle norme di comportamento, ma anche e soprattutto (ii) di assicurare alla disciplina di settore quella effettiva applicazione uniforme - a tutto tondo - all'interno dell'Unione Europea.

¹⁸⁸ Che la norma di diritto positivo derivi, in un certo senso, dalla sanzione posta per il caso di sua violazione è centrale nella tradizionale impostazione di KELSEN, *La dottrina pura del diritto*, Torino, 1952, p. 95.

¹⁸⁹ Prendendo la terminologia offerta dall'analisi economica del diritto, il rimedio costituisce un "segnale sociale", in quanto attribuisce ai consociati – in questo ambito, agli operatori finanziari – un prezzo implicito sottoforma di costo-opportunità che, "come ogni altro prezzo, determina almeno in parte le scelte individuali", MATTEI, *I rimedi*, in AA. VV., *La parte generale del diritto civile 2, Il diritto soggettivo*, a cura di SACCO, Torino, 2001, 115.

La MiFID invece – e con essa le norme di esecuzione - non avendo previsto alcunché al riguardo ha lasciato piena libertà, se non direttamente al legislatore nazionale, inevitabilmente ai giudici nazionali, chiamati a decidere sulle istanze degli investitori che si dovessero ritenere danneggiati.

Ciò comporterà con molta probabilità che la Giurisprudenza dei singoli Stati membri sarà differente l'una dall'altra, in base alle rispettive tradizioni giuridiche, con il risultato – contrario agli obiettivi di massima armonizzazione – che in realtà vi sarà una forte frammentazione della normativa concretamente in vigore all'interno dell'Unione Europea.

In assenza di sanzioni previste espressamente dalla disciplina comunitaria vigente, infatti, i giudici dei singoli Stati membri potranno prevedere, ad esempio, la nullità o l'annullabilità dei contratti di investimento piuttosto che la risoluzione dei contratti medesimi o solo il risarcimento dei danni, come differenti conseguenze della violazione delle norme di comportamento.

È evidente che la situazione appena descritta potrebbe determinare la concreta vigenza di differenti discipline di settore all'interno dell'Unione Europea.

Il rischio della frammentazione del quadro normativo europeo in materia di servizi di investimento è dunque dietro l'angolo, anche per questa ragione.

7. LA VIOLAZIONE DELLE REGOLE DI CONDOTTA: FRA NULLITA' DEL CONTRATTO E RISARCIMENTO DEL DANNO

Le nuove regole introdotte dalla MiFID riflettono chiaramente la tendenza del legislatore comunitario - ma non solo - di prevedere, in

tutti i rapporti giuridici in cui è parte un “consumatore” (nel suo significato più ampio), una serie di obblighi di informazione che devono essere eseguiti dal contraente “forte” in favore di quello “debole”.

La *ratio* di fondo, che il legislatore ha seguito, anche nel disciplinare il settore dell’intermediazione finanziaria, è garantire che la scelta di obbligarsi sia effettuata nel modo più consapevole possibile; in altri termini, l’intento sotteso è quello di fornire al consumatore-contraente “debole” la “*garanzia sostanziale della ponderazione dell’acquisto, della formazione cioè di un consenso libero e informato*”¹⁹⁰.

Tale tendenza, infatti, può essere rilevata in tutti i settori del diritto in cui il consumatore è uno degli attori principali: primo fra tutti nel D.Lgs. n. 206/2005 (il “Codice del consumo”), laddove sono previsti numerosi obblighi di informazione a favore del consumatore medesimo (art. 2, comma 2, Codice del consumo), dall’indicazione delle caratteristiche dei prodotti (artt. 6 e ss. Codice del consumo), all’indicazione del prezzo degli stessi (artt. 13 e ss. Codice del consumo), all’indicazione del TAEG (in caso di finanziamenti) (artt. 40 e ss. Codice del consumo), fino al diritto di recesso (nelle vendite al di fuori dei locali commerciali) (artt. 52 e ss. Codice del consumo). Ma non solo.

Anche nel D.Lgs. 209/2005 (il “Codice delle assicurazioni”) sono stabiliti precisi obblighi di informazione a favore dei consumatori, quali - oltre al generale obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nei confronti dei contraenti e degli assicurati – gli obblighi di pubblicizzare correttamente i prodotti

¹⁹⁰ Così C. CAMARDI, *Le istituzioni del diritto privato contemporaneo*, Napoli, 2007, 281.

assicurativi nonché gli obblighi di pubblicizzare le relative condizioni contrattuali (artt. 182 e ss. Codice delle assicurazioni).

In tutte queste ipotesi, come visto, il ruolo centrale viene assunto, quindi, dall'informazione utilizzata come mezzo per regolare il mercato, cercando di non intaccare l'autonomia contrattuale delle parti: al contraente è lasciata l'autonomia contrattuale di obbligarsi alle condizioni che ritiene, purché il suo consenso sia espresso avendo ricevuto nella fase precontrattuale o contrattuale le informazioni minime previste per il caso concreto.

Si è visto, tuttavia, come il legislatore europeo non abbia previsto alcunché in merito alle conseguenze, in termini civilistici, delle violazioni delle norme di condotta – inclusi quindi, e ovviamente, gli obblighi informativi - da parte degli intermediari finanziari¹⁹¹.

Ciononostante, la questione è stata affrontata dalla giurisprudenza italiana degli ultimi anni, con particolare riferimento proprio alla violazione dei principali obblighi di comportamento imposti alle imprese di investimento: ossia gli obblighi di informazione a favore degli investitori.

In particolare, i giudici italiani hanno affrontato la questione tendendo a ricondurre gli specifici obblighi informativi dell'intermediario finanziario, analiticamente individuati dalla disciplina in esame, a più

¹⁹¹ ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, 107; A. PEPE, *La giurisprudenza sulla responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Corr. giur.*, 2008, 123 ss; GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di informazione nell'attività di intermediazione finanziaria: quali rimedi?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 548; MOLLO, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: diversità dei rimedi civilistici ed intensità della tutela*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 1111; VETTORI, *Contratti di investimento e rimedi*, in *Obbl. contr.*, 2007, 785.

generali principi cari al diritto civile: in primo luogo, al principio di buona fede¹⁹².

Alla base delle proprie decisioni, i giudici hanno sempre posto, accanto alle norme del TUIF e del Regolamento Intermediari, i più generali principi che impongono alle parti di comportarsi nei rapporti reciproci secondo buona fede, correttezza, diligenza e trasparenza, ai sensi degli artt. 1175, 1176, 1337, 1338, 1374 e 1375 c.c..

Così, ad esempio, il Tribunale di Mantova che, nel richiamare l'obbligo in capo alla banca di procedere alla valutazione di adeguatezza anche in caso di rifiuto da parte dei clienti di fornire le informazioni necessarie per tale valutazione, ha precisato che *“tanto si desume sia dai principi generali in tema di correttezza, diligenza e trasparenza dei comportamenti negoziali imposti dalla normativa generale e speciale (cfr. artt. 1175 e 1176 Il co. c.c., 21 d.lgs.58/98) ma anche dal testo dell’art. 29 del citato regolamento Consob”*¹⁹³.

Analogamente ha statuito il Tribunale di Genova, il quale ha avuto modo di osservare che la condotta dell'intermediario dovrebbe essere *“conforme a quei principi di diligenza, correttezza e trasparenza, imposti dalla lett. a) dell’art. 21 TUF e dalle generali prescrizioni del codice civile secondo il disposto dell’art. 1337 c.c.”*¹⁹⁴. E ancora, sempre il giudice genovese, per meglio qualificare la violazione dei doveri informativi a carico della banca, ha richiamato il principio secondo cui *“nei contratti con prestazioni corrispettive i doveri di correttezza, di buona fede e di diligenza, di cui agli artt. 1338, 1374, 1375 e 1175 c.c., si estendono anche alle*

¹⁹² Cfr. POLIANI, *Obblighi di informazione e acquisto di obbligazioni Parmalat*, in *I Contratti*, 2006, 15.

¹⁹³ Trib. Mantova, 1 dicembre 2004, in *Danno e Resp.* 2005, 6, 617, con nota di ROPPO.

¹⁹⁴ Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e Resp.* 2005, 6, 606, con nota di ROPPO.

*cosiddette obbligazioni collaterali di protezione, di informazione, che presuppongono e richiedono una capacità discretiva ed una disponibilità cooperativa*¹⁹⁵.

Il costante collegamento operato dai giudici italiani ai principi generali di buona fede, correttezza e diligenza ha portato gli stessi giudici ad affrontare, tra l'altro, anche il tema della natura imperativa o meno delle regole di condotta previste a carico degli intermediari finanziari.

Vi sono state alcune pronunce¹⁹⁶ – ad onor del vero non molte – che hanno negato la natura imperativa delle regole di condotta in capo agli intermediari finanziari, argomentando sostanzialmente – oltre che dal criterio letterale previsto dell'art. 12 delle Disposizioni sulla legge in generale, giacché tali norme non comminano l'espressa sanzione di nullità in caso di loro violazione – anche, e soprattutto, dal fatto che le norme in discorso costituiscono appunto una specificazione degli obblighi di informazione e correttezza sanciti a livello generale dal codice civile (artt. 1337 e 1375 c.c.) e, per tali norme, è generalmente esclusa la possibilità di ottenere una pronuncia di invalidità dell'operazione negoziale trattata, conclusa o eseguita in loro violazione¹⁹⁷.

La giurisprudenza maggioritaria, invece, al fine di stabilire se gli obblighi informativi in parola hanno carattere imperativo, prende in considerazione altri specifici criteri. La stessa, infatti, ritiene sussistente tale imperatività, quando la norma sia posta a tutela di

¹⁹⁵ Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *Danno e Resp.* 2005, 6, 612, con nota di ROPPO.

¹⁹⁶ Cfr. Trib. Fermo, 25 gennaio 2005 (ordinanza) e Trib. Viterbo, 7 dicembre 2004, in *Banca Borsa*, 2005, 670 ss.

¹⁹⁷ Cfr. AMATUCCI, *Vendita di titoli di Stato argentini, conseguenze della violazione dei doveri comportamentali della banca ed obbligo di informazione: una voce "fuori dal coro"*, in *Giur. Comm.*, 2006, 160.

un interesse pubblico o che sia dettata per motivi di ordine pubblico. Per la precisione, è stato rilevato che “*la natura imperativa della norma violata deve essere individuata in base all’interesse pubblico tutelato*”¹⁹⁸. Al predetto criterio - che in concreto non sempre aiuta ad individuare il carattere imperativo delle norme - la giurisprudenza affianca anche quello secondo cui ogni disposizione costituzionale, come pure ogni norma attuativa di principi costituzionali, ha natura imperativa¹⁹⁹.

Sulla scorta quindi dei predetti criteri, la giurisprudenza maggioritaria ha evidenziato che - posto che l’interesse tutelato dalle norme in discorso non è solo quello del soggetto che deve ricevere l’informazione, ma anche quello in generale di garantire l’integrità e il buon funzionamento del mercato degli strumenti finanziari e che, peraltro, il risparmio è chiaramente protetto da una disposizione costituzionale²⁰⁰ - gli obblighi informativi posti a carico delle imprese di investimento devono essere considerati precetti imperativi. In particolare, tra gli altri, il Tribunale di Firenze ha sottolineato che “*la normativa [in esame] è posta a tutela dell’ordine pubblico economico e, dunque, si sostanzia in norme imperative*”²⁰¹. E ancora, sempre il Tribunale di Firenze, in un’altra decisione, ha affermato che nella materia dell’intermediazione finanziaria esistono interessi di

¹⁹⁸ Così Cass. 18 luglio 2003, n. 11256, in *I Contratti*, 2004, 237.

¹⁹⁹ Cfr. Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in www.ilcaso.it; nonché cfr. DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, 440; VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993, 93 ss.

²⁰⁰ L’art. 47, co.1, Cost. stabilisce che “*la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme*”.

²⁰¹ Così Trib. Firenze, 30 maggio 2004, in *Giur. it.*, 2005, 754 e ss.; ma cfr. anche Trib. Mantova, 1 dicembre 2004, in *Danno e resp.*, 2005, 614; nonché Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Banca Borsa*, 2004, 440.

carattere generale che rendono inderogabili le norme di comportamento.

E, del resto, la natura pubblicistica di queste ultime è confermata anche dal fatto che la loro inosservanza è punita anche con sanzioni amministrative²⁰².

Alla luce di quanto sopra sembra, pertanto, si possa condividere la posizione sul punto presa dalla giurisprudenza maggioritaria, oltre che, a ben vedere, anche dalla dottrina prevalente.

7.1 - Il rimedio della nullità del contratto: la nullità per difetto di forma

Dalla considerazione sulla natura imperativa dell'interesse tutelato, alcune sentenze di merito hanno tratto la conclusione che la violazione delle norme di comportamento, in quanto appunto imperative, fa conseguire la nullità del contratto²⁰³.

Trattasi, invero, di uno tra i diversi rimedi possibili, conseguenti alla violazione delle regole di condotta, che la giurisprudenza ha individuato in prima battuta, come risposta immediata ai *default* finanziari che si sono succeduti nella prima metà degli anni 2000. Ed infatti – al di là della validità del ragionamento giuridico posto alla

²⁰² Sul punto, con riferimento al TUIF prima del recepimento della MiFID, cfr. P. DE BIASI, *Persuasione e castigo. Le sanzioni amministrative nel TUB e nel TUF*, Milano, 2003.

²⁰³ Cfr., *inter alia*, il Trib. di Mantova, 18 marzo 2004, in *Banca, Borsa*, 2004, 440 ss., con nota di MAFFEIS, che ha ritenuto parzialmente fondata la domanda di nullità dal momento che è stata dimostrata: “la violazione da parte della banca delle prescrizioni contenute negli artt. 21 TUF, 28 e 29 reg. Consob da considerarsi come norme imperative ex art. 1418 c.c. in considerazione degli interessi tutelati (diligenza degli intermediari nonché tutela del risparmio) e della natura generale di siffatti interessi (per l’affermazione di tale principio in termini generali v. Cass. 7 marzo 2001, n. 3272, in *Giust. Civ. Mass.* 2001, 420)”; nonché cfr. anche Trib. Marsala, 12 luglio 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Teramo, 18 maggio 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Foggia, 15 maggio 2006, www.ilcaso.it; Trib. Parma, 6 luglio 2005, in www.ilcaso.it; Trib. Avezzano, 23 giugno 2005, in *Foro.it.*, 2005, I, 2538; Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in www.ilcaso.it; Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *I Contratti*, 2005, 1091; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Giur. it.*, 2005, 754.

base di tale soluzione, di cui si dirà più diffusamente nel prosieguo – la declaratoria di nullità aveva – ed ha – il vantaggio *inter alia* di garantire all’investitore danneggiato la restituzione dell’intero investimento perduto²⁰⁴.

Nello specifico contesto dei contratti di investimento, sono state individuate principalmente due ipotesi di nullità: la nullità del contratto per mancanza della forma scritta richiesta dall’art. 23 TUIF (in applicazione dell’art. 1418, comma 2, c.c.) e, appunto, la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative (cd. “nullità virtuale” ex art. 1418, comma 1, c.c.)²⁰⁵.

Come detto, la forma scritta è un requisito essenziale dei contratti di investimento, ai sensi dell’art. 23, comma 1, TUIF, il quale dispone che “*i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento [...] sono redatti per iscritto [...]. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo*”. Precisamente, tale norma si riferisce al cd. “contratto quadro” per la negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini relativi a strumenti finanziari: contratto che – se si aderisce all’interpretazione di autorevole dottrina²⁰⁶ - deve

²⁰⁴ Verosimilmente tale soluzione è stata indotta all’epoca anche dall’esigenza di rispondere con prontezza ad un crescente allarme sociale.

²⁰⁵ In dottrina a favore del rimedio della nullità si sono espressi: D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *I Contratti*, 2008, 4, 403 ss.; D. MAFFEIS, *Contro l’interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 71 ss.; G. ALPA, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *I Contratti*, 2006, 929 ss.; LIACE, *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore*, in *Danno e resp.*, 2006, 191; PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari “inadeguati” al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1029 ss.; FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005, 768; D. MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l’estensione del modello al credito ai consumatori*, in *I Contratti*, 2005, 12.

²⁰⁶ ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 626 ss.

essere tenuto distinto dai singoli contratti di compravendita di titoli, conclusi in base ai successivi ordini di acquisto del cliente; essendo questi ultimi dipendenti dal primo e attuativi del medesimo.

Pertanto, il vincolo legale di forma scritta vale solo per il contratto quadro (o “*master agreement*”), perché solo questo rientra tra i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, cui si riferisce il citato art. 23, comma 1, TUIF. Il vincolo in questione, invece, non è previsto per i singoli contratti di acquisto a valle, in relazione ai quali la forma dell'accordo è quella prevista dallo stesso contratto quadro.

Alla luce di quanto sopra, non vi dovrebbe essere alcun dubbio circa le conseguenze che si delineerebbero nel caso in cui il contratto quadro fosse sprovvisto della forma scritta, atteso che la disposizione del citato art. 23, comma 1, TUIF, prevede chiaramente la nullità del contratto medesimo.

Problemi maggiori potrebbero, invece, sorgere con riferimento alle azioni di nullità che coinvolgono anche i singoli contratti a valle. A tal proposito, ad esempio, il Tribunale di Genova ha sancito la nullità, ex art. 23 TUIF, di un contratto di compravendita di titoli realizzato in base ad un ordine impartito dal cliente della banca e da questa eseguito prima della formale stipula del contratto quadro, che è avvenuta successivamente²⁰⁷. La corte genovese ha precisato che la nullità deriverebbe dalla circostanza “*che il contratto quadro è stato sottoscritto successivamente all'ordine di acquisto dei titoli e alla sua esecuzione da parte della banca*” e, di conseguenza, il contratto di compravendita sarebbe nullo per violazione dell'art. 23 TUIF, che appunto esige, a pena di nullità, il requisito della forma

²⁰⁷ Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e Resp.* 2005, 6, 604 ss., con nota di ROPPO.

scritta. Tale motivazione – come rilevato da autorevole dottrina²⁰⁸ – non può che lasciare qualche perplessità, a tacer d'altro per il fatto che si è fatto confusione tra contratto quadro e contratti a valle: è soltanto per il primo - come detto – che la norma in commento prevede il requisito della forma scritta a pena di nullità, nessun requisito di forma viene invece previsto per i secondi. E il contratto quadro, nella fattispecie decisa dal Tribunale di Genova, era stato concluso in forma scritta. Altro discorso è, invece, il fatto che il contratto quadro dovesse essere sottoscritto prima del contratto di compravendita a valle, ma tale esigenza non deriva certo dal disposto dell'art. 23 TUIF, quanto piuttosto da un'altra norma: ossia l'art. 30 Regolamento Intermediari n. 11522/98, il quale prevedeva che *“gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto”*²⁰⁹. *“Ora, se non si ha un'eccessiva sensibilità a problemi di gerarchia delle fonti, e si ammette che norme imperative, suscettibili di condizionare la validità di un contratto, possano essere contenute anche in fonti non primarie, di rango inferiore alla legge e agli atti aventi forza di legge, si potrà convenire che [...] la nullità, propriamente, deriva non già da violazione del requisito di forma dell'art. 23 t.u.f., bensì dal contrasto con la norma imperativa di cui all'art. 30, comma 1°, reg. Consob n. 11522 del 1998”*²¹⁰. La decisione del Tribunale di Genova, quindi, potrebbe ritenersi condivisibile nella sostanza, seppure con una motivazione evidentemente diversa.

²⁰⁸ ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione*, cit., 626 ss.

²⁰⁹ Con il recepimento della MiFID, la norma corrispondente alla disposizione in esame è l'art. 37 del Regolamento Intermediari, che nella sostanza, con specifico riferimento alla questione in commento, non differisce con la precedente previsione.

²¹⁰ Così ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, cit., 902.

Con riferimento comunque al ragionamento reso necessario per affrontare il caso sottoposto all'attenzione del Tribunale di Genova, altra dottrina si è posta un ulteriore interrogativo: ossia, se la sottoscrizione successiva del contratto quadro avrebbe potuto essere idonea a sanare la mancanza di legittimità dell'ordine precedentemente impartito²¹¹. In altre parole, se l'investitore, con la successiva sottoscrizione del contratto quadro, avrebbe potuto implicitamente affermare *ex post* di volere effettivamente e, quindi, di dare seguito all'operazione precedentemente compiuta. Ed infatti si potrebbe sostenere che l'investitore, in sede giudiziaria, abbia assunto una posizione quanto meno contraddittoria – per non dire quasi in mala fede – atteso che si è richiamato alla mancanza di forma del contratto quadro che, nel momento in cui veniva iniziata l'azione giudiziaria, l'investitore medesimo era ben conscio di aver sottoscritto. Il giudice del caso in esame si sarebbe potuto interrogare sull'applicabilità di un meccanismo di sanatoria dell'originario difetto di forma. È evidente, infatti, che un'operazione posta in essere in assenza di qualsiasi contratto scritto è affatto distinta rispetto ad un'operazione realizzata con un contratto scritto, pur se predisposto e sottoscritto tardivamente.

Al riguardo, tuttavia, non si può non rilevare che l'art. 1423 c.c., sull'inammissibilità della convalida del contratto nullo, prevede che l'eventuale dichiarazione di convalida o la volontaria esecuzione non preclude l'azione di nullità. Risiedendo la *ratio* di tale norma “*nell'interesse generale che presiede al regime di nullità e che suggerisce di sottrarre il rimedio alla libera disponibilità delle parti*

²¹¹ SANGIOVANNI, *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in www.mondobancario.it.

*interessate*²¹². Quest'ultima precisazione è vera, sebbene non si possa tacere neppure lo spiraglio lasciato dallo stesso art. 1423 c.c., laddove precisa: “*se la legge non dispone diversamente*”. Anche su questo punto, quindi, il legislatore potrebbe decidere di intervenire, modificando opportunamente la normativa di settore, al precipuo fine di evitare azioni opportunistiche da parte di investitori tutt'altro che sprovveduti.

7.2 - (segue): la nullità per violazione di norme imperative

L'altra ipotesi di nullità che la giurisprudenza ha prospettato come rimedio alla violazione delle regole di condotta poste a carico degli intermediari finanziari, è – come anticipato – la cd. “nullità virtuale”: il contratto di investimento è nullo, ex art. 1418, comma 1, c.c., per contrarietà a norme imperative²¹³; tali essendo considerate – come visto – le norme che impongono all'intermediario gli obblighi di informazione, in quanto dettate a presidio di interessi generali²¹⁴.

Tale orientamento giurisprudenziale trae origine dalla nota sentenza del Tribunale di Mantova del 18 marzo 2004, in cui la categoria della nullità virtuale è stata utilizzata per accogliere le domande dei risparmiatori²¹⁵. Attraverso tale rimedio la corte mantovana ha

²¹² GALGANO, *Commentario al codice civile*, Piacenza, 2006, 1221.

²¹³ Sul punto cfr. SANGIOVANNI, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e resp.*, 2006, 887, il quale critica la terminologia, in quanto invero si tratterebbe di una nullità del tutto “reale”, giacché gli effetti della nullità in discorso sono identici a quelli delle nullità cd. “testuali”, con l'unica differenza che manca soltanto una previsione espressa. Per questa ragione, l'autore preferirebbe parlare di nullità “inespressa”; nonché cfr. anche: GENOVESI, *Limiti della “nullità virtuale” e contratti su strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2006, 674; GALGANO, *Il negozio giuridico*, in AA. VV., *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da CICU-MESSINEO-MENGONI, Milano, 2002, 282 ss.; DE NOVA, *op. cit.*, 436; SACCO, *Il contratto*, in AA. VV., *Trattato di diritto civile*, diretto da VASSALLI, Torino, 1995, 560.

²¹⁴ Cfr. MIRIELLO, *La strenua difesa dell'investitore: scandali finanziari e pretese nullità virtuali nei contratti di vendita di titoli obbligazionari*, in *Contr. impr.*, 2005, 497; BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, 8 ss.

²¹⁵ Trib. Mantova 18 marzo 2004, in *Banca Borsa*, 2004, 440 ss., con nota di MAFFEIS.

ripristinato lo *status quo ante* degli attori, garantendo agli stessi la ripetizione della somma investita ex art. 2033 c.c., unitamente agli interessi legali dal giorno del pagamento effettuato, giusta la ritenuta malafede dell'*accipiens*²¹⁶.

Tuttavia, la ricostruzione della nullità virtuale non convince e pone numerose questioni sotto molteplici profili.

Al riguardo si vuole precisare, preliminarmente, che la violazione di una norma imperativa non dà luogo sempre e necessariamente alla nullità (virtuale) del contratto, dal momento che l'art. 1418, comma 1, c.c., con l'inciso "*salvo che la legge disponga diversamente*", esclude tale sanzione, ove sia previsto un meccanismo idoneo a realizzare ugualmente gli effetti voluti dalla norma: ossia nel caso in cui sia lo stesso ordinamento a prevedere una differente conseguenza.

Con tale precisazione è quindi possibile, in caso di violazione di norme imperative, ipotizzare altri rimedi diversi dalla nullità.

Un fattore critico del rimedio restitutorio, conseguente alla nullità, è costituito anzitutto dal fatto che esclude a priori ogni considerazione sul rapporto di causalità fra il pregiudizio patrimoniale lamentato e la condotta dell'intermediario nonché sul possibile concorso del fatto dell'investitore. Con la duplice conseguenza, di natura economica, di trasferire in capo all'impresa di investimento anche la componente della perdita che possa dipendere dal generale andamento del mercato²¹⁷ e - al contempo, e per converso - di disincentivare

²¹⁶ Per il rilievo che "il comportamento di non correttezza e di non trasparenza della banca porta ad escludere la buona fede", cfr.: Trib. Mantova 18 marzo 2004, *cit.*; Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in www.ilcaso.it; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, *cit.*: Per l'affermazione addirittura della malafede, cfr.: Trib. Treviso, 26 novembre 2004, in www.avvocatideiconsumatori.it; Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005, in www.ilcaso.it.

²¹⁷ THOMPSON, "*Simplicity and Certainty*" in *the Measure of Recovery under Rule 10b-5*, in 51 *Bus. Law*, 1996, 1186 ss.

l'investitore ad assumere quei comportamenti mirati alla prevenzione del danno che si innescano quando si attribuisce rilevanza giuridica al concorso del fatto colposo del danneggiato²¹⁸.

In particolare, l'apertura alla ripetizione dell'indebito consente all'investitore di ritornare allo *status quo ante* e, per di più, di conseguire anche un rendimento sulla somma investita pari al tasso degli interessi legali, indipendentemente dalla circostanza che possibili perdite patrimoniali – o quanto meno una parte delle stesse - si sono verificate soltanto a causa dell'andamento negativo del mercato. Pertanto, nessun tipo di valutazione viene fatta in ordine all'esistenza di un effettivo nesso di causalità tra la violazione della specifica regola di comportamento accertata in capo all'intermediario e il concreto pregiudizio sofferto. Con la conseguenza che l'investitore potrebbe assumere comportamenti opportunistici diretti a recuperare integralmente la somma investita con gli interessi legali, anche quando la perdita dipenda da fattori causali diversi rispetto alla condotta dell'intermediario, primo fra tutti la libera decisione dell'investitore²¹⁹.

D'altro canto, si consideri che anche il legislatore americano – come visto – ha preferito evitare tali conseguenze negative, prevedendo esplicitamente il rimedio del risarcimento dei danni, ai sensi della *Rule 10b-5* (v. *supra* par. 5.2).

²¹⁸ COOTER-ULEN, *An Economic Case for Comparative Negligence*, in 61 *N.Y.U. L. Rev.*, 1986, 1067 e ss.; POLINSKY, *An Introduction to Law and Economics*, New York, 2003, 43 ss.

²¹⁹ Si pensi, ad esempio, al caso di un intermediario finanziario in conflitto di interessi che abbia venduto degli strumenti finanziari ad un investitore ad un prezzo più elevato rispetto a quello di mercato e che, in seguito, per fattori dipendenti esclusivamente dal mercato finanziario, il prezzo di tali strumenti si riduca notevolmente. Nel caso in esame, se si applicasse il rimedio della nullità, l'investitore conseguirebbe l'intera somma investita, sebbene la violazione della regola del conflitto di interessi, gli abbia cagionato soltanto una perdita pari alla differenza tra il prezzo di mercato all'epoca dell'operazione e quello, maggiore, applicato all'investitore medesimo.

Come accennato anche in precedenza, l'iniziale massiccio ricorso alla nullità virtuale è, con molta probabilità, riconducibile anche alla necessità da parte dell'ordinamento di rispondere con prontezza agli scandali finanziari che si sono susseguiti nella prima metà degli anni 2000 e, di conseguenza, di compensare gli investitori delle perdite dagli stessi subite, potendo rivolgersi a tal fine alle capienti casse delle imprese di investimento.

È necessario rilevare, tuttavia, che questa strenua difesa dell'investitore genera necessariamente costi non indifferenti che vengono riversati sull'intero sistema sociale²²⁰.

Si pensi, ad esempio, all'aumento delle commissioni bancarie e di intermediazione dovute all'imposizione a carico delle imprese di investimento di eccessivi oneri economici²²¹.

Sotto altro profilo, poi, si pensi anche che gli intermediari finanziari più piccoli potrebbero ridurre notevolmente le loro attività, per timore di una sanzione eccessiva rispetto alle proprie capacità patrimoniali, con la conseguenza che ne potrebbe risentire la concorrenza e l'efficienza dell'intero mercato finanziario²²².

Ma il rimedio della nullità per la violazione delle norme di informazione degli intermediari, a ben vedere, non convince anche - e soprattutto - perché tale soluzione non tiene in considerazione che gli obblighi informativi non attengono tanto agli elementi costitutivi e al contenuto del contratto, quanto piuttosto ad elementi esterni ad

²²⁰ ZINGALES, *The Costs and Benefits of Financial Regulation*, ECGI Law Working Paper n. 21/2004, in www.ssrn.com, 5 ss.; COASE, *The Problem of Social Cost*, 3 J. Law & Econ., 1960, 1 ss.

²²¹ DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in *Giur. comm.*, 2004, 344.

²²² DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, 2002, 14 ss.

esso, che impongono una determinata condotta nella fase delle trattative o in *executivis*²²³.

In altri termini, la giurisprudenza qui in esame dimentica la tradizionale distinzione tra “*regole di validità e regole di comportamento/responsabilità*”. Le prime dicono se il contratto è valido o invalido; le seconde [...] dicono se una parte ha diritto a sciogliersi dal contratto e/o a chiedere il risarcimento del danno in conseguenza di comportamenti scorretti e lesivi tenuti dall'altra parte²²⁴. E dimentica, in particolare, che le regole di informazione sono tipicamente regole di comportamento/responsabilità – e non regole di validità – la cui violazione non può quindi comportare nullità del contratto, quanto piuttosto esclusivamente risarcimento e/o risoluzione (o al più annullamento).

Un mero comportamento dell'intermediario, infatti, non entra a far parte della struttura del contratto e, quindi, non può certamente comportare la nullità del contratto medesimo²²⁵. Il richiamo all'istituto della nullità del contratto, quindi, non sembrerebbe corretto.

²²³ Cfr. ALBANESE, *op. cit.*, 107 ss.; SANGIOVANNI, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario tra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MiFID*, in *I Contratti*, 2007, 243 ss.; L. NIVARRA, *Teoria e storia. Clausole generali e principi generali del diritto nel pensiero di Luigi Mengoni*, in *Eur. dir. priv.*, 2007, 416; PERRONE, *Servizi di investimento*, cit., 1020 ss.; D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella conclusione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 43; D'AMICO, *Regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996, 100 ss.

²²⁴ Così ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, cit., 904. Ma cfr. anche: G. COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, 537 ss.; MERUZZI, *La responsabilità precontrattuale tra regola di validità e regola di condotta*, in *Contratto e impresa*, 2006, 950 ss.; SANGIOVANNI, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio*, cit., 694.

²²⁵ Si porta un esempio per maggiore chiarezza. Se le parti inserissero in un contratto di investimento una clausola in contrasto con una previsione del TUIF – ad esempio, un articolo che dispensa la banca dall'operare in modo che l'investitore sia sempre adeguatamente informato – tale clausola sarebbe nulla perché in contrasto con una norma imperativa (posta a tutela di interessi pubblici). Totalmente diverso sarebbe, invece, il caso di una mera condotta illegittima dell'intermediario che, in quanto tale, non incide sugli

Da tale prospettiva consegue, quindi, che il rimedio per la mancata esecuzione degli obblighi informativi dovrebbe operare su un diverso piano: e essenzialmente sul piano del risarcimento.

E del resto – come osservato da autorevole dottrina – è la stessa normativa di settore, che nell’allocare all’intermediario l’onere della prova di aver adempiuto correttamente agli obblighi di condotta, precisa che tale allocazione opera “*nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento*” (art. 23, comma 6, TUIF).²²⁶

7.3 - La responsabilità risarcitoria (contrattuale e precontrattuale) e la risoluzione

La giurisprudenza più recente e la dottrina maggioritaria – prendendo le distanze dall’orientamento giurisprudenziale iniziale - hanno individuato nelle azioni di risarcimento danni, e eventualmente di risoluzione, i rimedi applicabili a favore dell’investitore non adeguatamente informato dall’intermediario finanziario.

La violazione degli obblighi di informazione è stata considerata, anzitutto, come violazione di obblighi precontrattuali (art. 1337 c.c.), quando la mancanza di informazione si verifica nella fase precedente alla conclusione del contratto quadro.

Le regole di condotta degli intermediari finanziari, infatti, sembrerebbero applicazioni del principio generale di buona fede durante le trattative (art. 1337 c.c.)²²⁷.

elementi costitutivi del contratto; con la conseguenza che non vi può essere proprio alcuna nullità.

²²⁶ Cfr. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, cit., 904.

²²⁷ POLIANI, *Obblighi di informazione*, cit., 15.

Al riguardo, la giurisprudenza di legittimità ha avuto modo di precisare che, a fronte di violazioni commesse nella fase anteriore alla conclusione del negozio, i doveri di informazione “*attengono alla fase delle trattative precontrattuali e che, pertanto, la loro inosservanza non può determinare la nullità del contratto*”²²⁸.

La giurisprudenza in commento – contrariamente a quanto affermato in precedenza²²⁹ - precisa che l’ambito di applicazione dell’art. 1337 c.c. si estende ben al di là della mera ipotesi della rottura ingiustificata delle trattative ed assume il valore di una clausola generale²³⁰. Il contenuto di tale clausola, pur non essendo predeterminato in maniera precisa, ricomprende sicuramente il dovere di portare avanti le trattative in modo leale; in capo agli intermediari, tale dovere ricomprende – oltre ai comportamenti previsti espressamente dalla normativa primaria e secondaria – anche l’astensione da comportamenti maliziosi²³¹ o anche solo reticenti e la comunicazione alla controparte di ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l’ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto. Ciò vuol dire che la responsabilità precontrattuale si estende non solo ai casi di trattative infruttuose o di stipula di contratti invalidi o inefficaci, ma anche ai casi nei quali vi sia stata la conclusione di un contratto valido ed efficace che, tuttavia, risulta pregiudizievole per il soggetto che ha subito il comportamento scorretto della propria controparte²³².

²²⁸ Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Corr. giur.*, 2006, 669 ss.

²²⁹ Cfr. Cass. 11 settembre 1989, n. 3922 e Cass. 12 ottobre 1970, n. 1948.

²³⁰ Cfr. MERUZZI, *La responsabilità precontrattuale*, cit., 946.

²³¹ Cfr. MERUZZI, *La trattativa maliziosa*, Padova, 2002, 266.

²³² ROPPO-AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 33.

Tale impostazione conduce ad una rivisitazione di un tradizionale punto fermo della sistematica civilistica.

La responsabilità ex art. 1337 c.c. era concepibile solo in presenza del mancato perfezionamento dell'accordo, ovvero nell'ipotesi di contratto invalido (1338 c.c.), sulla base di una implicita riduzione delle fattispecie riconducibili all'art. 1337 c.c. alle sole ipotesi del recesso ingiustificato delle trattative e simili. Tuttavia, detta interpretazione restrittiva si scontrava con la ben più ampia formulazione della disposizione medesima, la quale – testualmente – consentiva, e consente, di includere nel proprio ambito applicativo anche la fase della formazione in senso proprio del contratto e non solo quella preliminare delle trattative.

Quando, invece, sia omessa un'informazione che doveva essere prestata in un momento successivo alla conclusione del contratto quadro, la responsabilità risarcitoria dovrebbe conseguire dall'applicazione delle regole generali in tema di adempimento contrattuale (art. 1218 c.c.)²³³, con possibilità di ottenere la risoluzione del contratto nel caso in cui ricorra il requisito della gravità dell'adempimento ex art. 1455 c.c.

A questo proposito, preme sottolineare che gli obblighi di informazione previsti in capo alle imprese di investimento sono considerati obblighi "legali", in quanto previsti da norme di legge (primarie e secondarie); ma gli stessi sono al contempo anche obblighi "contrattuali" (inerenti il contratto quadro), sia perché sono stati recepiti dal contratto quadro medesimo, "*sia perché se anche*

²³³ Spesso nelle decisioni di merito non risulta chiaro il confine tra fattispecie di responsabilità precontrattuale e contrattuale. Sembra tuttavia corretta la regola che distingue le ipotesi a seconda del momento in cui avvenga la violazione dell'obbligo di informazione rispetto alla conclusione del contratto. Sul punto cfr.: ROPPO-AFFERNI, *op. cit.*, 31; POLIANI, *La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione*, in *I Contratti*, 2006, 245 ss.

non vi fossero stati trasfusi per volontà delle parti, sarebbero entrati a fare parte del regolamento contrattuale per via di integrazione ex art. 1374 c.c., a norma del quale “il contratto obbliga le parti non solo a quanto è nel medesimo espresso, ma anche a tutte le conseguenze che ne derivano secondo la legge”²³⁴. Se, invece, si considera la loro funzione, devono essere considerati come obblighi “precontrattuali”, in quanto sono funzionali alla conclusione dei distinti e successivi contratti a valle.

Se l'intermediario viola tali obblighi, si rende inadempiente al contratto quadro che li prevede. Se tale inadempimento è di non scarsa importanza ex art. 1455 c.c., l'investitore danneggiato potrebbe chiedere la risoluzione del contratto quadro²³⁵. La valutazione della gravità va svolta con riferimento al momento in cui si verifica l'inadempimento, atteso che è in tale momento che si realizza l'alterazione del rapporto sinallagmatico, non già con riferimento al momento della pronuncia giudiziale.

A ben vedere, tuttavia, il cliente dovrebbe avere più interesse a risolvere il contratto di compravendita a valle, che il contratto a monte. Ma una volta risolto il contratto quadro, viene meno il fondamento essenziale su cui si fonda lo specifico contratto a valle: perciò la risoluzione del contratto quadro giustifica la risoluzione del contratto attuativo a valle: *“nella stessa logica del rimedio della presupposizione, per cui il successivo venire meno del presupposto su cui il contratto si fondava giustifica la caducazione del contratto stesso”²³⁶*

²³⁴ Così ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione*, cit., 628.

²³⁵ ALBANESE, *Regole di condotta*, cit., 107; PEPE, *op. cit.*, 123 ss; GUADAGNO, *op. cit.*, 548; MOLLO, *op. cit.*, 1111; VETTORI, *op. cit.*, 785.

²³⁶ Così, ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione*, cit., 628 ss.

Ottenuta la risoluzione, l'investitore avrà diritto alla ripetizione dell'intero capitale impiegato, ex art. 1458, comma 1, c.c.. Ma, dall'altro lato, l'intermediario finanziario dovrà far valere, eventualmente in sede processuale, il proprio diritto a ricevere indietro il titolo oggetto del contratto di compravendita risolto. Sovente, invece, gli intermediari finanziari convenuti in giudizio tralasciano di chiedere indietro i titoli litigiosi in caso di accoglimento delle azioni di risoluzione o di nullità esercitate dai clienti, con la conseguenza che gli investitori, oltre ad aver ricevuto indietro le somme impiegate maggiorate degli interessi legali, continuano a beneficiare, indebitamente, anche degli strumenti finanziari contestati.

7.4 - L'annullamento del contratto (errore e dolo)

Il ricorso al rimedio dell'annullabilità non ha subito le critiche registrate per la declaratoria di nullità. Ciò in quanto si ritiene generalmente, almeno da un punto di vista teorico, che tale strumento di tutela si attagli bene alle fattispecie in discorso²³⁷.

Tale rimedio, tuttavia, non è stato seguito dalla giurisprudenza, probabilmente anche per ragioni di ordine pratico, posto che grava sul risparmiatore l'onere probatorio relativo all'essenzialità dell'errore e all'esistenza del dolo.

In particolare, la prova dell'essenzialità dell'errore avrebbe dovuto spingersi fino alla prova del fatto che, laddove l'intermediario avesse adempiuto ai propri obblighi informativi, il cliente non avrebbe effettuato l'investimento²³⁸. In proposito, il Tribunale di Roma ha osservato che *“trattandosi di vizio determinante la formazione della volontà negoziale, l'attore avrebbe dovuto dimostrare che, qualora*

²³⁷ Cfr. DE POLI, *op. cit.*, 168 ss.

²³⁸ Cfr. Trib. Parma, 16 giugno 2005, in *www.ilcaso.it*.

*avesse ricevuto le informazioni dovute al momento della contrattazione del titolo, non lo avrebbe certamente acquistato*²³⁹.

Con riferimento all'annullamento, vi sono principalmente due correnti giurisprudenziali.

Un primo filone si concentra sul concetto di rischio: per la precisione l'errore essenziale deve vertere nella distorta o non veritiera rappresentazione del rapporto tra rischio e rendimento dell'operazione finanziaria eseguita²⁴⁰.

L'altra corrente, invece, non considera essenziale la falsa rappresentazione del rischio dell'operazione, quanto piuttosto l'errore che ricade sulla particolare tipologia di servizio di investimento effettuata ovvero sulla conformazione o sulle caratteristiche rilevanti che individuano lo strumento finanziario oggetto dell'operazione²⁴¹.

Passando all'elemento del dolo, considerato come causa di annullamento, questo può consistere sia nell'ingannare la controparte con notizie false, con parole ovvero con fatti materiali e comunque con azioni (dolo commissivo), sia nascondendo fatti o circostanze decisivi, come nel caso della reticenza (dolo omissivo)²⁴².

Anche in questo caso, il risparmiatore è gravato dall'onere di provare gli artifici o i raggiri che sarebbero stati perpetrati dall'intermediario finanziario, la falsa rappresentazione che ne è derivata e il relativo nesso di causalità.

²³⁹ Così Trib. Roma, 25 maggio 2005, in *Corr. giur.*, 2005, 1275 ss.

²⁴⁰ Cfr. Trib. Parma, 16 giugno 2005, in *www.ilcaso.it*.

²⁴¹ Cfr. Trib. Roma, 29 luglio 2005, n. 17539.

²⁴² CIAN-TRABUCCHI, *Commentario breve al codice civile*, Padova, 2007, 1439.

A questo punto pare utile soffermarsi sulla possibile applicazione, nell'ambito del settore finanziario, dell'istituto della convalida del contratto annullabile ex art. 1444 c.c..

Ciò in quanto si sono verificati numerosi casi in cui i risparmiatori, prima, hanno assunto comportamenti palesemente volti a confermare la validità e l'efficacia dei contratti di investimento e poi – spesso in seguito a delle perdite subite – hanno invece provveduto a contestarne in radice le medesime validità ed efficacia.

Il Tribunale di Roma, ad esempio, ha ritenuto che l'apprensione, per un determinato periodo di tempo, delle cedole relative agli interessi corrisposti dall'emittente rappresentasse da parte del risparmiatore una chiara convalida per fatti concludenti dell'investimento dallo stesso in precedenza effettuato²⁴³.

Analogamente, in un altro caso, il risparmiatore aveva alienato dei prodotti finanziari originariamente acquistati con un contratto annullabile per vizi della volontà. Anche in questa ipotesi, si è ipotizzato che l'alienazione potesse rappresentare una convalida tacita del contratto annullabile, ai sensi dell'art. 1444, comma 2, c.c.²⁴⁴.

7.5 - Il rimedio risarcitorio e il danno risarcibile

Dalla linea interpretativa prospettata nei precedenti paragrafi - che esclude la nullità e che invece prevede il risarcimento del danno, la risoluzione e l'annullamento, come i rimedi prospettabili nei casi di violazione degli obblighi di condotta - derivano ovviamente conseguenze difformi in ordine alle azioni proponibili e ai danni che potrebbero essere risarciti.

²⁴³ Cfr. Trib. Roma, 25 maggio 2005, in *Corr. giur.*, 2005, 1275 ss.

²⁴⁴ Cfr. Trib. Bologna, 31 maggio 2005, n. 1842, in www.ilcaso.it; nonché in dottrina BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *I Contratti*, 2006, 476.

Tendenzialmente si è portati a ritenere che ciò comporterà un aggravio degli oneri a carico dei risparmiatori, parti deboli del rapporto contrattuale.

Infatti, *“la sanzione della nullità in ipotesi di mancata osservanza di determinati obblighi di comportamento (comunicazioni, avvisi, adempimenti) sembra diretta ad attribuire la massima protezione al contraente a favore del quale quegli obblighi siano imposti. Infatti l'estrema rigidità della disciplina della nullità, la sua indisponibilità, l'imprescrittibilità dell'azione appaiono a prima lettura costituire un baluardo insormontabile e ben difficile da aggirare ove si pensi all'inammissibilità di rinunce preventive e comunque al meccanismo di chiusura contro ogni altro mezzo utilizzabile, costituito dalla nullità per frode alla legge”*²⁴⁵. Inoltre, sotto altro profilo, si è rilevato che *“per l'attore è enormemente più agevole e sicuro perseguire, e per il giudicante è meno faticoso emettere, una condanna a restituire una somma già predefinita, piuttosto che risarcire una somma da definire”*²⁴⁶. Ed infine si è sottolineato che *“risulta evidente come la tecnica della invalidazione del contratto di investimento finisca per rappresentare uno stratagemma per semplificare la posizione del cliente nei confronti dell'impresa di investimento, in quanto supera le difficoltà probatorie connesse al danno e al nesso di causalità, sostituendovi un ben definito diritto alla restituzione delle prestazioni già eseguite, idoneo a procurare la soddisfazione del cliente”*²⁴⁷.

Ma se tutto ciò è vero, è altrettanto vero, che il rimedio della nullità rappresentava la strada “più corta e più facile” (specie in relazione all'automaticità del meccanismo restitutorio), ma non la “più

²⁴⁵ Così G. SICCHIERO, *Nullità per inadempimento?*, in *Contr. e impr.*, 2006, 376.
²⁴⁶ ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, cit.,

908.

²⁴⁷ Così AMBROSOLI, *op. cit.*, 1110.

corretta”: ossia quella più idonea ad “arrivare alla soluzione giusta”²⁴⁸. Ed infatti, non sembra così aberrante che chi voglia essere risarcito di un danno, che dichiara di aver subito, abbia l’onere di provare appunto il danno effettivamente subito.

E che l’unico interesse da valutare non debba essere solo quello del consumatore è messo in luce anche da autorevole dottrina, secondo la quale “una controversia eventualmente insorta, ad esempio, in materia di completezza, precisione e trasparenza dei documenti informativi offerti al consumatore andrebbe istruita e risolta dal giudice non tanto alla stregua di un paradigma di mera e assoluta protezione del consumatore, quanto alla stregua di un paradigma di buona fede che coniughi l’interesse dell’acquirente ad una determinazione pienamente consapevole con l’esigenza del fornitore di non vedere aggravati i propri obblighi oltre il limite obiettivamente richiesto dalle caratteristiche del prodotto ed anche del mercato di riferimento”²⁴⁹.

7.6 - Le Sezioni Unite della Cassazione hanno confermato il rimedio risarcitorio

Con due pronunce rese a sezioni unite, la Suprema Corte ha aderito – si direbbe - *in toto* alla linea interpretativa delineata nei precedenti paragrafi, che vede il difetto di informazione imputabile all’intermediario finanziario come violazione di obblighi precontrattuali (art. 1337 c.c.) o come inadempimento del contratto quadro in virtù del quale vengono prestati i servizi finanziari (art. 1218 c.c.)²⁵⁰.

²⁴⁸ Così ROPPO-AFFERNI, *op. cit.*, 31.

²⁴⁹ Così C. CAMARDI, *op. cit.*, 284 ss.

²⁵⁰ Cass. sez. un. 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., con nota di MARICONDA; Cass. sez. un. 19 dicembre 2007, n. 26725, in www.ilcaso.it. Cfr. anche:

La Cassazione ha, quindi, confermato la sua precedente decisione del 2005²⁵¹, statuendo che la violazione degli obblighi informativi previsti dalla normativa di settore non comporta la nullità del contratto, ma il risarcimento del danno.

In particolare, la Corte ha ribadito che la responsabilità in cui incorre l'intermediario sarà precontrattuale, quando la reticenza a lui imputabile emerge anteriormente alla stipula del contratto quadro (art. 1337 c.c.); contrattuale, se l'informazione avrebbe dovuto essere fornita successivamente alla stipulazione del contratto quadro, nella fase propedeutica all'effettuazione dell'ordine di acquisto da parte dell'investitore (art. 1218 c.c.). Nel caso in cui, poi, l'inadempimento delle obbligazioni contrattualmente assunte dall'intermediario fosse grave, il risparmiatore sarebbe legittimato a domandare la risoluzione²⁵².

Dall'evoluzione giurisprudenziale sopra delineata, sembrerebbe quindi che le Corti italiane – sebbene dopo un lungo e, per certi versi, tortuoso percorso – siano alla fine riuscite ad individuare il rimedio applicabile alle violazioni delle norme di condotta degli intermediari finanziari; colmando così la lacuna normativa, non certo di poco conto, che il legislatore comunitario aveva lasciato.

Cionondimeno, il “soccorso” così prestato dalla giurisprudenza non elimina certo l'esigenza che il legislatore comunitario prenda una chiara posizione sul punto, onde consentire *inter alia* quell'uniformità di applicazione della MiFID all'interno dell'Unione Europea,

F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori. Note critiche a Cassazione (s.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Dir. fall.*, 2008, II, 1 ss.

²⁵¹ Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e resp.*, 2006, 25, con nota di ROPPO-AFFERNI.

²⁵² Cfr. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I Contratti*, 2008, 4, 393 ss. In senso critico, cfr. D. MAFFEIS, *Discipline preventive*, cit., 403 ss.

legittimamente posta tra i principali obiettivi della normativa in discorso. Si auspica quindi che il legislatore europeo – seguendo le osservazioni sollevate da più parti, secondo cui la MiFID necessiterebbe di interventi correttivi in diversi punti – colga l'occasione per perfezionare la disciplina anche sotto il profilo dei rimedi utilizzabili.

8. CONCLUSIONI

La MiFID - pur presentando, come visto, ancora aspetti problematici non completamente risolti – sembra possedere comunque nel suo impianto normativo quei requisiti fondamentali per raggiungere i due principali obiettivi tipicamente propri del diritto dei mercati finanziari: l'effettiva tutela degli investitori e l'integrità dei mercati.

Nel tentativo di raggiungere tali obiettivi, la MiFID sembra essersi mossa con un approccio propriamente realistico, evitando di affrontare le diverse problematiche con soluzioni magari teoricamente ineccepibili, ma sul piano pratico assolutamente inconcludenti.

Si pensi, anzitutto, al tema dei conflitti di interessi: la MiFID ha approcciato la materia prendendo atto che tali conflitti nel mercato finanziario – pur rappresentando una grave minaccia per l'integrità dei mercati - sono tuttavia pressoché ineliminabili. Conseguentemente, il legislatore europeo ha adottato una serie di misure di diverso tipo, atte a gestire e a limitare gli effetti negativi dei conflitti di interessi, piuttosto che a tentare di eliminare direttamente (si direbbe: con probabile insuccesso) i conflitti di interessi stessi.

Ancora, il legislatore comunitario si è reso conto anche dell'impossibilità di raggiungere un perfetto equilibrio informativo tra

gli intermediari e gli investitori e che, a ben vedere, per una reale tutela dell'investitore sono sufficienti, in effetti, soltanto alcune specifiche informazioni in grado di consentire scelte di investimento consapevoli. Di conseguenza, la MiFID ha previsto che le informazioni da fornire ai clienti debbano essere efficienti e mirate – in forza del principio della modularità dell'informativa – onde evitare che i risparmiatori vengano sommersi di dati di ogni tipo, spesso superflui e irrilevanti per il caso concreto e, quindi, inutili per il reale interesse del cliente di operare appunto scelte di investimento consapevoli.

La MiFID, d'altro canto, si caratterizza anche per aver abbandonato quell'atteggiamento eccessivamente protezionistico nei confronti degli investitori, esprimendo un approccio di maggiore equilibrio nell'allocazione delle responsabilità tra intermediari e clienti. La nuova disciplina, quindi, ha responsabilizzato maggiormente gli investitori, i quali sono giustamente chiamati ad una gestione oculata del proprio patrimonio: gestione che, quindi, si dovrebbe tradurre anzitutto nella scelta da parte dei clienti dei servizi di investimento più appropriati alla loro effettiva conoscenza ed esperienza.

Sotto altro profilo, è interessante rilevare inoltre – da un punto di vista per così dire “di politica internazionale” – che la MiFID ha visto nel rafforzamento del mercato dei servizi finanziari dell'Unione Europea un fattore strategico molto importante ed è principalmente per questa ragione – si deve ritenere - che il legislatore comunitario ha posto tra i suoi principali obiettivi quello della massima armonizzazione della disciplina di settore.

Sembra utile richiamare ancora una volta, dunque, l'auspicio che il legislatore comunitario – anche per coerenza con le strategie

politiche europee - intervenga opportunamente affinché vengano eliminati tutti quei meccanismi normativi che mettono seriamente a repentaglio l'applicazione uniforme della disciplina di settore all'interno dell'Unione Europea.

Ovviamente, il successo della nuova normativa dipenderà in gran parte – oltre che dalla validità delle disposizioni ivi previste – da come sarà applicata concretamente dagli operatori del settore e, in particolare, da come gli stessi sapranno comprendere e fare propria la *ratio* sottesa alla disciplina in parola.

In conclusione – pur nella consapevolezza che molto ancora si dovrà fare – la MiFID costituisce in ogni caso un sicuro passo in avanti, rispetto alla normativa previgente, verso la realizzazione di una compiuta e matura disciplina del “futuribile” mercato finanziario comunitario²⁵³.

²⁵³ G. DI GASPARE, *op. cit.*, 93.

BIBLIOGRAFIA

ABBATE A., *Primi orientamenti della giurisprudenza sul caso Cirio*, in *Giur. bancaria*, 2005;

ALBANESE A., *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008;

ALBANESE A., *Violazione di norma imperativa e nullità del contratto*, Napoli, 2003;

ALESSI R., *I doveri di informazione*, in C. CASTRONOVO e S. MAZZAMUTO, *Manuale di diritto privato europeo, II, Proprietà, Obbligazioni, Contratti*, Milano, 2007;

ALPA G., *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. e Impr.*, 2008;

ALPA G., *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *I Contratti*, 2006;

ALPA G., *La direttiva sui mercati finanziari e la tutela del risparmiatore*, in *I Contratti*, 7, 2004;

ALPA G., *Sub art. 21*, in ALPA e CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, Padova, 1998;

ALPA G., *Note minime sulla trasparenza dei contratti bancari e finanziari*, in *Vita notar.*, 1995, I;

ALPA G., *La trasparenza del contratto nei settori bancario, finanziario, e assicurativo*, in *Giur. it.*, 1992, IV;

ALPA G. e GAGGERO P., *Profili della tutela del risparmiatore*, in *Le Società*, 1998, 5;

ALPA G. e GIAMPIERI A., *Analisi economica del diritto e analisi economica del metodo. La questione del danno contrattuale*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1996;

AMATUCCI, *Vendita di titoli di Stato argentini, conseguenze della violazione dei doveri comportamentali della banca ed obbligo di informazione: una voce "fuori dal coro"*, in *Giur. Comm.*, 2006;

AMBROSINI S., *La responsabilità della banca prima e dopo la direttiva Mifid, tra profili di invalidità e rimedi risarcitori*, in S. AMBROSINI e P.G. DEMARCHI, *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, Milano, 2009;

AMBROSOLI, *Doveri di informazione dell'intermediario finanziario e sanzioni*, in *Contratti*, 2005;

AMICI A., CARMASSI J., MASALA F., PALISI F. e PALISI F., *I conflitti di interesse nell'industria finanziaria europea: tassonomia, procedure di gestione e norme comunitarie*, in *Bancaria*, 2006, 7-8;

AMOROSINO S., *Manuale di Diritto dei Mercati Finanziari*, Milano, 2008;

AMOROSINO S. e BANCHELLI N., *Oggetto, principi "costituzionali", poteri pubblici e fonti normative dei diritti dei mercati finanziari*, in AA. VV., *Manuale di Diritto dei Mercati Finanziari*, a cura di S. AMOROSINO e C. RABITTI BEDOGNI, 2004;

ANNUNZIATA F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, 2008, Torino;

ANNUNZIATA F., *Recepita in Italia la direttiva MiFID*, in *Riv. soc.*, 2007;

ANNUNZIATA F., *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive nella disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2007;

ANNUNZIATA F., *Interpretare o "legiferare"? Le Comunicazioni persuasive delle autorità di controllo sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1995;

ANTONUCCI A., *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca Borsa*, 2009, I;

ANTONUCCI A. – PARACAMPO M.T., *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della Legge Risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca Borsa*, 2007;

AROSSA F., *Nella messa a punto delle norme il legislatore sceglie il modello europeo*, in *Responsabilità e risarcimento*, 2007;

BAGLIONI, *Verso il mercato finanziario unico in Europa*, in www.assbb.it;

BALDASSARRI A., *Le categorie del danno*, in *La responsabilità civile*, 1998;

BANCROFT M.A., *Securities Regulation – Offering, Registration, Exemptions and Disclosures*, New York, 2008;

BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, in *Quaderni di Banca Borsa.*, 31, 2009;

BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *I Contratti*, 2006;

BENATTI F., *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 1963;

BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002;

BERSANI G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008;

BOVE M., *Azione collettiva: una soluzione all'italiana lontana dalle esperienze straniere più mature*, in *Guida al Diritto*, n. 4/2008;

BRIGUGLIO A., *Venti domande e venti risposte sulla nuova azione collettiva risarcitoria*, in www.judicium.it;

BRUNO e ROZZI, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della MiFID (mercati degli strumenti finanziari)*, in *Soc.*, 2007;

CAMARDI C., *Le istituzioni del diritto privato contemporaneo*, Napoli, 2007;

CAMPOBASSO G., *Sub Art. 1*, in CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza: d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, Torino, 2002;

CAPRIGLIONE F., *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in AA. VV., *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. DE POLI, Padova, 2009;

CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari investitori mercati – Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, 2008, Padova;

CAPRIGLIONE F., *I “prodotti” di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca Borsa*, 2008;

CAPRIGLIONE F., *Crisi di sistema ed innovazione normativa*, in *Banca Borsa*, 2006;

CAPRIGLIONE F., *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994;

CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007;

CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992;

CARPI F., *Servizi finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Giur. Comm.*, 2008;

CASTRONOVO, *Il diritto civile nella legislazione nuova, la legge sull'intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1993, I;

CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca Borsa*, 1994, I;

CESR, *Technical Advices on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, 1° Set of Mandates*, gennaio 2005;

CESR, *Consultation paper: CESR's Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC in Markets in Financial Instruments*, giugno 2004;

CESR, *Consultation paper*, marzo 2004;

CESR, *A European regime of investor protection – The professional and the counterparty regimes*, ref.: CESR/02-098b, 8 luglio 2002;

CHOI S.J., *The Problems with Analysts*, in 59 *Ala L. Rev.*, 2008;

CHOI S.J., *The Evidence on Securities Class Actions*, in 57 *Vand. L. Rev.*, 2004;

CHOI S.J., *Selective Disclosures in the Public Capital Markets*, in 35 *U.C. Davis L. Rev.*, 2002;

CHOI S.J. – PRITCHARD A.C., *Securities Regulation: the essentials*, New York, 2008;

CIAN-TRABUCCHI, *Commentario breve al codice civile*, Padova, 2007;

COASE, *The Problem of Social Cost*, 3 *J. Law & Econ.*, 1960;

COFFEE JR.-SELIGMAN J.-SALE H.A., *Securities Regulation. Cases and Materials*, New York, 2007;

COLESANTI, *Bouncing the Tightrope: the S.E.C. Attacks Selective Disclosure, but Provides Little Stability for Analysts*, in 25 S. Ill. U. L. J., 2000;

COMPORTELLI C., *I conflitti di interesse nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, in *Dir. banc.*, 2005, I;

COOTER-ULEN, *An Economic Case for Comparative Negligence*, in 61 N.Y.U. L. Rev., 1986;

COSTI R., *Il Mercato Mobiliare*, Torino, 2008;

COSTI R., *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. Trim. dir. proc. civ.* 1993;

COSTI R. e ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, VIII, Padova, 2004;

COTTINO G., *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006;

COTTINO G., *La responsabilità degli intermediari finanziari. Ancora qualche divagazione sul tema*, in *Giur. it.*, 2006;

D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella conclusione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002;

D'AMICO, *Regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996;

DE ANGELIS L. e RONDINONE N. (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario. Commento alla legge 28 dicembre 2005, n. 262 e ai provvedimenti attuativi*, Torino, 2008;

DE BIASI P., *Persuasione e castigo. Le sanzioni amministrative nel TUB e nel TUF*, Milano, 2003;

DE LORENZI V., *Correttezza e diligenza precontrattuale: il problema economico*, in *Riv. dir. comm.*, 1999;

DE MARI M. e SPADA L., *Intermediari e promotori finanziari*, 2005, Bologna;

DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985;

DE POLI M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002;

DE SANTO, *Product Expansion in the Banking Industry: An Analysis and Revision of Section 4(c)(8) of the Bank Holding Company Act*, in *53 Fordham L.Rev.* (1984);

DEL BENE F. (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, Autorità di vigilanza, e conflitti di interesse*, Milano, 2009;

DELLA CASA M., *Inadempimento e risoluzione del contratto: un punto di vista sulla giurisprudenza*, in *Danno e resp.*, 2008;

DELLA CASA M., *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005;

DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in *Giur. comm.*, 2004;

DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, 2002;

DI AMATO A., *I servizi di investimento*, in AA. VV., *Manuale di Diritto dei Mercati Finanziari*, a cura di S. AMOROSINO e C. RABITTI BEDOGNI, 2008, Milano;

DI CHIO, *Regole di comportamento del nuovo intermediario polifunzionale*, in *Soc.*, 1991;

DI GASPARE G., *Metamorfosi dei mercati finanziari e ambizioni della MiFID (riflessioni di un ex funzionario Consob)*, in AA. VV., *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. DE POLI, Padova, 2009;

DI MAJO A., *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corriere giur.*, 2005;

DI MAJO A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1993, I;

ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.* 2005, I;

FACCI G., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009;

FELSENFELD, *Banking regulation in the United States*, New York, 2006;

FELSENFELD-BILALI, *Business Divisions from the Perspective of the U.S. Banking System*, in 3 *Houston Bus. & Tax L. J.* (2003);

FERRARINI G. – WYMEERSCH E. (a cura di), *Investor Protection in Europe. Corporate Law making, the MiFID and Beyond*, 2006;

FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, in www.ilcaso.it;

FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005;

FRANZONI, *Buona fede ed equità tra le fonti di integrazione del contratto*, in *Contr. e Impr.*, 1999;

FREDIANI L. e SANTORO V., *L'attuazione della direttiva Mifid*, Milano, 2009;

FRUMENTO L., *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva MIFID*, in *Contratti*, 2007;

FUSETTI R. e RECINE F., *La nuova legislazione comunitaria relativa ai conflitti di interesse nella prestazione di servizi di investimento*, in AA. VV., *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di M. ANOLLI, A. BANFI, G. PRESTI e M. RESCIGNO, Bologna, 2007;

GAFFURI L., *Questioni in tema di valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in AA. VV., *Questioni in tema di MiFID*, Roma, 2008;

GAFFURI L., *Violazione delle regole generali di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Soc.*, 2004;

GALANTI E., *Diritto delle Banche e degli Intermediari*, in AA. VV., *Trattato di Diritto dell'Economia*, diretto da E. PICOZZA e E. GABRIELLI, Padova, 2008;

GALGANO F., *Commentario compatto al codice civile*, Piacenza, 2010;

GALGANO F., *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. Impr.*, 2008;

GALGANO F., *Commentario al codice civile*, Piacenza, 2008;

GALGANO F., *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e Imp.*, 2005, 889;

GALGANO F., *Il negozio giuridico*, in AA. VV., *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da CICU-MESSINEO-MENGONI, Milano, 2002;

GALGANO F. e ZORZI N., *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in GALGANO F. e VISINTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, in F. GALGANO (diretto da), *Tratt. dir. comm. e dir. Pubbl. ec.*, XLIII, Padova, 2006, 63;

GIUDICI P., *La responsabilità civile nei mercati finanziari*, Padova, 2008;

GENOVESI, *Limiti della "nullità virtuale" e contratti su strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2006;

GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I Contratti*, 2008;

GRANELLI M. e STELLA P. (a cura di), *Il conflitto d'interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007;

GRECO F., *La regola dell'informazione nel nuovo regolamento Consob*, in *www.ilcaso.it*,

GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di informazione nell'attività di intermediazione finanziaria: quali rimedi?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I;

HENDERSON, *Destroying the Barriers between Commercial and Investment Banking: Should Congress Repeal the Glass-Steagall Act?*, in *45 Wash & Lee L. Rev.*, 1988;

INZITARI B. e PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008;

KADAN-MADUREIRA-WANG-ZACH, *Conflict of Interest and Stock Recommendations: The Effects of the Global Settlement and related Regulations*, Working Paper, febbraio 2008, in *www.ssrn.com*;

KELSEN, *La dottrina pura del diritto*, Torino, 1952;

KUMPMAN-LEYENS, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries*, in *ECFR*, 2008;

LA ROCCA G., *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche (prime riflessioni)*, in *www.ilcaso.it*;

LEE HAZEN T., *Securities Regulation – Selected Status, Rules and Forms*, 2008;

LEE HAZEN T. – RATNER D.L., *Securities Regulation*, 2006;

LEMBO M., *Finalmente una sentenza a favore delle banche nella negoziazione di corporate bonds (Cirio)*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2005;

LIACE, *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore*, in *Danno e resp.*, 2006;

LIBONATI B., *Commento sub art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1984;

LIPTON-MAZUR, *The Chinese Wall Solution to the Conflict Problem of Securities Firms*, in *50 N.Y.U. L. Rev.* (1975);

LENER R., *La gestione dei conflitti di interesse delle imprese di investimento fra il Tuf e la MiFID*, in AA. VV., *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di M. ANOLLI, A. BANFI, G. PRESTI e M. RESCIGNO, Bologna, 2007;

LENER R., *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. Comm.*, 2005, I;

LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996;

LENER R. e RESCIGNO M. (a cura di), *Class Action! (?)*, Bologna, 2008;

LO BUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Profili di tutela civile nei servizi di investimento*, Napoli, 1999;

LUCCHINI GUASTALLA, *Obblighi informativi dell'intermediario finanziario e responsabilità nei confronti dell'investitore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007;

LUCCHINI GUASTALLA, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. prev.*, 2005;

MAFFEIS D., *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2008;

MAFFEIS D., *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *I Contratti*, 2008, 4;

MAFFEIS D., *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II;

MAFFEIS D., *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, in *I Contratti*, 2005;

MAFFEIS D., *Forme organizzative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005;

MAFFEIS D., *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca Borsa*, 2004;

MARICONDA V., *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corriere giur.*, 2008;

MATTEI, *I rimedi*, in AA. VV., *La parte generale del diritto civile 2, Il diritto soggettivo*, a cura di SACCO, Torino, 2001;

MERUZZI, *La responsabilità precontrattuale tra regola di validità e regola di condotta*, in *Contratto e impresa*, 2006;

MERUZZI, *La trattativa maliziosa*, Padova, 2002;

MINERVINI E., *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca Borsa*, 1997, I;

MINERVINI G., *Il controllo sul mercato finanziario. Il diluvio delle leggi*, in AA. VV., *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di A. PREDIERI, Milano, 1993;

MIOLA M., *Sub Art. 21*, in CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza: d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, Torino, 2002;

MIRIELLO, *La strenua difesa dell'investitore: scandali finanziari e pretese nullità virtuali nei contratti di vendita di titoli obbligazionari*, in *Contr. impr.*, 2005;

MOLLO, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari: diversità dei rimedi civilistici ed intensità della tutela*, in *Giur. comm.*, 2006, II;

MOCCI F., *Il conflitto di interessi: mappatura dei conflitti, costruzione della conflict policy, registro dei conflitti di interesse*, in AA. VV., *La MiFID in Italia – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di L. ZITIELLO, Torino, 2009;

MORERA U., *I rapporti banca – cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in AA. VV., *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. DE POLI, Padova, 2009;

MORELATO, *Nuovi requisiti di forma nel contratto: trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Padova, 2006;

MOSCO G.D., *Funzioni aziendali di controllo principio di proporzionalità e ruolo degli organi sociali nella MIFID*, in AA. VV., *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. DE MARI, Padova, 2009;

MUSCO CARBONARO B. e PANTALEO A., *Impatto della MiFID sul contenzioso tra banche e clienti – Gli obblighi informativi*, in AA. VV., *La MiFID in Italia – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di L. ZITIELLO, Torino, 2009;

NEGRO, *Regole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2005;

NERVEGNA D., *La best execution: l'execution policy e la transmission policy*, in AA. VV., *La MiFID in Italia – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di L. ZITIELLO, Torino, 2009;

NIGRO A., *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MiFID*, in *Dir. Banc.*, 2008, I, 10;

NIGRO A., *La legge sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari: note introduttive*, in *Dir. banc.*, 1992, I;

NIVARRA L., *Teoria e storia. Clausole generali e principi generali del diritto nel pensiero di Luigi Mengoni*, in *Eur. dir. priv.*, 2007;

OLAZABAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, in 3 *Berkeley Bus. L. J.*, 2006;

ONADO M. e SABATINI G., *I conflitti di interesse negli intermediari finanziari*, in AA. VV., *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di M. ANOLLI, A. BANFI, G. PRESTI e M. RESCIGNO, Bologna, 2007;

ORCUTT, *Investor Skepticism v. Investor Confidence: Why the New Research Analyst Reforms Will Harm Investors*, in 81 *Denv. U. L. Rev.*, 2003;

PALMITER A.R., *Securities Regulation*, New York, 2008;

PELLEGRINI M., *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007;

PEPE A., *La giurisprudenza sulla responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Corr. giur.*, 2008;

PERRONE A., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato?*, in *Banca Impr. Soc.*, 2008;

PERRONE A., *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in AA. VV., *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a

cura di M. ANOLLI, A. BANFI, G. PRESTI e M. RESCIGNO,
Bologna, 2007;

PERRONE A., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca Borsa*, 2006, I;

PERRONE A., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Soc.*, 2005;

PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005;

POLIANI, *Obblighi di informazione e acquisto di obbligazioni Parmalat*, in *I Contratti*, 2006;

POLIANI, *La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione*, in *I Contratti*, 2006;

POLINSKY, *An Introduction to Law and Economics*, New York, 2003;

POLKING-CAMMARN, *Overview of the Gramm-Leach-Bliley Act*, in *4 N.C. Banking Inst.* (2000);

PRENTICE, *The Inevitability of a Strong SEC*, in *91 Cornell L. Rev.*, 2006;

PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali*, in *Contr. e impr.*, 2008;

RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria (commento al d.leg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, Milano, 1998;

REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1994, I;

RINALDI A., *Il decreto di recepimento MiFID e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Soc.*, 2008;

ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005;

ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005;

ROPPO V., *Negligenza e giudizio di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *I Contratti*, 2005;

ROPPO-AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006;

RORDORF R., *La tutela del risparmiatore: nuove norme, problemi vecchi*, in *Società*, 2008;

ROVITO V. e PICARDI L., *Commento sub art. 23*, in AA. VV., *Commentario al T.U.F.* diretto da CAMPOBASSO, Torino, 2002;

SACCO, *Il contratto*, in AA. VV., *Trattato di diritto civile*, diretto da VASSALLI, Torino, 1995;

SANGIOVANNI V., *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *Contratti*, 2008;

SANGIOVANNI V., *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario tra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MiFID*, in *I Contratti*, 2007;

SANGIOVANNI V., *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e resp.*, 2006;

SANGIOVANNI V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso CIRIO e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *I Contratti*, 2006;

SANGIOVANNI V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *I Contratti*, 2006;

SANGIOVANNI V., *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006;

SANGIOVANNI V., *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in www.mondobancario.it;

SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1994;

SANTOSUOSSO D.U., *La buona fede del consumatore e dell'intermediario nel sistema della responsabilità oggettiva (a proposito della responsabilità della Sim per illecito del promotore)*, in *Banca Borsa*, 1999, I;

SANZO, *Evoluzione normativa in materia di forma degli ordini di borsa: le diverse fasi di un progressivo rigore a tutela dei "consumatori" e della trasparenza del mercato mobiliare*, in *Giur. it.*, 1998;

SARTORI F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori. Note critiche a Cassazione (S.U.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Dir. fall.*, 2008, II;

SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004;

SARTORI F., *CESR – Un regime europeo per la protezione dell'investitore: l'armonizzazione delle regole di condotta. Primi riflessioni*, in www.diritto.it;

SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II;

SCHLESINGER, *La riforma delle tutele del risparmio. Il progetto del governo*, in *Corr. giur.*, 2004;

SCIAUDONE R., *Imprese di investimento operativo nell'Unione*, in *Guida al Diritto*, 3, 2007;

SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MiFID*, in *Banca Borsa*, 2007, II;

SENIGAGLIA R., *Informazione contrattuale nella net economy e trasparenza del mercato*, in *Europa dir. priv.*, 2002;

SICCHIERO G., *Nullità per inadempimento?*, in *Contr. e impr.*, 2006;

SICCHIERO G., *Un buon ripensamento della S.C. sulla asserita nullità del contratto per inadempimento*, *Giur. It.*, 2006;

SICCHIERO G., *L'inadempimento del contratto è causa di nullità contrattuale?*, in *Contratto e impresa*, 2000;

THOMPSON, *“Simplicity and Certainty” in the Measure of Recovery under Rule 10b-5*, in *51 Bus. Law*, 1996;

TORDOROVA M., *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008;

VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e dir. privato*, 2000;

VETTORI, *Contratti di investimento e rimedi*, in *Obbl. contr.*, 2007;

VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993;

ZIESER, *Security under the Glass-Steagall Act: Analysing the Supreme Court’s Framework for Determining Permissible Bank Activity*, in *70 Cornell L. Rev.* (1985);

ZINGALES, *The Costs and Benefits of Financial Regulation*, *ECGI Law Working Paper* n. 21/2004, in www.ssrn.com;

ZITIELLO L., *La consulenza in materia di investimenti*, in AA. VV., *La MiFID in Italia – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di L. ZITIELLO, Torino, 2009;

ZITIELLO L. (a cura di), *La giurisprudenza sul cosiddetto risparmio tradito*, Torino, 2005.

GIURISPRUDENZA ITALIANA

- Cass. sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26725, in www.ilcaso.it;
Cass. sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Corr. giur.*, 2008;
Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Corr. giur.*, 2006;
Cass., 18 luglio 2003, n. 11256, in *I Contratti*, 2004;
App. Trieste, 18 ottobre 2007, n. 554, inedita;
Trib. Marsala, 12 luglio 2006, in www.ilcaso.it;
Trib. Teramo, 18 maggio 2006, in www.ilcaso.it;
Trib. Foggia, 15 maggio 2006, www.ilcaso.it;
Trib. Genova, 26 giugno 2006, n. 2525, in *Foro padano*, 2007, 1;
Trib. Parma, 6 luglio 2005, in www.ilcaso.it;
Trib. Trib. Avezzano, 23 giugno 2005, in *Foro.it.*, 2005, I;
Trib. Parma, 16 giugno 2005, in www.ilcaso.it;
Trib. Bologna, 31 maggio 2005, n. 1842, in www.ilcaso.it;
Trib. Roma, 25 maggio 2005, in *Corr. giur.*, 2005;
Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in www.ilcaso.it;
Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e Resp.* 2005, 6;
Trib. Ferrara, 6 aprile 2005 n. 216, in *La giurisprudenza sul cosiddetto risparmio tradito*, a cura di L. ZITIELLO, Torino, 2005;
Trib. Roma, 31 marzo 2005, in *Foro It.*, 2005, I;
Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *Danno e Resp.* 2005, 6;
Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in www.ilcaso.it;
Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005, in www.ilcaso.it;
Trib. Monza, 27 gennaio 2005, in *Resp. civ. e prev.*, 2005;
Trib. Fermo, 25 gennaio 2005 (ordinanza) e Trib. Viterbo, 7 dicembre 2004, in *Banca Borsa*, 2005;
Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *I Contratti*, 2005;

Trib. Monza, 16 dicembre 2004, in *Redazione Giuffr *, 2005;
Trib. Mantova, 1 dicembre 2004, in *Danno e Resp.* 2005, 6;
Trib. Treviso, 26 novembre 2004, in www.avvocatideiconsumatori.it;
Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Giur. it.*, 2005;
Trib. Firenze, 30 maggio 2004, in *Giur. it.*, 2005;
Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Banca Borsa*, 2004.

GIURISPRUDENZA STATUNITENSE

Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005);
Porter v. Shearson Lehman Bros. Inc., 802 F.Supp. 41 (S.D.Tex
1992);
Cotton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 699 F. Supp.
251 (1988);
Connell v. Chase Manhattan Bank National Association, 1981 N.Y.
LEXIS 3519;
Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).