SCUOLA DOTTORALE TULLIO ASCARELLI

SEZIONE DI DOTTORATO IN *CONSUMATORI E MERCATO*

DIPARTIMENTO DI SCIENZE AZIENDALI ED ECONOMICO-GIURIDICHE

XXIV CICLO

LA TUTELA DEL RISPARMIATORE NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

LUCA REALI

DOCENTE GUIDA:

CHIAR.MO PROF. PAOLO VALENSISE

INDICE

CAPITOLO I

REGOLE PRUDENZIALI E OBBLIGHI DI COMPORTAMENTO NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DALLA L. 1/1991 AL TESTO UNICO DELLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

pag.

1.1. Le *rationes* sottese alla previsione di una disciplina speciale del mercato mobiliareé 1

1.2. Lôevoluzione della disciplina del mercato mobiliareé é é é é é é é 6

1.3. La disciplina degli intermediari finanziari nella l. 1/1991 tra regole di condotta, obblighi informativi e separazione organizzativaé é é é é é .. 10

1.3.1. Diligenza, correttezza e professionalità nella cura dellôinteresse del clienteé ... 20

1.3.2. Gli specifici obblighi informativi, la forma dei contratti, il conflitto di interessié ... 23

1.3.3. La clausola di *best execution*é é é é é é é é é é é é é é é 28

1.3.4. Lôinsolvenza degli intermediari tra fallimento e liquidazione coatta amministrativaé . 30

1.3.5. Valutazioni conclusiveé é é é é é é é é é é é é é é é é . 39

1.4. Le novità introdotte dal d. lgs. n. 415/1996 in attuazione delle Direttive n. 93/6/CEE e n. 93/22/CEEé é é é é é é é é é é é é é é é é é é .. 43

1.4.1. Segue. Vigilanza e gestione della crisi nel Decreto Eurosimé ... 54

1.5. Il TUF e il regolamento intermediari quali momenti di tutela dellôinvestitore: in particolare, il dovere di correttezza ed il principio di trasparenzaé é é é é é 58

1.5.1. Segue. Il dovere di informare gravante sullôintermediarioé é ... 65

1.5.2. Segue. Vigilanza e disciplina della crisi nel TUFé é é é é é 69

CAPITOLO II

LE CONSEGUENZE DELLA VIOLAZIONE DA PARTE DELL'INTERMEDIARIO DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI E DI CONDOTTA. SCANDALI FINANZIARI E RIMEDI CIVILISTICI A TUTELA DELL'INVESTITORE: LE APPLICAZIONI GIURISPRUDENZIALI

pag.

2.1. Il difetto di indicazione legislative circa i rimedi a tutela dell'investitore. Il contesto normativo di riferimento ... 72

2.2. La tesi dell'annullabilità. Il dolo determinante, l'errore essenziale e riconoscibile ed il conflitto di interessi ... 79

2.3. La tesi della nullità. La nullità virtuale e la nullità strutturale ... 84

2.3.1. Elaborazione dottrinale della tesi, sostrato normativo ed orientamenti giurisprudenziali ... 84

2.3.2. Le critiche alla tesi della nullità ... 91

2.4. La tesi dell'inadempimento. La responsabilità pre-contrattuale e contrattuale ... 97

2.4.1. Elaborazione dottrinale della tesi e sostrato normativo ... 97

2.4.2. L'inadempimento dell'intermediario (o del suo ausiliare) ed il concorso colposo dell'investitore ... 100

2.4.3. La natura della responsabilità dell'intermediario. La prima tappa dell'evoluzione giurisprudenziale: l'arresto delle Sezioni Unite del 2005 della Corte di Cassazione. Considerazioni critiche ... 104

2.4.4. La natura della responsabilità dell'intermediario. La seconda tappa dell'evoluzione giurisprudenziale: l'arresto delle Sezioni Unite del 2007 della Corte di Cassazione. Premesse ... 111

2.4.5. Segue. Profili di ordine probatorio circa il nesso di causalità omissiva, la diligenza dell'intermediario e la gravità del suo inadempimento ... 117

2.4.6. Segue. Considerazioni critiche di natura giuridica ed economica ... 123

2.5. I *gap* di informazione e controllo nei più recenti casi giurisprudenziali: bond argentini, *crack* Cirio e Parmalat. Lacune normative ed inefficienza delle regole vigenti ovvero mancata attuazione ed osservanza delle stesse?..... 126
2.5.1. Premesse ed oggetto dellôindagineé é é é é é é é é é .. 126
2.5.2. Il caso Parmalaté é é é é é é é é é é é é é é é é ... 130
2.5.3. Il caso Cirioé é é é é é é é é é é é é é é é é . 134
2.5.4. Il caso dellôArgentinaé é é é é é é é é é é é é é .. 137
2.5.5. Considerazioni finali: lacune normative o inefficacia della normativa vigente?..... 139

CAPITOLO III

LôAPPLICAZIONE IN SEDE AMMINISTRATIVA DELLE SANZIONI PER LE VIOLAZIONI DELLE DISPOSIZIONI DEL TUF

pag.

3.1. *Ratio* pubblicistica dellôapparato sanzionatorio della Consob. Il ruolo di garante e regolatore del mercato finanziarioé é é é é é é é é é é . 146
3.2. Lôapparato sanzionatorio amministrativo a tutela del risparmiatore nei servizi di investimentoé é é é é é é é é é é é é é é é é .. 155
3.2.1. Lôart. 190 TUF come norma cardine per la responsabilità amministrativa-disciplinare dellôintermediario finanziarioé é é ... 155
3.2.2. Lôinadeguatezza organizzativa come parametro giurisprudenziale su cui fondare la sanzione amministrativaé é é 160
3.2.3. Profili di legittimità costituzionale dellôapparato sanzionatorio amministrativo a disposizione della Consobé é é é é é é é é . 163
3.2.4. Strumenti cautelari a tutela dellôinvestitore: lôart. 55 come soglia anticipata di punibilità del promotore finanziarioé é é é .. 168
3.3. Le procedure sanzionatorie e le garanzie processuali previste per gli intermediari finanziarié é é é é é é é é é é é é é é é é é é ... 172
3.3.1. La procedura sanzionatoria prevista dallôart. 195 TUFé é é ... 172

3.3.2. Profili procedurali: il principio del contraddittorio ed il diritto di accesso agli atti amministrativié é é é é é é é é é é é é . 177
3.3.3. La procedura sanzionatoria prevista dallôart. 196 TUFé é é ... 185
3.3.4. Il sistema impugnativo dei provvedimenti sanzionatori della Consobé ... 187
3.4. La responsabilità della Consob per omessa vigilanzaé é é é é é é 191

CAPITOLO IV

LA NUOVA DISCIPLINA DEGLI INTERMEDIARI DOPO LE DIRETTIVE MIFID. LôIMPATTO DELLE NUOVE DISPOSIZIONI SULLA TUTELA DELLôINVESTITORE

pag.

4.1. Il contesto normativo di riferimento del sistema MIFID. Tecniche normative ed obiettivi del legislatore comunitarioé é é é é é é é é é . 204
4.2. Lôevoluzione della nozione di ñstrumenti finanziariò ed il nuovo catalogo dei servizi e delle attività di investimentoé é é é é é é é é ... 210
4.2.1. Dalla direttive 1993/22/CEE alla nozione di strumenti finanziari adottata dalla MIFIDé é é é é é é é é é é é é é .. 210
4.2.2. Il servizio di consulenzaé é é é é é é é é é é é é é ... 212
4.2.3. Le nuove *trading venues*: la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematicié é é é é é é é 218
4.3. La disciplina del contrattoé é é é é é é é é é é é é é é é ... 225
4.4. Il dovere di informarsi nel sistema MIFIDé é é é é é é é é é é .. 229
4.4.1. ñ*Know your customer rule*ò: lôinformativa dalla clientela ed i *tests* di adeguatezza e di appropriatezzaé é é é é é é é é é é . 229
4.4.2. ñ*Know your customer rule*ò: la tripartizione in classi della clientela ed il principio di mobilità tra le classié é é é é é é é .. 236
4.4.3. ñ*Know your merchandise rule*ò: gli assetti organizzativi e la politica di gestione dei conflitti di interessié é é é é é é é é 245
4.5. Il dovere di informare nel sistema MIFIDé é é é é é é é é é é .. 257

4.6. La fase esecutiva nella prestazione dei servizi e delle attività di investimentoé ... 265

4.6.1. La *best execution* e la gestione controllata degli ordini della clientelaé ... 265

4.6.2. La *price transparency policy*é é é é é é é é é é é é é 271

4.6.3. I servizi di *execution only*é é é é é é é é é é é é é . 279

4.7. Valutazione finale dellôidoneità del rinnovato contesto normativo alla luce delle esigenze di tutela dellôinvestitoreé é é é é é é é é é é é .. 283

BIBLIOGRAFIAé . 298

CAPITOLO I
REGOLE PRUDENZIALI E OBBLIGHI DI COMPORTAMENTO NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DALLA L. 1/1991 AL TESTO UNICO DELLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

SOMMARIO: 1.1. Le *rationes* sottese alla previsione di una disciplina speciale del mercato mobiliare. 1.2. Lôevoluzione della disciplina del mercato mobiliare. 1.3. La disciplina degli intermediari finanziari nella l. 1/1991 tra regole di condotta, obblighi informativi e separazione organizzativa. 1.3.1. Diligenza, correttezza e professionalità nella cura dellôinteresse del cliente. 1.3.2. Gli specifici obblighi informativi, la forma dei contratti, il conflitto di interessi. 1.3.3. La clausola di *best execution*. 1.3.4. Lôinsolvenza degli intermediari tra fallimento e liquidazione coatta amministrativa. 1.3.5. Valutazioni conclusive. 1.4. Le novità introdotte dal d. lgs. n. 415/1996 in attuazione delle Direttive n. 93/6/CEE e n. 93/22/CEE. 1.4.1. Segue. Vigilanza e gestione della crisi nel Decreto Eurosim. 1.5. Il TUF e il regolamento intermediari quali momenti di tutela dellôinvestitore: in particolare, il dovere di correttezza ed il principio di trasparenza. 1.5.1. Segue. Il dovere di informare gravante sullôintermediario. 1.5.2. Segue. Vigilanza e disciplina della crisi nel TUF.

1.1. Le *rationes* sottese alla previsione di una disciplina speciale del mercato mobiliare.

Il mercato mobiliare, quale segmento del più ampio mercato finanziario ([1]), comprende tutte le attività non creditizie e non assicurative, mediante le quali gli intermediari finanziari raccolgono il risparmio di massa e lo investono in prodotti

([1]) Gli altri segmenti in cui tradizionalmente si distingue il mercato finanziario sono, da un lato, quello creditizio e, dallôaltro, quello assicurativo. Lôattività creditizia è prevalentemente svolta dalle banche, che raccolgono risparmio tra i clienti, con obbligo di rimborso, e lo impiegano concedendo credito alle imprese e alle famiglie.

Lôattività assicurativa è invece basata sulla raccolta della liquidità eccedente presso i singoli e le famiglie, come corrispettivo per lôassunzione, da parte delle imprese di assicurazione, dei rischi per eventuali futuri eventi pregiudizievoli (assicurazione contro i danni) o per eventuali futuri bisogni (assicurazione sulla vita), al verificarsi dei quali lôassicuratore deve fornire una certa prestazione patrimoniale.

Le attività finanziarie in senso stretto hanno quindi ad oggetto il denaro risparmiato dalla collettività e consistono in rapporti giuridici che hanno come specifica caratteristica quella di iniziare e terminare con il denaro, che costituisce lôoggetto immediato o mediato (da strumenti finanziari) delle prestazioni di entrambe le parti contrattuali, in ciò distinguendosi dalla attività bancaria e assicurativa. Vedi AMOROSINO, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, pagg. 67 e ss.

finanziari, emessi da imprese produttive o finanziarie, che sono scambiati in mercati regolamentati o al di fuori di essi.

Pur essendo astrattamente possibile, infatti, che la domanda e lôofferta di valori mobiliari si incontrino spontaneamente, gli intermediari costituiscono oramai una struttura essenziale del mercato mobiliare posto che è ben difficile immaginare, da un lato, che i singoli risparmiatori conoscano le alternative disponibili sul mercato per i loro investimenti e che, dallôaltro, vi sia una perfetta coincidenza tra le esigenze dei risparmiatori e quelle degli operatori che sono interessati al risparmio di questôultimi.

Nellôultimo trentennio, la realtà dei mercati finanziari ha subito notevoli mutamenti, sia in termini di evoluzione della struttura e del funzionamento, sia dal punto di vista spaziale per un generale processo di armonizzazione a livello comunitario che ha portato gli operatori nazionali ad estendere la prestazione dei propri servizi finanziari al di fuori dei confini nazionali. Se a ciò si aggiunge una maggiore propensione da parte del pubblico dei risparmiatori, al rischio e allôinvestimento sintomi di una crescente attenzione per il mondo finanziario, il quadro può dirsi completo.

Questa generale tendenza di avvicinamento ai mercati finanziari, a cui in precedenza si rivolgeva un pubblico più selezionato di investitori professionali, ha fatto si che gli operatori si adeguassero, ricorrendo a politiche di differenziazione dei prodotti finanziari e si dotassero di quegli strumenti necessari a soddisfare i bisogni e le esigenze tanto degli investitori *retail* quanto di quelli istituzionali.

Lôestensione della domanda di investimento, se, da un lato, ha reso più efficiente e variegata lôofferta, dallôaltro ha posto problemi relativi alla tutela di un così ampio pubblico di investitori, che si rivolgono a un mercato, la cui regolamentazione fino a pochi anni prima era lasciata agli stessi operatori economici.

Da qui la necessità, già avvertita alla fine degli anni ottanta ([2]), di una precisa e chiara disciplina legislativa, che si ponesse quale obiettivo principale anche la tutela dei

([2]) Anticipando, almeno in parte, talune considerazioni che saranno oggetto di approfondimento nel successivo paragrafo, risulta utile sin da ora sottolineare che la disciplina del mercato mobiliare, quale la conosciamo oggi, è frutto di un complesso processo di produzione legislativa che ha preso avvio essenzialmente negli anno ´70, con lôistituzione della Commissione nazionale per la società e la borsa ï avvenuta nel 1974-e che ha subito poi un rapido processo di accelerazione a partire dallôinizio degli anni ´90 con la l. n. 1/1991 con la quale si introduceva per la prima volta nel nostro ordinamento una disciplina organica delle attività di intermediazione mobiliare. Il processo di evoluzione della disciplina del mercato finanziario ha conosciuto un momento decisivo di svolta nel 1996 in dipendenza del recepimento, avvenuto con d. lgs. 415 del 23 luglio 1996, delle direttive comunitarie n. 93/22/CEE e n. 93/6/CEE. Il

risparmiatori ([3]) dalle possibili frodi, abusi o negligenze perpetrate da quei soggetti che del mercato e del suo funzionamento hanno una approfondita conoscenza.

Tale esigenza risultava acuita dal rapporto, non certamente paritario e, per contro, caratterizzato da una forte asimmetria informativa ([4]), che legava, e lega tuttora, il risparmiatore all'intermediario.

Chi decide di investire i propri risparmi in beni o servizi di natura finanziaria, non ha, di solito, le conoscenze e le competenze per formulare un giudizio ponderato sulle loro caratteristiche e sul loro prezzo e, quindi, non è quasi mai in grado di compiere rispetto agli stessi una scelta di investimento consapevole, determinando così una inefficiente allocazione delle risorse economiche, contribuendo, pertanto, all'inefficienza del mercato.

La consapevolezza della necessità di dettare regole e principi ([5]) a garanzia della stabilità patrimoniale e della correttezza di comportamento degli intermediari, deriva, pertanto, dalla presa d'atto dell'esistenza di una disuguaglianza sostanziale fra i piani conoscitivi dei due contraenti, causata dalla circostanza, ineliminabile, che le

---

recepimento di tali direttive ha offerto l'occasione per avviare una nuova fase dell'evoluzione legislativa in materia di mercati finanziari destinata a sfociare nel Testo Unico dell'intermediazione finanziaria di cui al d.lgs. 58 del 24 febbraio del 1998, recentemente modificato dal d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164 che ha recepito nel nostro ordinamento la Direttiva 2004/39/CE (cd. MiFid) e la Direttiva di secondo livello 2006/73/CE.

([3]) L'articolo 47 comma 1 Cost. recita: «*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito*». Tale articolo ha dunque costituzionalizzato l'interesse pubblico primario alla tutela del risparmio mediante il controllo dell'organizzazione e del buon funzionamento del settore del credito. All'epoca della stesura della Costituzione le attività di intermediazione finanziaria erano poco diffuse e considerate del tutto estranee al sistema creditizio. A oltre sessant'anni di distanza, però, è radicalmente mutato lo scenario del mondo finanziario e, conseguentemente è mutato l'oggetto stesso dell'articolo 47: ne consegue che oggi, il principio costituzionale di tutela del risparmio in tutte le sue forme, deve intendersi riferito estensivamente a tutte le attività finanziarie che con il risparmio stesso hanno a che fare.

([4]) Parte della dottrina (COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. Trim. dir. e proc. civ.*, 1993, pagg. 719 e ss.) ha sottolineato che la distribuzione asimmetrica dell'informazione può disincentivare gli scambi o determinare scambi inefficienti, causando il problema della selezione avversa (*adverse selection*) o del rischio morale (*moral hazard*). La prima situazione che attiene al momento precedente la conclusione del contratto, si verifica allorchè una delle parti non fornisca all'altra le informazioni rilevanti di cui sia in possesso; la seconda, successiva alla conclusione dell'accordo, si ha invece quando l'investitore non sia in grado di verificare l'attendibilità delle informazioni fornitegli nel corso del rapporto e la correttezza dell'operato dell'intermediario.

([5]) L'innegabile ritardo con cui si è provveduto alla predisposizione di specifici istituti e strumenti volti alla tutela del risparmiatore è dovuto ad una molteplicità di ragioni: in primo luogo, alla tardiva presa di coscienza della situazione di inferiorità del risparmiatore a causa della complessità dei prodotti finanziari e della carenza delle informazioni disponibili; in secondo luogo, all'opinione a lungo dominante secondo la quale le regole di funzionamento dei mercati finanziari fossero un dato oggettivo ed immodificabile; infine, alla priorità data alla difesa del diritto alla salute e della sicurezza dei prodotti di consumo, piuttosto che alla difesa degli interessi economici dei consumatori.

informazioni e la capacità dell'intermediario finanziario sono di gran lunga superiori a quelle del singolo investitore. Tale circostanza pone dunque l'investitore medio in una posizione di estrema debolezza ([6]) rispetto all'ampio potere contrattuale ed informativo di cui può vantarsi l'intermediario.

Al fine di colmare il gap informativo che separa gli investitori dagli intermediari ed assicurare, così un corretto funzionamento dei mercati finanziari, il legislatore comunitario e quello italiano hanno disegnato una disciplina speciale per l'attività degli intermediari finanziari, gli unici in grado di ottenere dagli emittenti le informazioni idonee a comprendere l'effettivo valore dello strumento finanziario offerto al fine di valutare se, gli investimenti che il cliente vuole porre in essere, sono adeguati ai suoi interessi.

E', quindi, la preoccupazione di salvaguardare gli interessi degli investitori e la fiducia degli stessi nei mercati finanziari ad aver ispirato il legislatore italiano nel dettare con la l. 2 gennaio 1991 n. 1 la prima disciplina organica delle attività di intermediazione svolte sul mercato mobiliare, prevedendo un dettagliato sistema di regole di condotta, trasfuse poi nel d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, emanato in attuazione della Direttiva n. 93/22/CEE, ed infine nel d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, da ultimo modificato in virtù del recepimento della Direttiva n. 2004/39/Ce.

In concreto, le norme assoggettano gli intermediari a numerosi obblighi, organizzativi e di comportamento, oltre che ad un incisivo potere di vigilanza, con l'obiettivo, per la verità non sempre raggiunto, di assicurare un corretto ed efficiente sviluppo dei mercati finanziari, contribuendo in tal modo alla diffusione di un generale clima di fiducia tra gli operatori idoneo ad incentivare gli scambi.

I doveri di informazione imposti all'intermediario rappresentano la chiave di volta della disciplina dei servizi di investimento e caratterizzano tali rapporti come fiduciari. Per ottenere un seppur parziale riequilibrio tra intermediario e investitore i rapporti contrattuali tra tali soggetti si allontanano dalla struttura antagonista che contrappone due controparti e si inseriscono nello schema dei rapporti di collaborazione e di

([6]) Situazione di debolezza che, peraltro, sarebbe destinata a permanere anche nel caso in cui venissero rese informazioni più puntuali e dettagliate, posto che, in molte ipotesi, il risparmiatore non è in grado comunque di compiere una scelta di investimento consapevole, poiché non ha il bagaglio di conoscenze tecniche necessarie a comprendere le informazioni stesse. Sicché, nel rapporto che intercorre tra investitore e intermediario, la fiducia sostituisce l'informazione, poiché il primo non può che affidarsi ai suggerimenti dell'esperto che offre l'investimento.

cooperazione, in cui la parte geneticamente dotata di un maggior bagaglio informativo, deve agire, non solo secondo le clausole generali di diligenza, correttezza e trasparenza, ma curando gli interessi del cliente disinformato e bisognoso in quanto tale di protezione.

Lôintero *corpus* normativo, dunque, si pone quale fine ultimo quello di ridurre il *gap* informativo esistente tra le due parti, cercando di fare in modo che lôinvestitore presti un consenso caratterizzato da un alto livello di consapevolezza del prodotto finanziario che acquista e dei rischi ad esso connessi.

Se, dunque, per le ragioni suesposte, lôesistenza di una specifica disciplina dei comportamenti degli intermediari finanziari rappresenta uno dei tratti distintivi della materia in esame, deve fin da ora sottolinearsi che lôevoluzione della disciplina del mercato finanziario, alla quale si è fatto un rapido accenno, è stata da sempre caratterizzata da bruschi momenti di accelerazione normativa in dipendenza del verificarsi di grandi dissesti finanziari e dellôemersione del relativo contenzioso giurisprudenziale tra investitori traditi e gli intermediari colpevoli del collocamento tra il pubblico di strumenti finanziari di cui avevano taciuto lôeffettiva rischiosità.

Anche in Italia il dibattito è stato recentemente infiammato soprattutto in dipendenza di due grandi dissesti finanziari ([7]), i *crack* Cirio e Parmalat, il verificarsi dei quali dimostra inequivocabilmente la vitalità e la centralità, per il sistema, della disciplina dei comportamenti degli intermediari, posto che, nella amplissima casistica giudiziaria derivatane, è proprio la violazione o comunque lôinosservanza di dette regole, oltre che di quelle dettate in punto di forma dei contratti di investimento, ad essere per lo più invocata al fine di far emergere la responsabilità degli intermediari finanziari.

Lôindagine che segue sarà focalizzata, in particolare, sulla disciplina predisposta a tutela dellôinvestitore. Dal 1991 fino ad oggi, i molteplici interventi del legislatore finanziario *in subiecta materia* sono stati dettati non soltanto dai mutamenti strutturali

---

([7]) Vedi COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008, pag. 43 secondo il quale: «*Quei crolli hanno messo in luce a) le carenze nellôordinamento del governo societario e, in particolare, lôincapacità degli organi di controllo societario di svolgere la propria funzione; b) i clamorosi conflitti di interesse che si concretizzano nellôambito della polifunzionalità degli intermediari (le banche collocano titoli spazzatura per diminuire la propria esposizione nei confronti degli emittenti di quei titoli); c) un sistema di vigilanza sul mercato (Consob, Banca dôItalia, Società di gestione dei mercati) che mostra consistenti inadeguatezze*».

che hanno coinvolto i mercati finanziari bensì anche dalle carenze delle precedenti normative, rese evidenti dal copioso contenzioso giudiziario che ha visto come parti in causa proprio lôintermediario ed il risparmiatore. La Consob, per mezzo della sua potestà regolamentare, ha coadiuvato il legislatore in questa importante opera di riordinazione sistematica integrando, a livello di normativa secondaria, la normativa soltanto tratteggiata con fonte primari. In altri termini, lo statuto di disciplina a tutela dellôinvestitore costituisce il *fil rouge* che intimamente collega tutte le parti di questo contributo. Esso costituisce la chiave di lettura dei capitoli che seguono e rappresenta lôindice alla stregua del quale valutare la bontà degli interventi operati dal legislatore finanziario. In particolare, tale chiave di lettura ci consentirà, nei capitoli II e III, di cogliere ï attraverso lôanalisi delle pronunce giurisdizionali e dellôautorità di vigilanza - i limiti normativi delle discipline finanziarie succedutesi fin dal 1991 nonché, nel capitolo conclusivo, di effettuare delle considerazioni finali sullôopportunità delle correzioni apportate e su quelle, eventuali, ancora da apportare.

1.2. Lôevoluzione della disciplina del mercato mobiliare.

Il lungo processo di definizione di un modello giuridico destinato a regolamentare in via organica lôattività finanziaria può essere schematicamente distinto in quattro fasi fondamentali.

Appare utile, a tali fini, ricordare che già esisteva una risalente legislazione relativa ad una particolare organizzazione dei servizi di mercato, la Borsa, che affondava le proprie radici nellôabrogato Codice di Commercio del 1882 ([8]),

([8]) Per vero, recependo il modello adottato dalla Francia, già il Codice di Commercio del 1865 prevedeva che le Borse di commercio dovessero essere istituite con decreto reale e che nelle stesse si negoziassero sia merci che titoli; la stipulazione dei relativi contratti era riservata, a pena di nullità, agli agenti di cambio anchôessi nominati con decreto reale. La determinazione delle tariffe per i compensi agli agenti, così come la vigilanza sugli stessi, erano affidate alle Camere di commercio, organismi formalmente pubblici ma gestiti da banche e imprese. Il modello si fondava dunque su unôorganizzazione pubblica della Borsa imperniata sul monopolio delle negoziazioni in capo agli agenti di cambio, impedendo così la nascita di intermediari polifunzionali in grado di contendere alle banche il monopolio della intermediazione.

riguardante, però, esclusivamente lôorganizzazione delle Borse come mercati di scambio di titoli quotati e gli intermediari ammessi alle negoziazioni (gli agenti di cambio).

Più nel dettaglio, gli agenti di cambio, ormai considerati commercianti per lôattività di mediazione svolta e non più pubblici funzionari, assumevano il relativo ruolo sulla base di unôautorizzazione della Camera di Commercio subordinata allôesistenza di taluni requisiti di moralità ed onorabilità; gli stessi, inoltre potevano operare anche per conto proprio e non solo per conto terzi e svolgere funzioni di consulenza per la clientela. Il controllo sulla Borsa era affidato alle Camere di Commercio e, più precisamente, alla Deputazione di Borsa.

Non esisteva, invece, alcuna disciplina relativa alla raccolta di risparmio, che si svolgesse al di fuori dei canali propri dellôattività bancaria o creditizia; mancava, inoltre, una disciplina degli obblighi di trasparenza e di informazione di tutti coloro che sollecitassero il pubblico risparmio.

Le scelte operate dal Codice di Commercio, se da un lato favorirono un notevole sviluppo della Borsa italiana, dallôaltro contribuirono a scatenare la grandissima crisi borsistica del 1907 le cui cause dovevano essere rinvenute nellôaccesso indiscriminato alle negoziazioni da parte di operatori che non possedevano i necessari requisiti professionali e patrimoniali e allôassenza di adeguati controlli affidati esclusivamente ad organi locali (Camera di Commercio e Deputazione di Borsa) a fronte della dimensione ormai nazionale del mercato.

Tale situazione rese non più procrastinabile unôopera di revisione dellôordinamento incentrata sulla necessità di garantire al mercato una maggiore stabilità.

Fu pertanto emanata la legge 20 marzo 1913, n. 272 che per la prima volta dettava una disciplina organica della Borsa ponendo al vertice dei controlli il Governo che veniva così a trovarsi in una posizione sovraordinata rispetto a quella degli organi locali di Borsa. Nonostante il citato intervento normativo, però, fino alla metà degli anni settanta lôintermediazione finanziaria rimane nella massima parte riservata al sistema bancario nel quadro di un ordinamento che prendeva in considerazione solamente la Borsa.

Lô*excursus* storico sopra riportato costituisce la cornice normativa allôinterno della quale deve essere individuata la prima tappa del processo di elaborazione di una

disciplina organica e compiuta dellôattività finanziaria: la legge bancaria del 1936 ([9]). In particolare, lôarticolo 2, riprendendo una formula già contenuta nella legge 20 marzo 1913, n. 272 sullôordinamento delle borse valori, faceva riferimento ai valori mobiliari di qualsiasi natura e prova dunque che il legislatore del 1936 già prevedeva, accanto ai tradizionali strumenti del mercato del capitale di rischio, la categoria del valore mobiliare le cui caratteristiche strutturali sarebbero state poi delineate dalla disciplina successiva. In tale fase, quindi, la disciplina dellôintermediazione e del mercato finanziario coincideva essenzialmente con quella dellôattività bancaria incentrata sulla legge degli anni ô30, mancando nel nostro paese un ordinamento generale del mercato mobiliare in quanto tale.

Il secondo rilevante momento del percorso normativo sulla disciplina delle attività finanziare deve, dunque, individuarsi nella legge 7 giugno 1974, n. 216 istitutiva della Consob ([10]), alla quale vennero attribuite due competenze: da un lato, il controllo sulla Borsa e, dallôaltro il controllo di trasparenza sugli emittenti quotati in borsa.

Più nel dettaglio, lôistituzione della Commissione nazionale per la società e la borsa e, per quel che più strettamente attiene allôoggetto del lavoro, lôarticolo 18 nella sua originaria formulazione, hanno segnato un punto di svolta legislativo ed avviato la definizione di unôorganica disciplina del mercato mobiliare. In particolare lôart. 18 imponeva lôobbligo della preventiva comunicazione alla Consob di tutte le operazioni di acquisto e vendita di azioni o di obbligazioni convertibili mediante offerta al pubblico. La norma, pertanto, introduceva le prime regole di una filosofia dellôinformazione, in unôottica di trasparenza delle attività degli operatori e del mercato.

([9]) PORZIO, *I valori mobiliari tra Banca dôItalia e CONSOB,* in *Dir. Banc. e merc. Fin.,* 1987, I, pagg. 378 e ss., secondo cui era intenzione del legislatore del 1936 dettare una disciplina completa ed unitaria della raccolta del risparmio in ogni forma e, dunque, di estendere lôambito di applicazione di alcuni segmenti della legge bancaria a soggetti diversi dalle aziende ed istituti di credito; pertanto ogni autorizzazione di emissione di azioni, obbligazioni e valori mobiliari da collocare tramite istituti di credito e da ammettere alla quotazione di borsa dovevano essere sottoposte alla disciplina degli articoli 2 e 45 della legge bancaria.

([10]) Vedi ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare,* Torino, 2008, pag. 11 secondo cui *«il dibattito che precedette lôistituzione della Consob si era trascinato, con fasi alterne, per molti anni; non soltanto non era unanimemente condivisa lôopportunità di istituire una nuova Autorità avente compiti generali di controllo sul mercato mobiliare, ma non era neppure pacifica lôopportunità di introdurre una disciplina dei controlli esterni sulle società quotate. Furono eventi straordinari, essenzialmente connessi con lo scoppio di gravi ñscandaliò finanziari, a determinare unôaccelerazione inattesa, a tal punto che la Commissione nazionale per la società e la borsa venne istituita con decreto legge (d.l. 8 aprile 1974, n. 95), poi convertito, con ampi interventi, nella legge 7 giugno 1974, n. 216».*

Successivamente, con il D.P.R. 31 marzo 1975, n. 38, emanato sulla base della delega al Governo contenuta nella legge del 1974 vennero trasferite alla Consob molte delle funzioni di vigilanza precedentemente attribuite agli organi locali di Borsa; per contro non venne in alcun modo modificata lôunica figura di intermediario disciplinata, lôagente di cambio, ancora titolare del monopolio delle negoziazioni.

La creazione della Consob pose le premesse per la nascita di una struttura diversa da quelle locali alla quale affidare il compito di dettare le regole tecniche del mercato; da questo momento in poi, lôevoluzione della disciplina del mercato mobiliare si sarebbe potuta misurare, dunque, sulla scorta dellôevoluzione della disciplina della Consob.

Il terzo momento rilevante di tale evoluzione, deve essere individuato nellôarticolo 12 legge 23 marzo 1983 n. 77 e nellôarticolo 17 legge 4 giugno 1985, n. 281, con i quali si modificava radicalmente lôarticolo 18 della citata legge n. 216/1974.

In particolare, la prima delle disposizioni citate introduceva lôistituto della sollecitazione del pubblico risparmio la cui disciplina sembrava dover costituire lo statuto comune della materia dellôintermediazione finanziaria. Lôambito di applicazione dellôinnovato articolo 18 si estendeva notevolmente rispetto alla precedente normativa; lôintroduzione della nozione di valore mobiliare ([11]) e dellôistituto della sollecitazione, permetteva, infatti, di applicare la disciplina del mercato mobiliare descritta dalla legge n. 216/1974 non solo alle offerte al pubblico, ma ad una più complessa realtà di raccolta del pubblico risparmio. La vasta portata della definizione di valore mobiliare segna così il decisivo ampliamento dei controlli della Consob a tutto il mercato mobiliare, ferme restando le discipline applicate al settore creditizio e assicurativo.

Allo stesso tempo, la legge del 1983 introduce i fondi comuni di investimento, già conosciuti in altri paesi, segnando così lôingresso sul mercato italiano dei primi investitori istituzionali.

([11]) Lôart. 1/18 bis della l. n. 77/1983 definisce il valore mobiliare come *«ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani od esteri; ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile o non; ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari, nonché ogni documento o certificato idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari sopraindicati ed ivi compresi i titoli emessi dagli anti di gestione fiduciaria di cui allôart. 45 TU delle leggi sullôesercizio delle assicurazioni private, approvato con D.P.R. 13 febbraio 1959, n. 449».*

Un ruolo di qualche peso nella costruzione dellôordinamento del mercato mobiliare ha poi la legge 4 giugno 1985, n. 281: la Commissione nazionale per la società e la borsa acquista la personalità giuridica, sono resi più trasparenti i criteri di nomina dei componenti della Commissione e se ne accentua il distacco dal potere esecutivo; al contempo 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.

Infine, il processo di formazione della disciplina del mercato mobiliare trova un ulteriore punto di svolta con la legge n. 1/1991, la cui funzione non doveva essere rintracciata solamente in una ulteriore razionalizzazione del sistema normativo in materia di mercato mobiliare, ma anche nellôintroduzione di rilevanti profili innovativi tali da mutare in più punti lo scenario del sistema di norme che disciplinavano la materia del mercato finanziario.

Lôimportanza delle novità introdotte impone, quindi, unôanalisi più approfondita delle disposizioni della legge citata.

1.3. La disciplina degli intermediari finanziari nella l. 1/1991 tra regole di condotta, obblighi informativi e separazione organizzativa.

La legge 2 gennaio 1991, n. 1 (c.d. ñlegge SIMò) segnò lôintroduzione nel nostro ordinamento della prima disciplina organica delle attività di intermediazione svolte sul mercato mobiliare; per la prima volta nella storia lôintervento legislativo risultò indipendente dallôemersione di rilevanti scandali finanziari e manifestazione, piuttosto, di una acquisita consapevolezza circa la necessità di una completa tipizzazione della disciplina mobiliare. Fino alla legge testé citata, infatti, lôattività di intermediazione era priva, come visto ([12]), non solo di una disciplina organica, ma addirittura di una precisa configurazione, giacché essa finiva per esser confusa con quella generica di intermediazione finanziaria, rappresentandone un aspetto soltanto.

([12]) Cfr. par. 1.2.

Lôordinamento dellôintermediazione mobiliare era fortemente lacunoso e asistematico; tutte, o quasi, le attività erano sostanzialmente libere, ovvero regolate solo in quanto svolte da determinati soggetti (gli agenti di cambio) ed esercitate in determinati luoghi (borsa). Non esistendo alcuna disciplina generale dellôintermediazione mobiliare, tale attività era regolata dal diritto comune; non prevedendosi, inoltre, alcun controllo su attività di intermediazione intrinsecamente pericolose, si impediva lo sviluppo di intermediari mobiliari efficienti, creandosi in tal modo le premesse per il collocamento presso il pubblico di nuovi strumenti, i cc.dd. titoli atipici ([13]), attraverso i quali furono realizzate delle vere e proprie operazioni di rapina nei confronti dei risparmiatori.

Più nel dettaglio, fissando lôattenzione sullo *status quo ante*, immediatamente precedente alla riforma del 1991, la regolamentazione degli agenti di cambio vedeva il sovrapporsi, al nucleo centrale della normativa degli anni 20, di provvedimenti successivi di vario peso e natura ([14]), che ribadivano una figura di intermediario di borsa

([13]) Con tale espressione si indicavano i titoli diversi dalle azioni e dalle obbligazioni i cui rendimenti teorici erano collegati ad operazioni immobiliari o imprenditoriali e sottratti al rischio di perdita di valore della moneta. Il fenomeno sfuggiva a qualsiasi controllo da parte della Consob, la cui vigilanza era limitata alla Borsa.

([14]) Come è noto, la figura degli agenti di cambio, quali intermediari ai quali era riconosciuto il privilegio delle contrattazioni di borsa, formava oggetto di una specifica disciplina già nel diritto preunitario, secondo uno schema che trovava numerosi punti di contatto con il modello francese. Analogamente a quanto si rinveniva nel *Code de Commerce*, il Codice Albertino e la legge 8 agosto 1854 n. 85 del Regno di Sardegna ricomprendevano gli agenti di cambio nel novero dei «*pubblici mediatori*». Il numero dei mediatori pubblici non era limitato, ma la disciplina prevedeva precise condizioni di ammissione allôesercizio dellôattività, tra le quali lôiscrizione in un apposito ruolo tenuto dalla Camera di Commercio o, in difetto, dai Municipi (art. 8).

Dopo lôunificazione, il Codice di commercio Albertino venne esteso, con talune modifiche ed integrazioni, allôintero Regno dôItalia: nel Codice del 1865, allôagente di cambio veniva confermata la qualifica di pubblico mediatore; il numero degli intermediari veniva soggetto a limitazioni determinate con Decreto Reale; gli atti rientranti nel monopolio degli intermediari di borsa, se compiuti in violazione del Decreto reale, venivano sanzionati con la nullità (art. 35); analogamente al modello del *Code de commerce* veniva posto il divieto per lôintermediario di fare operazioni di commercio o di banca per conto proprio (art. 53).

Il Codice di Commercio del 1882 riformò lôintera materia, alla luce di una generale espressa libertà di esercizio dellôattività di mediazione, che vedeva come unôeccezione la sussistenza di categorie privilegiate di soggetti. Ne consegue che i requisiti imposti agli agenti di cambio e i controlli che sugli stessi gravavano si configuravano come elementi strettamente conseguenti agli «*uffici pubblici*» che essi svolgevano, e non rappresentavano una forma di controllo generale sullôattività esercitata. Pertanto nel Codice si rinvenivano solamente alcune norme sulla mediazione in generale, mentre la disciplina più puntuale dellôaccesso alla professione dellôagente di cambio veniva deferita al Regolamento di esecuzione approvato con R.D. del 27 dicembre 1882, ove scompariva ogni forma di divieto di esercitare in proprio attività commerciale da parte dellôagente di cambio, nonché di associarsi per lôesercizio dellôattività.

Dopo il Codice del 1882, la materia delle Borse e dei mediatori pubblici trova una disciplina organica soltanto nella legge 20 marzo 1913 n. 272, completata dal r.d. 4 agosto 1913 n. 1068. La legge

monofunzionale, persona fisica, in condizione di monopolio per lôattività di negoziazione e borsa. Prima della riforma del 1991, la disciplina dellôintermediario si sedimentava così in uno schema tradizionale, che contemplava determinati controlli allôentrata, divieti ed incompatibilità nellôesercizio dellôattività, e lôinquadramento della categoria in un apposito ordine professionale istituito con legge 29 maggio 1967, n. 402. Il sistema di abilitazione degli agenti, ormai pubblici ufficiali, prevedeva altresì il sostenimento di un esame pubblico e la formalizzazione della nomina con decreto del Capo dello Stato. Ottenuta lôabilitazione, lôagente di cambio doveva iscriversi allôordine professionale e prestare cauzione con lôulteriore obbligo di contribuire al fondo comune (art. 7 r.d.l. 30 giugno 1932, n. 815). Con lôistituzione della Consob si prevedeva, infine, un generale potere di vigilanza di questôultima sugli agenti di cambio a norma dellôarticolo 13 del d.p.r. 138/1975.

Secondo lo schema già tracciato dal Codice di commercio, si attribuiva allôagente di cambio il limitato ruolo di intermediario per conto terzi, essendogli fatto divieto di effettuare operazioni per conto proprio sebbene, nella realtà, il rigido principio di specialità venisse disatteso spesso ([15]).

Fino allôentrata in vigore della legge n. 1/1991, la domanda circa la natura della qualificazione giuridica del rapporto che si instaurava tra agente di cambio e cliente per lôesecuzione dellôordine di borsa, era un punto obbligato per la dottrina, posto che, dalla relativa risposta, dipendeva anche quella riguardante la responsabilità dellôintermediario.

Sul punto, il dibattito si dimostrò particolarmente articolato: mentre parte della dottrina cercò di sussumere il rapporto di intermediazione nello schema della

---

del 1913 aveva ancora sullo sfondo il principio della libertà di mediazione, sancito dal Codice del Commercio, ma dava vita ad un sistema misto in quanto reintroduceva, per i mediatori iscritti, limitazioni e divieti che il codice del 1882 aveva eliminato.

Quanto ai provvedimenti successivi, merita di essere ricordato il r.d.l. 7 marzo 1925, n. 222 che, per la prima volta, attribuiva agli agenti di cambio la qualifica di pubblici ufficiali, ne stabiliva la nomina con decreto del Capo dello Stato e introduceva espressamente il ruolo chiuso della categoria, passando così dal privilegio al monopolio della stessa.

Altrettanto rilevante è il r.d.l. 30 giugno 1932, n. 815 il quale suggellava lôaffermarsi del monopolio degli agenti di cambio sancendo il venir meno in via definitiva delle autorizzazioni transitorie allôesercizio da parte di altri soggetti, delle attività riservate agli agenti di cambio.

([15]) Per il mancato rispetto di tale regola erano previste sanzioni disciplinari a carico dellôagente di cambio, ma lôinterpretazione giurisprudenziale prevalente sottolineava lôinidoneità della violazione ad incidere sulla validità dei contratti stipulati (Cass., 24 febbraio 1932, in *Giur.it.*, 1932, I, 1, pag. 998; Trib., Torino, 31 dicembre 1963, in *Banca, Borsa*, 1964, II, pag. 126) .

mediazione ([16]) *ex* art. 1754 c.c., altri preferirono riferirsi al rapporto di commissione([17]).

Più nel dettaglio, secondo una prima impostazione, lôagente di cambio era sempre, e non poteva esser altro, nellôesercizio della sua attività professionale, che un mediatore, così come espressamente lo qualificava lôart. 21 della legge 20 marzo 1913, n. 272. Pertanto, essendo vietato allôagente di cambio di operare in proprio, questôultimo non avrebbe mai potuto assumere, in luogo della figura giuridica del mediatore, quella diversa del commissionario, il quale, come noto, avrebbe acquistato o venduto in nome proprio. Tali autori, spiegavano la responsabilità in proprio che gli agenti di cambio indiscutibilmente assumevano, facendo ricorso al disposto di cui allôart. 1762 c.c., configurando quindi gli stessi come dei mediatori soliti a non manifestare ad un contraente il nome dellôaltro, così come prevede lôarticolo citato. In conclusione, gli agenti di cambio non avrebbero mai stipulato i contratti di borsa in nome proprio, per conto dei propri clienti, ma, con figura giuridica, non di mandatario, ma di semplice nunzio, si sarebbero limitati a comunicare le dichiarazioni contrattuali dei loro clienti, tacendone il nome.

Tale impostazione fu sottoposta a penetranti critiche da parte della dottrina maggioritaria, la quale mirava a considerare lôagente di cambio un commissionario piuttosto che un mediatore.

In primo luogo, si osservò che nessuna rilevanza dovesse ascriversi alla qualificazione degli agenti di cambio come mediatori iscritti di cui alla citata legge 20 marzo 1913, tale denominazione riferendosi, genericamente agli agenti come categoria professionale; tale qualificazione, infatti, non implicava che lôattività di intermediazione dovesse in ogni caso assumere la forma negoziale della mediazione e non potesse, invece, assumere forme affini ma diverse.

([16]) Vedi *ex multis* BOLAFFIO, *Commentario al codice di commercio, sub art. 31,* Torino, 1923, pagg. 65 e ss.*;* BIGIAVI, *Recensione e Azzolina,* in *Gur. It.,* 1947, IV, pag. 133; ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale,* Roma, 1933, pagg. 114 e ss.; ROTONDI, *La borsa valori e i suoi organi,* in *Riv. Dir. Comm.,* 1949, I, pagg. 423 e ss. In giur. cfr. Trib. Roma, 11 luglio 1931, in *Riv. Dir. Comm.,* 1932, II, pag. 117; Cass., 27 giugno 1938, n. 2702, in *Riv. Dir. Comm.,* 1939, II, pag. 33; Cass., 9 gennaio 1942, n. 26, in *Banca, Borsa,* 1942, II, pag. 4.

([17]) Vedi *ex multis* COMUNALE, *Lôordine di borsa,* Milano, 1981; WEILLER, *Natura giuridica dellôattività dellôagente di cambio,* in *Riv. Banc.,* 1953, pagg. 206 e ss.; RUOPPOLO, *Le borse e i contratti di borsa,* in *Giur. sist. Civ. comm.,* 1970, pagg. 121 e ss. In giur. cfr. Trib. Milano, 14 febbraio 1963, in *Banca, Borsa,* 1963, II, pagg. 131 e ss.; Cass., 23 marzo 1989, n. 1461, in *Banca, Borsa,* 1990, II, pag. 734.

Secondariamente, lo schema della mediazione risultava palesemente inadeguato rispetto a quelle che erano le normali funzioni dell'agente di cambio; di regola, infatti, chi si rivolgeva ad un agente di cambio, non mirava ad esser messo in contatto con altra persona per la conclusione di un affare su titoli o su valori. L'agente di cambio, piuttosto, ricevendo dal cliente l'ordine di stipulare contratti di borsa, compiva atti giuridici per conto di quest'ultimo, così come prevede l'art. 1703 c.c. che enuncia le nozioni di mandato e di mandatario ([18]). Spesso, inoltre, non essendo gli ordini del cliente perfetti e compiuti, rimaneva, in capo all'agente di cambio, un margine di discrezionali poteri deliberativi rispetto alla conclusione e alle modalità dell'affare; poteri ai quali faceva riscontro una correlativa responsabilità, giuridica e professionale. Proprio tale responsabilità, tra l'altro, doveva considerarsi un fattore che spingeva il pubblico a rivolgersi agli agenti di cambio; benché la controparte operatrice fosse conosciuta, si cercava ugualmente l'intervento degli agenti proprio per esser da loro garantiti. L'intervento di questi ultimi, concretandosi nell'assunzione di una veste giuridica tale da costituire una personale responsabilità, dava fiducia ed oggettiva sicurezza al traffico di borsa.

Infine, non veniva ritenuto pertinente il richiamo all'art. 1762 c.c. al fine di fondare una autonoma responsabilità dell'agente nei confronti del cliente, per un duplice ordine di considerazioni. Anzitutto, mentre nel caso di cui all'art. 1762 c.c. il mediatore si interpone direttamente fra i due contraenti, a lui ambedue noti, l'agente di cambio, invece, conosceva, almeno normalmente, uno solo degli operatori, il suo cliente, non avendo alcun contatto con l'altro operatore del quale ignorava spesso persino l'identità.

Inoltre, mentre nel caso di cui all'art. 1762 c.c. il mediatore è un semplice portavoce del contraente non nominato, l'agente di cambio, invece, aveva, come visto, seppure nei limiti dell'ordine ricevuto, un potere deliberante, nel cui esercizio erano impegnate la sua rettitudine e il suo valore professionale.

Le considerazioni suesposte erano ritenute decisive dalla dottrina maggioritaria ([19]) per affermare che, di regola, gli agenti di cambio concludevano fra loro contratti di borsa, per conto dei propri clienti, in nome proprio, operando pertanto secondo lo

([18]) Inoltre, mentre il mediatore è in posizione mediana e imparziale rispetto alle due parti interessate alla conclusione di un affare, almeno di regola, l'agente di cambio perseguiva, invece, unilateralmente gli interessi di una sola delle due parti (il suo cliente).

([19]) Vedi CASANOVA, *Mediazione, commissione ed agenti di cambi*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1927, I.

schema di quel mandato qualificato che è la commissione ([20]), secondo la nozione che ne dà lôart. 1731 c.c.

Lôampio dibattito sviluppatosi in relazione alla figura giuridica dellôagente di cambio ha influenzato, come ovvio, la ricostruzione più generale dei doveri di comportamento dellôintermediario verso il cliente; tuttavia, tanto i sostenitori della prima ricostruzione, quanto quelli della seconda, riconoscevano la necessità di discostarsi dagli schemi tipici della mediazione o della commissione in conseguenza del rilevantissimo peso che nella materia assumevano gli usi di borsa.

Il tema dei comportamenti dellôintermediario non poteva, quindi, che essere risolto facendo pragmaticamente applicazione, volta a volta, delle norme non solo legislative, ma anche consuetudinarie, che disciplinavano la singola operazione, fermo restando ovviamente, il richiamo alle clausole generali di correttezza, buona fede, diligenza, e ai principi in tema di responsabilità precontrattuale, ove applicabili alle singole fattispecie.

Come avveniva nel sistema francese, quindi, la disciplina italiana sottolineava la rilevanza dei controlli allôentrata allôattività di intermediario e del rispetto delle norme dellôordine professionale, più che lôimportanza di un equilibrato assetto dei rapporti contrattuali, dando così al problema dei comportamenti dellôintermediario una rilevanza per così dire indiretta.

Il panorama complessivo della materia mostrava dunque scarso interesse per un vero approfondimento del tema delle regole di condotta degli intermediari, con riferimento sia agli agenti di cambio, sia alle altre figure di soggetti (ad es. banche).

Sebbene lôaffermazione secondo cui lôagente di cambio dovesse curare al meglio lôinteresse del cliente fosse ricorrente, si trattava, tuttavia, di un profilo che veniva inteso in maniera profondamente diverso da quanto è dato rinvenire dopo la riforma del 1991.

Lôaccento cadeva essenzialmente sulla puntuale, precisa e completa cura dellôordine, sulla sua diligente esecuzione, secondo le norme consuetudinarie o pattizie,

([20]) Ogni operazione di borsa, effettuata con lôintervento degli agenti di cambio, si risolveva normalmente in un triplice ordine di rapporti contrattuali, fra loro distinti: un rapporto che aveva per soggetti contraenti due agenti di cambio che assumevano figure antitetiche di venditore e di compratore e che costituiva il nucleo della operazione di borsa; due rapporti correlativi ï laterali e interni- che legavano ognuno dei due agenti di cambio al proprio rispettivo cliente che gli aveva impartito lôordine di borsa.

sull'obbligo di informare tempestivamente il cliente dell'esecuzione stessa, sulla qualificazione degli obblighi dell'agente di cambio come obbligazione di mezzo e non di risultato. Restavano, per contro, in ombra i problemi connessi alla conformità dell'operazione da eseguire con la situazione personale del cliente e quelli legati al verificarsi di eventuali situazioni conflittuali.

Interessante risulta accennare alla soluzione che parte della dottrina ([21]) dava al tema dell'informativa del cliente ed a quella di esecuzione di ordini discrezionali. Quanto al primo profilo, l'elaborazione era, in genere, alquanto scarsa, giacché ci si limitava ad una ripetizione pedissequa dell'art. 1759 c.c.(che fa obbligo al mediatore di comunicare al cliente le circostanze a lui note o conoscibili relative alla valutazione ed alla sicurezza dell'affare) ovvero degli art. 1710 e 1711 c.c., tale opzione dipendendo, evidentemente, da quella compiuta in relazione alla natura stessa dell'agente di cambio, rispettivamente come mediatore o commissionario.

La giurisprudenza, in particolare, era solita adottare un'interpretazione restrittiva dell'articolo 1759 c.c. affermando che l'obbligo di informare il cliente non riguardasse tutte le circostanze conoscibili dall'intermediario, ma solo quelle a quest'ultimo note([22]).

Quanto al profilo dell'esecuzione di ordini discrezionali, non vi era accordo sulla posizione che l'intermediario doveva assumere in presenza di tali delicate situazioni.

Da un lato, vi erano alcuni Autori ([23]), secondo i quali il conferimento di poteri discrezionali consentiva l'agente di cambio a non eseguire l'ordine ove la situazione del mercato lo imponeva; dall'altro lato, si ribadiva ([24]) la posizione di neutralità dell'intermediario e, in sostanza, si concludeva per l'obbligo di dare esecuzione all'ordine, ad eccezione dei casi di impossibilità dipendenti dalle condizioni di mercato.

([21]) Vedi COLTRO CAMPI, *Responsabilità dell'agente di cambio per consigli dati in ordine ad operazioni sui titoli: osservazioni e richiami,* in *Banca, Borsa,* 1967, II, pag. 405; BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto,* in *Trattato di diritto civile e commerciale,* diretto da CICU-MESSINEO, Milano, 1969, pagg. 257 e ss.

([22]) Cfr. Tribunale Venezia, 16 dicembre 1966, in *Banca, Borsa,* 1967, II, pag. 405. Parte della dottrina, per contro, sottolineava la necessità di differenziare il mediatore-commissionario specialista da quello comune, imponendo al primo un dovere di informazione che si estendesse al di là degli elementi conosciuti, comprendendo così tutte le notizie influenti reperibili sul mercato (ABBADESSA, *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario,* in *Banca, Borsa,* 1982, I, pag. 305.

([23]) *Ex multis* CORRADO, *I contratti di borsa,* Torino, 1960, pagg. 96 e ss.

([24]) *Ex multis* BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto,* in *Trattato di diritto civile e commerciale,* diretto da CICU-MESSINEO, Milano, 1969, pagg. 258 e ss.

Restava invece, più in ombra, il rapporto tra ordine del cliente e quella, che nella legge 1/1991, sarebbe stata definita come la situazione finanziaria del cliente stesso; in effetti, le norme di diritto comune e quelle consuetudinarie applicabili all'esecuzione degli ordini lasciavano poco spazio all'elaborazione di principi in proposito.

Le analogie del modello italiano e di quello francese, prima della riforma, risultavano quindi evidenti: ad un'assenza di un corpo strutturato di norme posto a presidio dei comportamenti degli intermediari, si accompagnava un sostanziale rinvio alle norme di diritto comune di volta in volta applicabili allo svolgimento dell'attività.

L'unico momento organico di riflessione che il sistema italiani mostra di trovare, prima della riforma, resta così rappresentato dal Codice deontologico degli Agenti di Cambio, approvato dal Consiglio dell'Ordine nel gennaio 1973 per i soli iscritti all'Ordine di Milano ed esteso, con modificazione, nel 1979, agli iscritti agli albi di tutte le Borse Nazionali.

Senza soffermarci analiticamente sul contenuto dell'intero documento, è sufficiente rilevare, per quanto riguarda i rapporti con la clientela, l'accento posto sull'esecuzione diligente degli ordini, sull'obbligo di rifiutare ordini fonte di possibile rischio per sé o per la controparte, nonché sull'obbligo di richiesta della copertura nelle operazioni a termine, di informazione del cliente in merito alla sua posizione e di puntualità nella consegna di saldi e titoli.

Il codice, tuttavia, proprio per la sua stessa matrice, non appariva idoneo a rafforzare la tutela del cliente: come in genere accade per le norme di natura deontologica la sua violazione, infatti, non comportava automaticamente un diritto per il cliente per il risarcimento del danno, né modificava le regole generali quanto all'onere della prova.

L'assenza di una organica disciplina dei comportamenti degli intermediari e delle attività di intermediazione divenne insostenibile sul finire degli anni ottanta, per la contemporanea presenza di una molteplicità di fattori: il progredire dell'integrazione comunitaria e le necessità conseguenti all'adattamento al diritto europeo; lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari e l'affacciarsi di nuove tecniche di contrattazione sui mercati; la crescente attenzione per i profili attenenti alla tutela dei risparmiatori. Si ritenne, quindi, non più differibile l'esigenza di adeguare le strutture dei mercati mobiliari

organizzati in Italia a quelle degli altri paesi europei ([25]), al fine di superarne il carattere asfittico e consentirgli di assumere un ruolo maggiormente adeguato alla crescente importanza delle attività finanziarie.

La legge 2 gennaio 1991 n. 1, destinata a disciplinare la *«attività di intermediazione mobiliare»* e a regolamentarne gli aspetti organizzativi, mirava al conseguimento di almeno due obiettivi. Da un lato, quello di assicurare la funzionalità del mercato; dall'altro, per quanto in questa sede più interessa, realizzare una più intensa tutela dell'investitore in valori mobiliari, attivando diversificati meccanismi di difesa ed imponendo differenziati modelli comportamentali alle società di intermediazione mobiliare.

Rispetto alla disciplina previgente, il salto di qualità nel modello di tutela dell'investitore risultava evidente per più di un aspetto.

In primo luogo, si era provveduto a colmare una lacuna lasciata dalle precedenti iniziative legislative ove irrisolta si presentava la collocazione di coloro che, limitandosi a svolgere attività di intermediazione, non potevano definirsi *stricto sensu* parti dell'operazione contrattuale di investimento che, quindi, non erano gravati dai quei doveri di correttezza e buona fede che incombono esclusivamente sulle parti contrattuali, sin dal momento delle trattative ([26]).

In secondo luogo, il salto di qualità era ulteriormente ravvisabile nel superamento delle tecniche di tutela tradizionali, non avendo quest'ultima più ad oggetto singoli atti o contratti ma una attività nel suo complesso considerata ([27]).

([25]) La moltiplicazione delle capacità operative dei mercati e dei servizi offerti dagli intermediari, anche su base transfrontaliera, postulava, infatti, un'opera di coordinamento delle singole discipline nazionali. E ciò non solo per assicurare ai risparmiatori, ovunque essi operassero, garanzie equivalenti, ma anche per evitare che la competizione internazionale si fondasse, anziché sulle reali potenzialità dei mercati e sulle effettive capacità degli intermediari, sui vantaggi concorrenziali che potevano derivare dalle differenze tra le legislazioni esistenti nei singoli Paesi.

([26]) DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1993, pagg. 288 e ss. secondo il quale con la legge in esame non si sarebbe più potuto dire che la responsabilità da intermediazione si trovava in bilico tra l'area della *culpa in contraendo*, quella della responsabilità contrattuale e quella extracontrattuale, potendo al più sempre residuare problemi di inquadramento e di qualificazione, ma non anche di concrete scelte normative e cioè di contenuto.

([27]) In altri termini la disciplina non risultava più incentrata sui singoli atti, assortita da norme la cui violazione si accompagnava tradizionalmente a forme più o meno gravi di invalidità, ma diventava una disciplina dell'attività nel suo complesso, la cui violazione determinava sia l'irrogazione di sanzioni pubblicistiche di diversa natura, sia il ricorso a meccanismi che rafforzavano la possibilità di ottenere il risarcimento dei danni subiti dal risparmiatore.

In terzo luogo, si interveniva anche sullôorganizzazione del soggetto verso il quale la tutela era destinata ad operare, attribuendo statuto e collocazione professionali ai soggetti abilitati allôesercizio dellôattività di intermediazione immobiliare ([28]).

Inoltre, coerente con la scelta di un modello di tutela che avesse per punto di riferimento una complessiva attività, definita di intermediazione mobiliare, risultava la preferenza, quale tecnica di tutela, di regole di comportamento aventi ad oggetto la condotta dei soggetti che esercitano attività di intermediazione, e non regole di validità che invece hanno generalmente riguardo ai singoli atti o negozi, fissandone i requisiti e la cui mancanza determina generalmente la invalidità dellôatto.

Infine, altro punto nodale della legge doveva certamente essere individuato nella previsione di un regime di controllo sulle attività poste in essere dagli operatori autorizzati ([29]). In tale sede è sufficiente anticipare ([30]) che al primo comma dellôarticolo 9 l. 1/1991, il legislatore fissava un principio di ripartizione funzionale dei controlli, attribuendo alla Banca dôItalia quelli in punto di stabilità patrimoniale degli operatori, ed affidando alla Consob quelli inerenti alla trasparenza, correttezza e regolarità delle negoziazioni. Il criterio scelto, risultava alternativo rispetto a quello della ripartizione dei compiti per categorie di soggetti e a quello della vigilanza accentrata, affidata ad unôunica Autorità, e consisteva nellôaffidamento a ciascuna Autorità di poteri e funzioni da esercitarsi nei confronti di tutte le categorie di soggetti sottoposte allôattività di vigilanza. Al fine di evitare duplicazioni nellôesercizio di tale attività, era altresì previsto che sugli istituti ed aziende di credito autorizzati ad operare in borsa, Bankitalia avrebbe svolto, sempre che la Consob lo avesse richiesto, i controlli non solo di stabilità patrimoniale ma anche di correttezza e trasparenza delle negoziazioni; simmetricamente, sulle SIM e sulle società fiduciarie autorizzate la Consob avrebbe

---

([28]) Tali erano in primo luogo le SIM autorizzate dalla Consob a svolgere lôattività e ad essere iscritte in un apposito album; ma allôesercizio di tale attività potevano essere autorizzati aziende ed istituti di credito (art. 16 l. SIM) nonché società fiduciarie (per la gestione di patrimoni, art. 17).

ANNUNZIATA, *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1994, pagg. 634 e ss. secondo cui la protezione del risparmiatore non risultava esclusivamente affidata al rispetto di pregnanti regole di condotta, ma poggiava anche sullôorganizzazione interna del soggetto che presta il servizio, nella convinzione che, là dove tale ultimo elemento fosse ben articolato e strutturato, ne risultasse agevolato anche il rispetto delle norma di comportamento; lôorganizzazione fungeva dunque da supporto al rispetto delle regole di comportamento.

([29]) MARZONA, *Gli organi di vigilanza sullôattività di intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1994, pagg. 154 e ss.

([30]) Per una analisi più dettagliata della normativa relativa alla vigilanza sullôintermediazione mobiliare si rinvia al par. 1.3.4.

svolto, previa richiesta di Bankitalia, i controlli non solo di trasparenza e correttezza delle negoziazioni ma anche di stabilità patrimoniale.

Correttezza e vigilanza rappresentavano dunque le coordinate intorno alle quali ruotava il modello di tutela dei risparmiatori. Non avrebbe avuto senso, infatti, imporre doveri di correttezza e di *honeste agere* se non fosse stata prevista la possibilità di vigilare sulle stesse attività. L'opera di vigilanza era dunque diretta a verificare che l'attività di intermediazione fosse svolta nel rispetto delle regole di comportamento.

1.3.1. *Diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente.*

Come si è più volte sottolineato, uno dei contenuti più fortemente innovativi della legge n. 1/1991, doveva essere individuato nella previsione di una disciplina dei comportamenti degli intermediari finanziari, o, più semplicemente nella predisposizione di un complesso di regole di condotta standardizzate per tutte le attività di intermediazione.

La nuova via era aperta dall'art. 6 l. 1/1991, il quale conteneva, oltre ad una elencazione di principi generali ([31]) che l'intermediario doveva sempre tenere in considerazione nello svolgimento della propria attività, una puntuale previsione di obblighi informativi, rinviando, quanto al completamento della disciplina, a numerosi provvedimenti amministrativi (art. 9 comma 2) ([32]).

Il *«cappello»* delle varie regole di condotta legislative e regolamentari era costituito dal principio generale di cui all'art. 6, comma 1, lettera a), per cui gli

([31]) Vedi ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, pagg. 271 e ss., il quale individuava una serie di principi ispiratori della legge 1/1991, che in qualche modo rappresentavano le scelte di fondo del legislatore. Un primo principio veniva individuato dal richiamo ai doveri generali di diligenza, correttezza e professionalità. Un secondo principio, poteva essere individuato nell'obbligo di informazione e trasparenza nei confronti del cliente. Un terzo principio, poteva essere rappresentato dall'esigenza di disciplinare le situazioni di conflitto di interessi. Un quarto principio era individuabile negli obblighi di collaborazione imposti all'intermediario nei confronti delle scelte del cliente. Un quinto principio, poteva essere rappresentato dall'obbligo di separazione tra attività diverse e potenzialmente configgenti.

([32]) La legge finiva col tratteggiare una pervasiva disciplina dei comportamenti degli intermediari, all'interno della quale risultava possibile scindere livelli di intervento di portata più generale, da quelli più puntuali. Il livello generale era essenzialmente rappresentato dagli articoli 6 e 9 della legge, i quali contenevano le regole di comportamento applicabili allo svolgimento della generalità delle attività; a tale livello si aggiungevano poi le norme di legge che consolidano le specifiche regole prescritte per l'attività di gestione, quelle prescritte per la negoziazione sui mercati regolamentati ed altre ancora. Ambedue i livelli rinviavano a loro volta alla normativa regolamentare di competenza della Consob e della Banca d'Italia.

intermediari, nello svolgimento della loro attività, erano tenuti ad agire con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente ([33]).

L'affermazione, nella sua apparente solennità, veniva però ritenuta inutile e ridondante ([34]), giacchè la correttezza e la diligenza nell'adempimento dell'obbligazione erano già imposte in via generale dagli artt. 1175 e 1176 c.c., quasi che, nella consapevolezza del legislatore, tali norme fossero applicabili solo in quanto richiamate ([35]). Tale richiamo, inoltre, denotava un certo atecnicismo nella misura in cui venivano evocate, alquanto retoricamente, categorie civilistiche da sempre distinte.

L'analisi dell'art. 6 lettera a) richiedeva, dunque, in primo luogo, che venissero chiariti i profili di sovrapposizione tra i principi in esso contenuti e le clausole generali codicistiche, per poi indagare i rapporti tra detti principi e le altre norme che presiedevano allo svolgimento dell'attività.

Quanto al primo profilo, il riferimento alla professionalità doveva essere inteso come richiamo ai canoni della diligenza professionale, secondo quanto previsto dall'art. 1176 comma 2 che la commisura alla specifica natura dell'attività esercitata. Essa tende ad assommare e a racchiudere il rispetto del patrimonio di esperienze tecniche e competenze che è proprio del settore di attività considerato.

La correttezza è, invece, la qualità del comportamento che si esige dall'uomo medio, che non gode di particolari competenze.

([33]) Vedi CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1994, pagg. 31 e ss., secondo cui «*tali regole di condotta avrebbero trovato applicazione per tutti i contratti intercorsi tra intermediario e cliente, indipendentemente dal fatto che essi fossero investitori istituzionali, operatori abituali o semplici risparmiatori, rimanendo fuori dalla disciplina speciale solamente i contratti che l'intermediario poneva in essere «in vista» o «in esecuzione» del suo rapporto con il cliente*».

([34]) CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare*, in MAZZAMUTO-TERRANOVA (a cura di), *L'intermediazione mobiliare (studi in onore di Aldo Maisano)*, Napoli, 1993, pagg. 42 e ss.; DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1993, I, pagg. 292 e ss.; CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1994, I, pagg. 32 e ss.; REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 1994, pagg. 618 e ss.

([35]) Una possibile motivazione al richiamo a clausole generali già sicuramente applicabili alla materia, poteva rinvenirsi nella volontà di rendere autonomamente perseguibile la violazione delle clausole generali da parte dell'obbligo di controllo. Una violazione delle clausole generali poteva infatti trovare riscontro a livello dell'azione dell'organo di vigilanza essenzialmente per quanto riguarda i procedimenti disciplinari di cui all'art. 13 l. 1/1991. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, pagg. 278 e ss.

Tuttavia apparve da subito poco credibile che in *subjecta materia*, la correttezza dovesse godere solamente di una valenza sociale e non professionale. Secondo lôopinione prevalente, dunque, trattandosi di una regola di comportamento a destinatario necessario, anche la correttezza, così come la diligenza, si riteneva riferita allôoperatore professionale e, dunque, resa specifica dalla attività dallo stesso esercitata ([36]).

Quindi, tanto il comportamento diligente, quanto quello corretto, dovevano essere individuati sulla base del parametro della professionalità, commisurato alla natura dellôattività esercitata.

Tuttavia, nonostante la legge Sim sembrasse assimilare in una generica indistinta funzione di *«cura dellôinteresse del cliente»* tanto la diligenza, quanto la correttezza come la professionalità, risultava evidente che le funzioni tecniche che tali principi erano destinate a svolgere erano diverse.

La diligenza, infatti, esprimeva la sua valenza operativa sul terreno dellôinadempimento o dellôinesatto adempimento degli obblighi derivanti dal contratto di investimento corrente con il risparmiatore, onde valutare se lôinadempimento fosse da riferire alla scarsa diligenza professionale dellôintermediario con conseguente responsabilità di questôultimo; la correttezza operava più a monte perché fonte di doveri ulteriori rispetto a quelli previsti nel contratto o comunque in funzione limitativa dei poteri di cui pure lôintermediario fosse investito.

Quanto al secondo profilo, quello attinente ai rapporti tra clausole generali e regole di comportamento, si trattava di considerare, se, e in quale misura, lôosservanza delle numerose e dettagliate regole di comportamento, comportasse di per sé il rispetto delle clausole generali, ovvero se questôultime mantenessero una forza espansiva propria, indipendentemente e al di là delle singole regole di condotta.

A tal riguardo, secondo lôopinione che risultava preferibile, il contenuto delle clausole generali di cui allôart. 6 lettera a), doveva ritenersi specificato e dettagliato dallôinsieme dei doveri ed obblighi di comportamento risultanti dal complesso della legge 1/1991.

([36]) Tale considerazione risultava suffragata dal regolamento n. 5387 legge SIM (art. 3 n. 2) il quale specificava *«che gli intermediari autorizzati devono disporre di una conoscenza dei valori mobiliari oggetto di propri servizi [é] adeguata al tipo di prestazione da fornire»*.

In sostanza, il quadro complessivo non comportava il superamento delle clausole generali od il loro dissolvimento nella legge speciale, quanto piuttosto lôarricchimento delle clausole stesse attraverso un corpo strutturato di disposizioni in grado di qualificarle e di definirne la portata.

Il rapporto tra i due livelli di norme era, dunque, di reciproca integrazione, laddove clausole generali e norme speciali congiuntamente contribuivano a dettare lo *standard* di comportamento al quale doveva attenersi lôintermediario nello svolgimento dellôattività e nei rapporti con il cliente.

1.3.2. *Gli specifici obblighi informativi, la forma dei contratti, il conflitto di interessi.*

Tra le regole di comportamento cui gli intermediari dovevano attenersi nello svolgimento delle loro attività, gli obblighi di informazione rivestivano sicuramente un ruolo centrale nel raggiungimento degli obiettivi di tutela del pubblico dei risparmiatori e di buon funzionamento del mercato ([37]).

Lôanalisi del dato positivo (legge e regolamenti) consentiva di sottolineare che tali obblighi assumevano rilevanza in ordine a tre diversi momenti della vicenda contrattuale: quello preventivo, quello contestuale alla formulazione del contratto e quello relativo alla fase di attuazione del rapporto ([38]).

Quanto agli obblighi di informazione preventiva, gli stessi potevano distinguersi a seconda che avessero ad oggetto una situazione propria dellôintermediario oppure una situazione del cliente.

Rientrava nella prima categoria il dovere di informazione relativo al documento c.d. appunto informativo (art. 6 lettera b) L. n. 1/1991), per tale intendendosi quel documento nel quale dovevano essere rappresentate in modo chiaro e inequivocabile, senza inesattezze formali o sostanziali né formulazioni suggestive, le attività svolte, nonché i soggetti appartenenti al gruppo come pure gli estremi della concessa

([37]) Per una valutazione delle regole di condotta vigenti nel sistema inglese e francese allôepoca della L. 1/1991, vedi ANNUNZIATA, *Regole di comportamento cit.*, pagg. 15 e ss.

([38]) La preoccupazione volta ad una completa e compiuta informazione del cliente-risparmiatore appariva, dunque, presente in ogni fase del rapporto, informando non soltanto la fase precontrattuale, ma anche quella di attuazione del rapporto stesso.

autorizzazione e, sebbene per estratto, gli estremi delle norme di legge e regolamentari applicabili (art. 10 Reg. Consob 5386 del 2 luglio 1991).

Siffatto documento, soggetto ad aggiornamento e ad eventuale rinnovazione ([39]), formava oggetto di un duplice obbligo di informazione: in primo luogo, a tutela della generalità dei potenziali investitori esso doveva essere reso di pubblico dominio, mediante pubblicazione da effettuarsi prima dell'inizio dell'attività e nelle forme stabilite dal regolamento; il documento stesso poi doveva essere portato a conoscenza del cliente mediante trasmissione, ossia consegna da effettuarsi prima della sottoscrizione del contratto ([40]).

Ciò che dunque emergeva dall'analisi della descritta disciplina era l'esigenza di individuare un nucleo centrale di elementi informativi, ormai giudicati imprescindibili in tutte le forme di contatto tra intermediario e cliente, al fine di assicurare che la scelta di quest'ultimo fosse pienamente consapevole.

Quanto agli obblighi di informazione preventiva relativi a situazioni proprie del cliente, rientrava in tale categoria l'obbligo dell'intermediario, non già di dare informazioni, bensì di informarsi preventivamente sulla situazione finanziaria e sugli obiettivi di investimento del cliente (art. 6 lettera d), raccogliendo ogni informazione utile in un apposito documento da allegare al contratto ([41]).

Si trattava di un obbligo finalizzato a tutelare al meglio l'interesse del cliente non operatore qualificato, onde evitare di esporlo a rischi sproporzionati rispetto alle sue possibilità ed esigenze finanziarie, ma anche di obbligo diretto a scongiurare contraccolpi indesiderati sul corretto funzionamento del mercato globalmente inteso([42]).

La regola si muoveva pertanto, nel senso di una accresciuta trasparenza dei rapporti tra intermediario e cliente, invertendo tuttavia il flusso informativo e

---

([39]) Art. 12 Reg. cit.

([40]) Art. 13 Reg. cit. E, ove si fosse trattato di operatore qualificato, solo su sua richiesta. Quanto alla differenza tra il documento informativo da un lato, e il prospetto informativo e il contratto di cui alla lettera c) del medesimo articolo, dall'altro vedi ANNUNZIATA, *Regole di comportamento* cit., pagg. 291 e ss.

([41]) Cfr. art. 6 Reg. cit.

([42]) La norma dunque enucleava una regola che si avvicinava in modo evidente alla *know your customer rule* del sistema inglese. La formulazione alquanto generica della regola da parte del legislatore della L. 1/1991 fu particolarmente criticata da parte della dottrina (ANNUNZIATA, *Regole di comportamento cit*., pagg. 341 e ss.) la quale evidenziava che, da un lato, la norma non indicava le informazioni ritenute rilevanti e, dall'altro, gli strumenti utilizzabili dagli intermediari al fine di adempiere all'obbligo.

configurando la direzione dello stesso, non già dall'intermediario al cliente, ma da quest'ultimo al primo.

L'obbligo descritto andava poi direttamente collegato al divieto, di cui all'art. 6 lettera f) in base al quale l'intermediario avrebbe dovuto astenersi dal consigliare o effettuare operazioni con frequenza non necessaria o di dimensioni eccessive in rapporto alla situazione finanziaria del cliente.

Quanto agli obblighi di informazione per così dire contestuali alla formulazione del contratto, l'art. 6 lettera c) prescriveva esplicitamente che quest'ultimo oltre a dover essere redatto in forma scritta, dovesse indicare la natura la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi, l'entità e i criteri di calcolo della loro remunerazione, nonché le altre condizioni particolari convenute con il cliente, prevedendosi altresì che una copia del contratto dovesse essere consegnata al cliente. La disciplina era contenuta sia a livello legislativo sia regolamentare ([43]): l'imposizione della forma scritta rappresentava la principale modalità per assicurare al cliente la piena e compiuta conoscenza delle clausole contrattuali ([44]). La stipulazione del contratto in forma scritta era richiesta prima dell'effettuazione delle operazioni, come si desume dal diretto esame della norma che obbligava l'intermediario, con formula piuttosto atecnica, a stabilire i rapporti con il cliente sulla base del contratto stesso ([45]). La stipulazione del contratto era imposta sia nel quadro di rapporti continuativi, sia per l'effettuazione di singole operazioni. Nel primo caso il contratto fungeva da accordo quadro per le varie prestazioni effettuate dall'intermediario ([46]); nel secondo caso l'occasionalità del rapporto che si instaurava tra intermediario e cliente, non sembrava certo elemento

([43]) Cfr. art. 9 comma 2 Reg. cit. il quale è piuttosto analitico e puntuale nell'elencare modalità e condizioni del contenuto contrattuale.

([44]) Parte della dottrina (SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in MAZZAMUTO-TERRANOVA (a cura di), *L'intermediazione cit.*, pag. 69) non mancò di sottolineare che con la previsione della forma scritta, si era di fronte al superamento del tradizionale statuto di tutela del contraente debole quale risultante dagli artt. 1341 e 1342 c.c. La mera conoscibilità delle condizioni contrattuali veniva oramai valutata insufficiente rendendosene indispensabile la conoscenza effettiva.

([45]) La legge prevedeva almeno due discipline del contratto, con diversi ambiti di applicazione: la prima era formulata con riguardo alla generalità dei sevizi prestati e delle attività svolte dall'intermediario; la seconda, invece si appuntava sul contratto richiesto per l'attività di gestione.

([46]) I primi commentatori della nuova disciplina si erano posti il problema se, nel quadro di un rapporto continuativo, ciascuna prestazione necessitasse o meno della forma scritta, giungendo alla soluzione negativa in virtù del tenore letterale dell'art. 9 comma 3 legge SIM. Una soluzione diversa, tra l'altro, oltre a rendere estremamente oneroso il rispetto dell'obbligo, avrebbe potutio generare chiari effetti discorsivi: il cliente infatti avrebbe rischiato di soccombere sotto il flusso dei contratti che per ciascuna operazione avrebbe dovuto stipulare per iscritto.

sufficiente per superare lôesigenza della forma scritta, posto che la legge non richiedeva la continuità del rapporto. Nel complesso la disciplina che emergeva dalla normativa primaria e secondaria confermava il ricorso al formalismo negoziale in chiave di protezione dei soggetti deboli ([47]).

Quanto agli effetti della violazione dellôobbligo sulla forma, nel silenzio della legge sul punto, si riteneva sicuramente prevalente la tesi secondo la quale il requisito della forma scritta per i contratti di cui allôart. 6 rappresentasse un elemento la cui mancanza avrebbe prodotto la nullità del contratto stesso, e non già la semplice applicazione di sanzioni disciplinari.

Come detto, la stessa funzione di protezione della parte debole del contratto svolta dalla previsione dellôobbligo di forma, sembrava giustificare una interpretazione particolarmente rigorosa del requisito in esame onde garantire lôeffettività della tutela([48]).

Estesi obblighi di informazione, infine, erano ricollegabili alla fase di attuazione del rapporto. A tale proposito la legge prescriveva e il regolamento ([49]) ribadiva che gli intermediari dovessero operare in modo tale che il cliente fosse sempre adeguatamente informato sulla natura e sui rischi delle operazioni, sulle loro implicazioni, come pure su qualsiasi fatto o circostanza la cui conoscenza fosse necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento (art. 6 lettera e).

Benché il terreno naturale di applicazione della norma dovesse individuarsi nella fase precontrattuale, essa era senzôaltro in grado di operare allôinterno, nel corso dello svolgimento del rapporto, in specie per i rapporti continuativi. Risultava evidente come la stessa richiedesse e presupponesse in capo allôintermediario uno stringente dovere di informarsi. Pertanto, a differenza di quanto affermato nel regime previgente in tema di responsabilità dellôagente di cambio, lôobbligo di informare il cliente riguardava senzôaltro anche i fatti conoscibili dallôintermediario. La regola, tuttavia, sembrava potersi prestare ad una lettura che ne limitasse la portata. In primo luogo, appariva indubbio che, quanto agli elementi dellôoperazione ricavabili dal contratto e dal

([47]) In merito alla inconfigurabilità di un tipo contrattuale identificabile con il contratto dôintermediazione mobiliare vedi ANNUNZIATA, *Regole di comportamento cit.*, pagg. 303 e ss.

([48]) Se, dunque, una sostanziale convergenza di opinioni si registrava sulla sanzione della nullità, la dottrina era poi divisa quanto alla natura assoluta o relativa della stessa. PATRONI GRIFFI-SANDULLI-SANTORO, *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, pagg. 133 e ss.

([49]) Cfr. art. 7 Reg. n. 5387 cit.

documento informativo, l'intermediario potesse ritenere di aver assolto all'obbligo informativo semplicemente consegnando al cliente il contratto e il documento informativo nelle forme e nei modi prescritti dalla normativa primaria e secondaria. In secondo luogo, il rispetto degli obblighi che la Consob imponeva con riferimento alle varie attività di intermediazione mobiliare, poteva rappresentare un solido punto di riferimento al fine di valutare l'assolvimento dell'obbligo generale di cui alla lettera e) dell'art.6. Infine, un temperamento al rigore della disposizione poteva ricavarsi attraverso la combinazione con le regole di cui all'art. 6 lettere d) e f): ove infatti l'accertamento delle condizioni del cliente avesse posto in luce il possesso da parte di quest'ultimo di particolare preparazione o competenza, l'intermediario avrebbe potuto ragionevolmente ritenere che lo stesso fosse già adeguatamente informato sugli elementi rilevanti al fine dell'assunzione di consapevoli scelte di investimento o di disinvestimento.

Un ulteriore onere informativo relativo alla fase attuativa del rapporto, era previsto nell'ipotesi in cui l'intermediario avesse direttamente o indirettamente un interesse conflittuale nell'operazione da effettuarsi con o per conto della clientela (art. 6 lettera g) ([50]): in tal caso l'intermediario volendo superare il divieto al compimento dell'operazione, aveva l'obbligo di comunicare per iscritto al cliente la natura e l'estensione del proprio interesse nell'operazione stessa e di attendere da quest'ultimo l'espresso consenso scritto ([51]).

La soluzione che al problema del conflitto di interessi è stata data dalla legge 1/1991 prevedeva dunque il ricorso alla *disclosure* della situazione conflittuale, alla quale si aggiungeva la necessità dello specifico consenso del cliente all'effettuazione dell'operazione. L'applicabilità della norma ad ogni tipologia di servizi ed attività svolti

([50]) Cfr. Reg. Consob 5387/1991 ove, oltre alla previsione generale del conflitto di interessi, si rinvengono ulteriori specificazioni di situazioni conflittuali (cfr. artt. 4; 35 terzo comma; 37 secondo comma; 49 secondo comma; 40 terzo comma).

([51]) La norma quindi più che a prevenire o comunque eliminare situazioni conflittuali potenzialmente lesive degli interessi dei clienti, mirava piuttosto a regolarli. All'opposto, una specifica finalità preventiva doveva riconoscersi nella previsione relativa all'introduzione di un rigido criterio organizzativo tale da assicurare la totale separazione tra le strutture dedicate allo svolgimento dei singoli servizi di investimento. Uno stesso intermediario avrebbe infatti potuto esercitare congiuntamente diverse attività di intermediazione a condizione che venissero rispettate specifiche regole dirette ad eliminare o a contenere i conflitti di interesse derivanti dalla circostanza che l'intermediario potesse appunto svolgere ad un tempo più attività. Agli intermediari si chiedeva, in buona sostanza, di predisporre un'organizzazione interna che mediante l'impiego delle cosiddette muraglie cinesi fosse idonea a prevenire l'insorgere dei conflitti di interesse (art. 11 ss. Reg. Banca d'Italia 2 luglio 1991).

dagli intermediari sottoposti alla legge 1/1991, ne rappresentava il momento di maggior evoluzione rispetto a quanto ricavabile dal sistema previgente, ove, al più, erano rinvenibili previsioni specifiche, riservate a singole attività o atti ([52]).

La formulazione della regola sembrava richiedere una comunicazione ed un'autorizzazione espressa per ciascuna operazione effettuata in posizione conflittuale; ove però il rapporto con il cliente fosse stato di natura continuativa, non sembravano sussistere ostacoli a che l'autorizzazione venisse conferita a priori e fosse valida per tutte le operazioni in questione ([53]).

La norma prescindeva inoltre da qualsiasi riferimento al danno, effettivo o potenziale, che l'operazione posta in essere in posizione conflittuale avrebbe potuto determinare nella sfera giuridica del cliente; pertanto si riteneva che potesse assumere rilevanza la mera potenzialità lesiva del conflitto stesso, così come dimostra la circostanza che la regola poneva il divieto di agire al ricorrere delle circostanze previste.

Infine, dal profilo del danno andava tenuto distinto quello del pericolo del conflitto, dovendosi infatti stabilire se l'interesse conflittuale rilevante ai fini dell'applicazione della norma ricomprendesse anche il conflitto potenziale. Benché il dato letterale della norma sembrasse dover far propendere per la soluzione negativa («*non possono* **é** *se hanno*») l'esigenze di tutela sottese alla norma in esame, appariva opportuno adottare un'interpretazione estensiva anche se tale potenzialità dell'interesse conflittuale doveva esistere ed essere riconoscibile dall'intermediario anteriormente all'effettuazione dell'operazione e non semplicemente ricostruibile a posteriori.

1.3.3. *La clausola di best execution.*

Il sistema italiano non prevedeva, a livello legislativo, una norma assimilabile alla *best execution rule* nota invece al sistema inglese ([54]): l'unico riferimento ad un obbligo

([52]) Si pensi all'art. 1735 c.c. che ad es. poteva assumere rilevanza per l'attività di negoziazione, ma non anche per tutte le altre attività, restando pur sempre insufficiente a disciplinare la materia del conflitto di interessi; si pensi ancora agli artt. 1394 e 1395 c.c.

([53]) Sempre che, beninteso, l'intermediario fosse in grado di esplicitare *ex ante* natura ed estensione del conflitto per ciascuna delle operazioni che avrebbe eseguito, posto che non venivano ritenute ammissibili autorizzazioni fornite astrattamente che non evidenziassero in modo preciso e circostanziato le specifiche condizioni del caso.

([54]) Tale clausola non significa realizzazione delle migliori condizioni in assoluto e in astratto, ma comporta l'applicazione di un criterio di ragionevolezza che, seppur commisurato alla particolare

di esecuzione dell'operazione al miglior prezzo compariva all'art. 11 secondo comma della legge 1/1991, al fine tuttavia di circoscrivere la portata della deroga al principio di concentrazione degli scambi in borsa dei valori mobiliari quotati in questo stesso mercato. Si poneva quindi il problema di stabilire se una regola di tale rilevanza potesse inferirsi in via interpretativa dal sistema. Si riteneva ([55]) che tale regola fosse effettivamente desumibile sia dalle clausole generali di cui all'art. 6 lettera a), sia dalle norme che imponevano il perseguimento dell'interesse del cliente nella scelta da parte dell'intermediario dei tempi e delle modalità di esecuzione degli ordini (art. 9 comma 2 lettera c). Il richiamo all'interesse del cliente in particolare, appariva idoneo a consentire l'assimilazione anche da parte del modello italiano della *best execution rule*. Era infatti legittimo attendersi dall'intermediario finanziario che, a fronte di varie alternative nell'esecuzione dell'ordine, egli fosse tenuto a scegliere quella migliore per il cliente.

Tale ricostruzione risultava poi suffragata dall'art. 24 Reg. Consob 5387/1991 nel quale la Commissione elaborava, seppur limitatamente alle negoziazioni sui mercati regolamentati, una norma che rifletteva assai da vicino l'analoga regola espressa dal sistema inglese, prevedendosi espressamente che gli intermediari dovessero eseguire gli ordini alle migliori condizioni possibili, con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni ([56]).

Infine, anche per quanto atteneva alle operazioni su valori mobiliari non negoziati in mercati regolamentati, l'art. 26 Reg. 5387/1991, prevedendo che qualora un intermediario intendesse porsi quale contropartita del cliente, dovesse comportarsi in modo tale da far conseguire a quest'ultimo le migliori condizioni a lui note rispetto a quelle dallo stesso praticate, conteneva una disposizione che riecheggiava un criterio di *best execution*. La norma andava intesa nel senso che, ove fossero esistite tali *«migliori condizioni»* rispetto a quelle offerte dall'intermediario, questi fosse tenuto

---

diligenza e cura richiesta all'intermediario professionale, implica il riferimento alle condizioni concretamente esistenti e praticabili sul mercato.

([55]) ANNUNZIATA, *Regole di comportamento cit.*, pagg. 283 e ss.

([56]) Nell'individuazione delle migliori condizioni possibili l'intermediario doveva avere riguardo alle operazioni con caratteristiche simili, ai prezzi pagati o ricevuti, agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente dal cliente, nonché all'affidabilità della controparte. Il comma 2 del medesimo art. fissava poi la presunzione per la quale le migliori condizioni erano considerate sempre soddisfatte qualora l'ordine di negoziazione fosse eseguito in un mercato regolamentato, con la conseguenza di rendere sostanzialmente inutile l'ulteriore valutazione delle condizioni alle quali avveniva l'esecuzione.

alternativamente ad offrire dette condizioni al cliente ovvero ad astenersi dallôoperare in contropartita.

1.3.4. *Lôinsolvenza degli intermediari tra fallimento e liquidazione coatta amministrativa.*

Lôinsolvenza di un intermediario comporta sempre un rischio, tanto sotto il profilo della tutela dei risparmiatori, quanto della stabilità, competitività e buon funzionamento del mercato finanziario.

In primo luogo, infatti, in caso di insolvenza gli investitori subiscono danni rilevanti, perdendo in tutto o in parte le somme affidate allôintermediario; inoltre, la crisi di questôultimo può riflettersi anche sulla stabilità degli altri operatori che intrattengono con tale soggetto rapporti di intermediazione, con il rischio di ulteriori insolvenze; infine, la situazione descritta può determinare lôinsorgere di una sensazione di sfiducia nella credibilità dellôintero settore finanziario, con il conseguente allontanamento dei capitali dallo stesso.

Prima di entrare nel merito dellôanalisi delle situazioni di insolvenza dellôintermediario, appare doverosa una premessa circa il sistema di vigilanza *bicefala* introdotto dalla legge del 1991, n. 1.

Il sistema di vigilanza sulle SIM costituì, invero, un aspetto della legge in esame particolarmente delicato ed assai dibattuto in sede parlamentare: mentre infatti alcuni avrebbero voluto affidare il controllo a Bankitalia, secondo lôispirazione della legge bancaria, peraltro già superata dalla normativa sulla Borsa, che prevedeva il controllo del Ministero del Tesoro e, dal 1974, della Consob, altri, invece, avevano proposto una ripartizione per soggetti in base alla quale Bankitalia avrebbe controllato le banche, la Consob le SIM ([57]).

Al termine del dibattito parlamentare prevalse una soluzione di compromesso ([58]) ispirata alla ripartizione per *funzioni*; la vigilanza sulle SIM era esercitata dalla Consob per quanto riguardava gli obblighi di informazione e di correttezza e la regolarità delle

([57]) Per una ricostruzione del citato dibattito, vedi MINERVINI, *Quella strana battaglia sulle SIM*, in *Corriere della Sera*, 8 aprile 1990.

([58]) MINERVINI, *Sim e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, in *Corr. Giur.*, 1991, pag. 130.

negoziazioni di valori mobiliari, e, dalla Banca dôItalia, per quanto riguarda i controlli di stabilità patrimoniale (art. 9, primo comma).

La dottrina prevalente ([59]), però, non mancò di rilevare che lôapplicazione del duplice controllo da parte di Consob e Bankitalia, non sarebbe stato affatto agevole.

In primo luogo, infatti, lôadozione del solo criterio della finalità, cui era sostanzialmente informato il sistema della ripartizione delle competenze relative ai controlli sullôattività di intermediazione mobiliare, non era ritenuto sufficiente ad escludere *tout court* incertezze ed equivoci sul contenuto e sulle modalità dôesercizio del prescritto potere di vigilanza. Da un lato, infatti, non sempre era agevole identificare, nellôambito dellôampio ventaglio di materie e di argomenti di cui si compone la disciplina del mercato mobiliare, quali aspetti rientrassero nellôambito dellôuna, o dellôaltra *vigilanza*. Dallôaltro lato, vi erano materie con riguardo alle quali era evidente il rischio della sovrapposizione tra i due ambiti di vigilanza. Infatti, come vi erano iniziative che, attenendo ai profili di trasparenza, correttezza e regolare andamento del mercato, la Consob sarebbe stata chiamata ad assumere benché fossero volte a garantire anche concorrenti finalità di stabilità patrimoniale, così, sovente, lôutilizzazione degli strumenti per accertare tale stabilità sarebbero stati comuni a qualsiasi attività di controllo che non fosse meramente formale. In altri termini, il problema del controllo non si esauriva nellôaccoglimento del criterio della finalità della vigilanza, ma avrebbe comportato anche lôadozione di regole integrative sullôesercizio in concreto delle rispettive attività di controllo ([60]).

Inoltre, parte della dottrina mise da subito in evidenza come il principio della ripartizione per funzioni di cui al primo comma dellôart. 9 andasse coordinato con la disposizione del settimo comma del medesimo articolo, la quale, al fine di evitare duplicazioni nello svolgimento dellôattività di vigilanza, prevedeva che tutti i tipi di controlli sulle banche venissero esercitati da Bankitalia su richiesta della Consob, e che, dôaltro verso, i controlli di stabilità patrimoniale sulle SIM e sulle società fiduciarie

([59]) Vedi CARRIERO, *La vigilanza sullôintermediazione mobiliare,* in *Le società,* 1991, 5, pagg. 599 e ss.; AMBROSINI, *Le SIM: le ragioni di una scelta legislativa,* in *Le società,* 1991, 5, pagg. 581 e ss.; BAGLIONI, *La nuova disciplina degli intermediari mobiliari, commento agli artt.1-19,* in *Corr. Giur.,* 1991, 3, pagg. 289 e ss.

([60]) Cfr. Relazione Consob per lôanno 1988, in *Giur. comm.*, 1990, I, pag. 1206.

fossero effettuati dalla Consob su richiesta della Banca dôItalia. Secondo molti ([61]), tale comma rischiava di divenire, nella sua impostazione della vigilanza *per soggetti* lôipotesi ordinaria, con lôeffetto di rendere lettera morta il principio generale di cui al primo comma dellôarticolo 9.

Si riteneva ([62]) dunque probabile che, verso le banche, la Consob avrebbe esercitato i poteri che funzionalmente le erano attribuiti tramite Bankitalia, e, viceversa, questôultima avrebbe vigilato sulle SIM tramite la Consob.

Tuttavia il medesimo articolo 9 conteneva una norma di chiusura la quale precisava che in tutti i casi in cui ciascuna Autorità lo avesse ritenuto necessario, avrebbe potuto essa stessa esercitare direttamente il potere di vigilanza di cui al comma 1, determinando in tal modo un circolo vizioso non suscettibile di risoluzione astratta ma destinato ad esser dipanato in concreto dalle due Autorità chiamate di volta in volta ad esercitare i controlli.

Terminata la premessa di cui sopra, e delineato il sistema preventivo di vigilanza sullôattività finanziaria dellôintermediario, la nostra analisi può ora procedere esaminando nel dettaglio la disciplina dettata in caso di situazioni patologiche di insolvenza.

Pur essendo, per le ragioni suesposte allôinizio del paragrafo, la crisi dellôintermediario un evento da scongiurare o, comunque, da regolamentare con la massima attenzione, la Legge istitutiva delle società di intermediazione mobiliare, pur prevedendo una serie di provvedimenti cautelari e di sanzioni amministrative a carico delle SIM (art. 13), appariva particolarmente lacunosa in materia di regolamentazione dellôinsolvenza ([63]).

([61]) Vedi MINERVINI, *Sim e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile,* in *Corr. Giur.,* 1991, pag. 130.

([62]) BAGLIONI, *La nuova disciplina degli intermediari mobiliari, commento agli artt.1-19,* in *Corr. Giur.,* 1991, 3, pag. 290.

([63]) Prima della legge 1 del 1991, la problematica della insolvenza dellôintermediario si poneva in tutta la sua rilevanza per gli agenti di cambio. Più nel dettaglio, si trattava di verificare se, da un lato, lôagente di cambio potesse essere considerato un imprenditore commerciale e, dallôaltro, se, ed a quali condizioni, il medesimo potesse esser soggetto a procedura di fallimento. Le due questioni si presentavano strettamente connesse, posto che, di regola, soltanto i soggetti aventi la qualificazione giuridica di imprenditori commerciali, erano assoggettati, in caso di insolvenza, alla procedura di fallimento. Tuttavia la situazione in esame risultava particolarmente complessa per lôesistenza, nella legge speciale sul fallimento, del disposto del comma 1 dellôarticolo 4, in base al quale «*Lôagente di cambio è soggetto al fallimento nei casi stabiliti dalle leggi speciali*». La Relazione ministeriale alla legge sul fallimento dichiarava, infine, che «*lôart. 4 rinvia infine alle leggi speciali circa talune figure anomale di*

Gli unici riferimenti normativi, tra lôaltro indiretti, prevedevano che «*lôaccertamento giudiziale dello stato dôinsolvenza*» determinava, di diritto, la cancellazione dallôAlbo Consob; ed ancora che il commissario, nominato dal Ministro del Tesoro e preposto alla tutela e alla restituzione di patrimoni di proprietà dei clienti della società, si affiancava agli organi delle procedure concorsuali, ove disposte ([64]).

Il richiamo nella legge allôaccertamento dello stato dôinsolvenza, aveva fatto sorgere il quesito se le SIM fossero soggette alle normali procedure concorsuali ovvero alla liquidazione coatta amministrativa, in virtù della peculiare disciplina dettata e dei numerosi controlli pubblicistici previsti per le stesse.

Tale quesito veniva risolto a favore della applicabilità del fallimento, tanto dalla prevalente dottrina ([65]), quanto dalla giurisprudenza ([66]), sulla base di un duplice ordine di considerazioni.

---

fallimento che non riguardano lôimprenditore commerciale; il fallimento dellôagente di cambio non imprenditore ed il fallimento per debito dôimposta». Stando alla lettera della Relazione, quindi, la prima delle questioni poste avrebbe dovuto essere risolta negativamente, in quanto lôagente di cambio sarebbe potuto non essere un imprenditore commerciale. La seconda questione, invece, sembrava dover essere risolta positivamente, in quanto il citato art. 4 espressamente prevedeva lôassoggettabilità dellôagente di cambio alla procedura di fallimento, seppure nei casi stabiliti dalle leggi speciali. Fatte tali premesse, la dottrina maggioritaria affermava che lôagente di cambio, considerato un commerciante nel sistema del codice di commercio del 1882, dovesse esser considerato un imprenditore commerciale nel sistema del codice del 1942. Lôagente di cambio, infatti, organizzava ed esercitava una attività economica ausiliaria ad attività intermediarie nella circolazione dei titoli e dei pubblici valori, appartenendo, pertanto, alla quinta categoria degli imprenditori commerciali ai sensi della classificazione di cui allôart. 2195 c.c. La dottrina dominante concludeva, quindi, che a torto la Relazione ministeriale alla legge sul fallimento aveva qualificato, nel brano riferito, lôagente di cambio non imprenditore. Da quanto precede derivava, dunque, che lôagente di cambio, in quanto imprenditore commerciale, fosse assoggettabile a fallimento in coerenza ai principi del sistema, riguardando il rinvio alle leggi speciali contenuto nellôart. 4 solamente i presupposti oggettivi della dichiarazione di fallimento (VALERI, *Per la sistematica dei contratti commerciali,* in *Riv. Dir. Comm.,* 1943, I, pag. 137; BIGIAVI, *La piccola impresa,* in Milano, 1947, pag. 33. *Contra* PICCARDI, *Sulla figura e sulle funzioni degli agenti di cambio,* in *Riv. Dir. Comm.,* 1951, I, pag. 443; ROTONDI, *La borsa valori e i suoi organi,* in *Riv. Dir. Comm.,* 1949, I, pag. 424. Secondo tali Autori, lôagente di cambio non doveva esser qualificato come imprenditore, dovendo rientrare lôattività da questôultimo esercitata, stante il suo evidente carattere intellettuale, fra quelle *professioni intellettuali* per lôesercizio delle quali è necessaria lôiscrizione in appositi albi od elenchi (art. 2229, comma I c.c.).

([64]) A queste disposizioni si aggiungeva, in sede di normazione secondaria, lôart. 5 del DM Tesoro 30 settembre 1991, in forza del quale lôintervento del Fondo di garanzia, previsto dallôart. 15 legge SIM a tutela dei clienti, era condizionato alla dichiarazione dôinsolvenza degli intermediari, «*conseguente alla dichiarazione di fallimento o, se soggetti a liquidazione coatta amministrativa con esclusione del fallimento, allôaccertamento giudiziale dello stato dôinsolvenza, ovvero alla omologazione del concordato preventivo cui siano stati ammessi*».

([65]) Vedi DI CATALDO, *Lo «statuto speciale» delle SIM,* in *Banca, borsa, tit. cred.,* 1992, I, pagg. 765 e ss.; MAUPOIL, *La disciplina dellôinsolvenza delle società dellôintermediazione mobiliare*, in *Il Fallimento*, 1991, pagg. 329 e ss.; CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle SIM e dellôorganizzazione dei mercati mobiliari*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca dôItalia*, Roma, 1991, pagg. 21 e ss.; STALLA, *La liquidazione coatta amministrativa e le società fiduciarie*, in *Il*

In primo luogo, infatti, lôapplicazione della liquidazione coatta amministrativa, anzichè del fallimento, non era prevista da alcuna delle disposizioni contenute nella legge 1/1991, non rinvenendosi, quindi, in tale legge, quella espressa previsione, della quale, invece, vi sarebbe bisogno alla luce dellôarticolo 2 comma 1 legge fallimentare, ove si legge che *«la legge determina le imprese soggette a liquidazione coatta amministrativa, i casi nei quali la liquidazione coatta amministrativa può essere disposta e lôautorità competente a disporla»*.

In secondo luogo deponeva, a favore della applicazione del fallimento, lôabbandono, nel passaggio dal disegno di legge originario alla stesura definitiva dellôart. 13, della chiara presa di posizione, emersa in sede di lavori preparatori, volta ad estendere alle SIM la procedura della liquidazione coatta amministrativa ([67]). Secondo molti, quindi, il Senato della Repubblica aveva eliminato tale previsione proprio per sottoporre le SIM insolventi a fallimento ([68]).

La fallibilità della SIM non costituiva altro che un ritorno alla regola generale, costituendo lôapplicazione dei principi generali che sovrintendono la materia fallimentare, giustificandosi come reazione normale di fronte allôimprenditore commerciale insolvente ([69]).

Tuttavia, per effetto della legge n. 430/1986 che, da un lato, regolamentava le società fiduciarie sottoponendole a liquidazione coatta e, dallôaltro, prescriveva

---

Fallimento, 1993, pagg. 924 e ss.; RUGGERI-TOMASSETTI, *SIM insolventi, tutela dei clienti e fondo di garanzia*, in *Il Fallimento*, 1994, pagg. 545 e ss.

([66]) Tribunale Torino 16 ottobre 1993; Trib. Ferrara 23 aprile 1993; Trib. Ferrara 30 dicembre 1993, tutte in *Il Fallimento*, 1994, pagg. 628 ss.

([67]) Per una dettagliata ricostruzione di tutti i passaggi che portarono alla stesura definitiva delle legge 1/1991 vedi MAUPOIL, *La disciplina dellôinsolvenza delle società di intermediazione mobiliare*, in *Il Fallimento*, 1991, pag. 330.

([68]) Le considerazioni suesposte non erano totalmente condivise da RICCI, *Fallimento e liquidazione coatta amministrativa nellôinsolvenza delle SIM*, in *Giur. comm.*, 1993, II, pagg. 856 e ss.: tale Autore, muoveva dal presupposto che la legge 1/1991 non fosse lôunica fonte in proposito applicabile e sosteneva che la definizione fornita in via generale dallôart. 1 della legge n. 1966/1939, richiamato dallôart. 1 d.l. 233/1986, convertito in legge 1 agosto 1986, n 430 (contenente norme urgenti sulla liquidazione coatta amministrativa delle società fiduciarie), secondo cui devono ritenersi società fiduciarie le società, comunque denominate, che si propongono, sotto forma di impresa, di assumere lôamministrazione dei beni per conto di terzi, poteva riguardare anche le SIM che avessero svolto gestione di patrimoni e che, conseguentemente , la sottoposizione a fallimento ovvero a liquidazione coatta amministrativa della SIM insolvente dovesse essere valutata caso per caso. In altri termini, per tale Autore restava sottoposta a fallimento la SIM svolgente attività diverse dalla gestione di patrimoni, dovendo per contro essere applicata la liquidazione coatta amministrativa, tutte le volte in cui la gestione di patrimoni emergeva alla ribalta.

([69]) Quanto alla società fiduciaria di fatto si veda STALLA, *Lôinsolvenza degli intermediari finanziari*, in *Il Fallimento*, 1994, pagg. 235 e ss..

lôestensione alle altre società facenti parte del gruppo della procedura di liquidazione coatta amministrativa cui fosse stata assoggettata la società fiduciaria collegata, e la conversione in liquidazione delle diverse procedure concorsuali cui fossero state eventualmente sottoposte le altre società collegate, non poteva escludersi che, un certo numero di SIM insolventi venissero ad esser soggette a tale ultima procedura, in quanto facenti capo ad un gruppo di imprese operanti nel più ampio mercato della intermediazione dei valori mobiliari, o perché facenti capo ad un gruppo creditizio e, quindi, sottoposte alla liquidazione coatta prevista dal T.U. bancario (d.l. 1 settembre 1993, n. 385).

A parte le eccezioni appena menzionate, però, si affermava che le SIM restavano soggette alle ordinarie procedure concorsuali ([70]), distinguendosi soltanto per la nomina del commissario governativo, per la particolare tutela dellôinvestitore e per lôintervento del Fondo di garanzia.

Più nel dettaglio, in relazione alla figura del commissario si posero immediatamente due interrogativi relativi, il primo, alla necessità di nominare *sempre* tale commissario e, il secondo, relativo alle funzioni da questôultimo esercitate.

Quanto al primo aspetto, come accennato in precedenza, la legge prevedeva al quinto comma dellôart. 15 che il commissario venisse nominato dal Ministro del Tesoro con il medesimo provvedimento di cancellazione della SIM dallôalbo, conseguente allôaccertamento giudiziale dello stato dôinsolvenza, ovvero allôaccertamento di gravi irregolarità, di violazioni di legge, regolamenti o disposizioni dellôAutorità di vigilanza, commessi dalla SIM medesima. Il commissario era preposto anzitutto alla tutela e alla restituzione dei patrimoni di proprietà dei clienti potendo altresì richiedere informazioni alla Consob e alla Banca dôItalia e proporre denuncia *ex* art. 2409 c.c.

Ciò posto, la dottrina maggioritaria ([71]) riteneva dovuta la nomina del commissario solo in caso di patrimoni dei clienti da tutelare o da restituire e, di conseguenza, solo per le SIM che svolgevano lôattività di cui alla lettera c) dellôart. 1 della legge, e cioè la gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari, posto che tale attività richiedeva la predisposizione di conti individuali a

([70]) Lôorientamento maggioritario induceva a ritenere che le SIM potessero essere sottoposte anche al concordato preventivo e allôamministrazione controllata. STALLA, ***Lôinsolvenza degli intermediari finanziari***, in *Il Fallimento*, 1994, pag. 229.

([71]) Cfr. nota 59.

nome dei singoli clienti, in modo da consentire in ogni momento lôindividuazione dei beni di loro proprietà, rendendone così possibile la restituzione. Al di fuori della specifica attività di intermediazione richiamata, infatti, non era individuabile alcuna materia sulla quale il commissario avrebbe potuto esercitare le funzioni affidategli dalla legge di tutela e restituzione di patrimoni.

Quanto alle funzioni in concreto esercitate dal commissario in sede fallimentare, appariva oltremodo dubbio che la tutela e la restituzione di beni ai clienti, potessero svolgersi indipendentemente dal complesso di tutte le altre attività spettanti alla curatela e agli organi fallimentari.

In primo luogo, infatti, la Legge in esame non si era affatto preoccupata di disciplinare le forme della necessaria collaborazione tra commissario e gli ordinari organi concorsuali, con lôinsorgenza, quindi, di rilevanti situazioni conflittuali.

Inoltre, le espressioni usate dal legislatore per illustrare i compiti del commissario, *«tutela e restituzione»*, essendo piuttosto generiche, non aiutavano a comprendere se il commissario avesse il potere effettivo di apprendere direttamente i valori mobiliari costituenti i patrimoni dei singoli clienti e di provvedere alla loro restituzione, o se, come apparve da subito preferibile, al commissario fosse attribuito il solo potere di attivare le azioni per il loro recupero.

In definitiva si concludeva nel senso che al commissario spettasse una funzione di sorveglianza avente come fine specifico la tutela e la restituzione dei patrimoni ai clienti, sostanziandosi le sue mansioni principalmente in una attività di informativa, di consulenza e di stimolo ([72]).

Quanto al profilo relativo alla particolare tutela dellôinvestitore a fronte del verificarsi di un evento patologico nello svolgimento dellôattività di intermediazione, a prescindere dallôassoggettamento a fallimento o a liquidazione coatta amministrativa, e limitatamente allôattività di gestione, SIM, banche e fiduciarie di gestione, ai sensi rispettivamente degli articoli 8, 16 e 17 legge 1/1991, erano tutte soggette al principio di separazione patrimoniale di cui al comma 2 dellôart. 8. Lôoperatività di tale principio induceva a ritenere applicabile, per lôattività di gestione dei patrimoni, lôart. 103 l. fall., che, nella versione allôepoca vigente, consentiva al proprietario di beni mobili di

([72]) In altri termini, si riteneva che la fase della restituzione dovesse avvenire secondo le ordinarie regole fallimentari.

chiedere la rivendica, la restituzione e la separazione degli stessi dall'attivo concorsuale, sempreché, conformemente all'interpretazione della giurisprudenza dominante, questi fossero determinati e non fungibili ([73]).

A tal proposito, mentre era agevole sostenere, argomentando *ex* art. 8 legge SIM, che il patrimonio gestito dalla SIM restasse di proprietà del cliente, e che i valori mobiliari in esso rientranti fossero beni mobili, più complicato risultava stabilire quando questi ultimi rivestissero i caratteri della determinatezza e della infungibilità. Nel tentativo di semplificare tali intricate questioni, il primo requisito si riteneva ricorrere ove i titoli fossero precisamente individuati, mentre il secondo ove fosse stata tenuta una contabilità separata, che consentisse di distinguere i titoli appartenenti al singolo cliente da quelli rientranti nel patrimonio del gestore.

Quanto all'ultimo profilo di peculiarità relativo alla disciplina dell'insolvenza, l'articolo 15 della legge 1/1991 istituiva un Fondo nazionale di garanzia per i crediti vantati dai clienti nei confronti delle SIM e degli altri soggetti autorizzati all'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare di cui all'art. 1 comma 1 della stessa legge, demandando ad un apposito decreto del Ministro del Tesoro la determinazione della misura del relativo contributo ([74]).

Tra i primi commentatori della norma in esame non era chiaro se tutte le attività di intermediazione svolte da soggetti diversi dalle SIM fossero sussumibili in quelle indicate nell'articolo 1 comma 1 citato. In particolare ci si chiedeva se, tra gli intermediari diversi dalle SIM assoggettati all'art. 1 l. 1/1991, potessero rientrare le fiduciarie di gestione e gli agenti di cambio.

Quanto alle prime, si sosteneva la tesi positiva ([75]), ritenendosi che la gestione in nome proprio e per conto di terzi svolta da queste ultime costituisse una specificazione dell'attività di gestione di cui all'art. 1 comma 1 lettera c).

([73]) Trib. Torino 28 febbraio 1991, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1992, 478 e ss.; Trib. Ferrara 30 dicembre 1993, in *Il Fallimento*, 1994, pagg. 628 ss. con nota critica di RUGGERI-TOMASSETTI, *SIM insolventi, tutela dei clienti e fondo di garanzia, ivi*, pagg. 545 e ss.

([74]) A tale incarico il Ministro del Tesoro ha ottemperato emanando il decreto 30 settembre 1991, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 232 del 3 ottobre 1991.

([75]) Tale tesi venne poi confermata dal decreto del Ministro del Tesoro che includeva espressamente tra gli intermediari tenuti ad aderire al Fondo anche le società fiduciarie iscritte nell'apposita sezione dell'albo SIM (art. 1 lettera d)). *Contra* cfr. ASSOGESTIONI, *Legge 2 gennaio 1991, n. 1*, in *Quaderno di documentazione e ricerca, n. 7/1991*, Roma, pag. 122 nel senso che l'attività di gestione posta in essere dalle fiduciarie non rientrasse in quella di cui all'art. 1 comma 1 lettera c) legge SIM.

Quanto agli agenti di cambio, secondo una prima impostazione, se ne sosteneva lôesclusione, in primo luogo, in virtù del disposto del comma 4 dello stesso art. 15: tale norma prevedeva, infatti, il trasferimento al Fondo di garanzia della sola quota parte dei fondi comuni di cui allôart. 7 r.d. n. 815/1932 spettante agli agenti di cambio che partecipassero ad una Sim, con ciò confermando che i fondi comuni suddetti continuassero ad operare per gli agenti di cambio che svolgessero autonomamente lôattività di negoziazione; inoltre, perché si riteneva ingiustificata una doppia tutela dei clienti degli agenti di cambio rispetto a quelli delle SIM.

Secondo una diversa impostazione, prevalente e successivamente accolta dal D.M. del 30 settembre 1991 allôart. 1 lettera d), anche gli agenti di cambio dovevano essere considerati assoggettati alle norme sul Fondo di garanzia, anzitutto perché, non essendo tali intermediari tenuti allôosservanza delle regole di stabilità patrimoniale previste per le SIM di negoziazione, ai clienti dei primi avrebbe dovuto accordarsi una tutela più pregnante; inoltre, poiché la funzione del Fondo comune degli agenti di cambio era diversa da quella propria del Fondo di garanzia, intervenendo il primo per le insolvenze di borsa e il secondo in un momento posteriore rappresentato dallôinsolvenza giudizialmente accertata ([76]).

Una ulteriore problematica atteneva, infine, allôesatta individuazione dei crediti tutelati; stante il tenore letterale dellôart. 15 comma 1 ([77]), si ritenevano esclusi dallôintervento del Fondo tanto i crediti dei clienti in relazione ad attività connesse e strumentali o ad attività di porta a porta, ma avente ad oggetto prodotti e servizi diversi dai valori mobiliari, quanto i crediti relativi a rapporti di contropartita tra intermediari autorizzati alla negoziazione in valori mobiliari per conto terzi nascenti da operazioni da essi concluse e quelli nascenti da negoziazione concluse per proprio conto tra intermediari autorizzati; per contro, dovevano ritenersi inclusi, oltre ai crediti per

([76]) GUGLIOTTA, *Commento allôart. 15 L. 1/1991*, in ALPA-ZATTI (a cura di), *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, pag. 2427.

([77]) Come visto il Fondo era istituito *«per la tutela dei crediti vantati dai clienti nei confronti degli intermediari autorizzati in conseguenza dello svolgimento dellôattività di intermediazione mobiliare»*, così lôart. 15 comma 1.

inadempimento del contratto di investimento, quelli connessi alla violazione di norme sullôesercizio dellôattività di intermediazione mobiliare ([78]).

1.3.5. *Valutazioni conclusive.*

Dopo aver reso conto, ancorchè sinteticamente, del contenuto dei doveri di informazione, e più genericamente delle regole di comportamento introdotti dalla nuova legislazione, è opportuno sottolineare come la dottrina dellôepoca, pur consapevole della portata rivoluzionaria della stessa, non potè fare a meno di stigmatizzare la scarsa qualità dellôintervento normativo.

Preliminarmente è necessario sottolineare come il legislatore si fosse mosso sul terreno, particolarmente accidentato, dei rapporti tra lôintermediario e il cliente, nel dubbio tra lôopportunità di stabilire clausole generali a tutela dellôinteresse di questôultimo e lôesigenza di regole specifiche di comportamento per lôintermediario.

Lôincertezza del legislatore quanto ai mezzi più idonei per il raggiungimento dellôobiettivo della tutela del risparmiatore, determinò, in primo luogo, lôemanazione di una disciplina dellôattività di intermediazione mobiliare che non poteva certamente dirsi costituire un modello di coerenza e chiarezza ([79]). Nella stessa norma (art. 6), infatti, si trovavano a convivere prescrizioni di natura diversa: a regole generali di comportamento, come quelle di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità, si susseguivano specifici doveri, come quello della pubblicazione di un documento informativo e della relativa trasmissione al cliente o quello dellôadozione del contratto scritto, cui seguiva un più generale dovere di informazione (lett. e); si frammischiavano, infine, ipotesi di conflitto di interessi, con disposizioni afferenti allôorganizzazione interna dellôintermediario.

Una forte contraddizione, quindi, poteva ravvisarsi tra la volontà di favorire il cliente ritenuto più debole rispetto agli intermediari e la possibilità, offerta a questi

([78]) Ciò argomentando dal tenore letterale dellôart. 15 comma 1 («*crediti vantati é in conseguenza*»). Per completezza si ricorda che lôart. 2 d.l. 262/1994 aveva attribuito al Fondo di garanzia personalità giuridica di diritto privato ed autonomia patrimoniale.

([79]) DI MAJO, *La correttezza cit.*, pagg. 294 e ss.; CERA, *Lôattività di intermediazione cit.*, pagg. 32 e ss.; SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. Soc.*, 1994, pagg. 791 ss.; REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità cit.*, pagg. 618 e ss.

ultimi, di liberarsi da ogni responsabilità attraverso la mera meccanicistica applicazione di regole formali ([80]).

Da più parti, dunque, si riteneva che maggiormente coerente con lôobiettivo finale della tutela del cliente, sarebbe stato evitare un apparato di regole legislative così dettagliato per limitarsi alla predisposizione di alcuni principi generali, come quello della diligenza, della trasparenza e della migliore esecuzione per il cliente ([81]).

In secondo luogo, anche il rinvio compiuto dal legislatore ad una attività di normazione secondaria della Consob, nel suo realizzarsi ha fatto registrare alcune posizioni di dissenso. Si è parlato alquanto frequentemente, di iper-regolamentazione, di eccessiva intrusione nelle scelte operative ed organizzative degli intermediari, di eccessiva burocrazia ([82]).

Più nel dettaglio, pur condividendosi la scelta di fondo di affidare la normativa secondaria, in grado di reagire quasi istantaneamente alle esigenze del mercato e degli operatori, il compito di completare e specificare i contenuti della legge, non mancò di sottolinearsi che una tale funzione risultava in qualche modo svilita dal carattere fortemente dettagliato della legislazione primaria. Questôultima, infatti, aveva già fornito, in materia di regole di condotta, un quadro di riferimento completo, in definitiva ipotecando il contenuto dei regolamenti di attuazione. La disciplina dei contratti, il principio del *know your customer rule*, gli obblighi di trasparenza sulle operazioni da eseguire, la disciplina del conflitto di interessi, gli obblighi di registrazione e di rendiconto al cliente delle operazioni eseguite erano principi dettati direttamente dal legislatore primario. In questo ambito, quindi, la normativa della Consob non ha avuto altra funzione che quella di interpretare, delimitare, rendere concretamente attuabili e, dunque, tradurre in norme di condotta concrete i principi astratti della legge.

([80]) DI MAJO, *La correttezza cit.*, pag. 295, secondo il quale *«si poteva forse azzardare che un siffatto ñreticoloò-chè tale può definirsi- ha lôobiettivo, sin troppo ambizioso, di evitare che lôapplicazione delle regole di correttezza e diligenza venga amministrata dai giudici, con il margine di imprevedibilità e incertezza che hanno sempre le decisioni giudiziarie»*

([81]) COSTI, *Informazione e contratto del mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. Proc. civ.*, 1993, pag. 726, secondo cui lôart. 6 sarebbe potuto restare nella penna del legislatore giacchè, presumibilmente, lôart. 1337 c.c. ove rettamente interpretato avrebbe potuto autonomamente offrire tutela al consumatore-investitore.

([82]) CONTI, *La legge sulle SIM. Aspetti di disciplina degli intermediari e di regole del mercato*, in *Riv. Soc.*, 1991, pagg. 1428 e ss.; SCHLESINGER, *Mercato finanziario e regolamentazione operativa*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 1992, pagg. 721 e ss.

La normativa secondaria, anziché puntare su discipline elastiche, capaci di rinnovarsi sulla base dell'esperienza e delle esigenze tecniche del mercato, ha dato vita ad un complesso pesantissimo di norme, che obbligava gli intermediari a costi particolarmente gravosi.

Per affermare la propria autonomia in un sistema di controlli non più limato al solo profilo della trasparenza, ma esteso anche a quello della correttezza e della regolarità delle operazioni, la Commissione è stata indotta a formulare regole ancora più dettagliate, spesso correggendo, in nome di una conclamata severità, la norma primaria.

Tale modello dettagliato e analitico di regolamentazione, definendo con maggiore chiarezza le linee di comportamento da seguire da parte dell'intermediario nello svolgimento dell'attività, se, da un lato, determinava maggiore certezza nei rapporti con il cliente, dall'altro provocava inevitabilmente una maggiore rigidità, costringendo gli intermediari all'interno di sentieri pretracciati, tendendo altresì ad aumentare i *costs of compliance* per gli intermediari costretti a rilevanti investimenti preliminari.

Il rischio finale di una legislazione tanto pesante e dettagliata era dunque quello di determinare effetti controproducenti rispetto alla *ratio* ispiratrice della riforma, tendendo la stessa più a stimolare l'adesione acritica alla regola formale, trascurando il rispetto degli *standards* più generali, con il rischio di risolvere la tutela del cliente nel mero rispetto di regole più formali che non sostanziali ([83]).

Le considerazioni suesposte facevano dubitare la dottrina prevalente ([84]) della effettiva adeguatezza delle disposizioni in esame, a rappresentare strumenti efficaci di tutela dei risparmiatori. Non si mancava di sottolineare come fosse notorio che il modo migliore per lasciare disinformato l'interlocutore fosse proprio quello di inondarlo di carte, con la certezza che, sommerso da una quantità spropositata di informazioni da cui fosse difficile rintracciare le poche essenziali, l'interessato non avrebbe alcuna possibilità di districarsi.

In definitiva l'impressione dell'osservatore del tempo era che il grande sfoggio di un apparato complesso ed opprimente di disposizioni non solo non garantisse al

([83]) Per contro, un modello maggiormente flessibile avrebbe consentito alle regole di adattarsi alle mutevoli esigenze della prassi, tendendo a ridurre i *costs of compliance*, lasciando liberi gli intermediari di scegliere le modalità operative che essi avrebbero giudicato più efficaci per il raggiungimento dell'obiettivo prefissato. Con il rischio però dell'affermarsi di modelli di comportamenti disomogenei con conseguente maggiore incertezza nei rapporti risparmiatore-cliente

([84]) *Ex multis* SCHLESINGER, *Mercato finanziario cit.*, pagg. 724 e ss.

risparmiatore una tutela totalmente soddisfacente, ma si ritorcesse a suo danno, provocando un evidente e sensibile incremento dei costi del servizio.

In realtà, però, pur condividendo nella loro essenza più profonda le critiche suesposte e le difficoltà applicative evidenziate, non si può fare a meno di sottolineare come lôemanazione della L. 1/1991 rappresentasse un punto di svolta cruciale nellôevoluzione della tutela del risparmiatore.

Il modello, ponendo al centro del rapporto intermediario-investitore lôinformazione, aspirava a fornire allo stesso una sufficiente conoscenza sulla natura e sui rischi della operazione che si accingeva a compiere. Trattavasi inoltre di un flusso normativo che, ove lôoperazione avesse avuto lunga durata, era diretto a garantire anche la conoscenza di fatti o circostanze sopravvenuti.

Da un modello di tutela di tipo statico, come quello previsto per lôattività di sollecitazione al pubblico risparmio dallôart. 18 l. n. 216/1974, si passava ad un modello dinamico in connessione con il complessivo rapporto *in itinere* con il risparmiatore. A garantire tale flusso informativo erano poi massimamente finalizzate le regole di comportamento ispirate al principio di correttezza, mentre la diligenza garantiva una esecuzione del contratto conforme al criterio della professionalità dellôintermediario.

In altri termini, poteva scorgersi una correttezza *pre* e *post trading*: la prima, nella creazione del rapporto con la stipula del contratto; la seconda, nello svolgimento del rapporto stesso con lôesecuzione ottimale dellôordine impartito.

Inoltre il rapporto non era, per così dire, a senso unico: non solo lôintermediario risultava debitore di un agire corretto e professionalmente attrezzato, ma anche il risparmiatore risultava onerato di informare lôintermediario della propria situazione finanziaria, determinandosi in tal modo una vera e propria interazione delle rispettive posizioni attive e passive.

Infine, particolarmente interessante e foriero di sviluppi futuri, risultava il principio in base al quale lôarticolazione delle regole di condotta dovesse graduarsi in relazione alla preparazione ed allôesperienza del cliente. Tale graduazione, per la verità non formulata in una norma di rango primario ([85]), ma contenuta nellôart. 13 Reg.

([85]) In realtà un indizio della necessità di graduazione delle regole di condotta poteva essere ravvisato nello stesso art. 6 lettera e) L. 1/1991, il quale, parlando di informazione adeguata, sembrava

Consob n. 5387/1991 ([86]), rispondeva a rilevanti esigenze di economicità e razionalizzazione della disciplina, posto che non sempre e non necessariamente, il cliente del soggetto intermediario è davvero debole e quindi bisognoso di protezione. In tali casi lôapplicazione di una regolamentazione del rapporto che presupponesse una non paritaria condizione tra le parti avrebbe comportato uno squilibrio a svantaggio di quella parte solo apparentemente più forte.

Il criterio guida nellôeventuale disapplicazione della disciplina speciale si riteneva dovesse essere quello dellôesigenza di parametrare la portata della disciplina in funzione dellôeffettivo bisogno di protezione delle diverse tipologie di clienti, con lôulteriore precisazione in base alla quale tale disapplicazione potesse riguardare comunque solo le disposizioni chiaramente ispirate a finalità di protezione di soggetti giuridicamente deboli, non anche quelle rispondenti ad esigenze ulteriori, quali ad esempio la disciplina e la tutela del mercato in generale.

1.4. Le novità introdotte dal d. lgs. n. 415/1996 in attuazione delle Direttive n. 93/6/CEE e n. 93/22/CEE.

Il processo di evoluzione della disciplina del mercato finanziario ha conosciuto un momento decisivo di svolta nel 1996, in dipendenza del recepimento in Italia delle Direttive comunitarie n. 93/22/CEE e n. 93/6/CEE, in materia di servizi di investimento.

Gli aspetti più significativi della Direttiva 93/22/CEE dovevano individuarsi, da un lato, nellôintroduzione del principio del mutuo riconoscimento degli intermediari; dallôaltro lato, dallôintroduzione di un analogo principio riferibile non già agli intermediari, ma ai mercati. Questi due aspetti, congiuntamente considerati, ponevano complesse questioni di politica legislativa, in quanto idonei a scatenare la competizione tra mercati ed imprese finanziarie allôinterno della Comunità Europea. Indubbiamente,

---

richiedere implicitamente che lôinformazione andasse rapportata alla qualità e alla posizione dellôinvestitore, oltre che ai suoi interessi e bisogni.

([86]) Con tale disposizione, la Consob aveva ritenuto di dover escludere lôapplicabilità delle varie regole legislative di comportamento nei rapporti tra le SIM e gli investitori qualificati, individuati, essenzialmente,negli altri intermediari mobiliari e negli enti dotati di specifica competenza ed esperienza in materia, espressamente dichiarata per iscritto nel contratto.

infatti, in un mercato unico europeo, in cui gli intermediari iniziavano a circolare liberamente, era necessario disporre di una legislazione adeguata a fronteggiare la concorrenza tra ordinamenti e sistemi che inevitabilmente era destinata a scatenarsi, posto che le operazioni si sarebbero dôora in avanti concentrate su quei mercati nei quali operatori e investitori potevano trovare le condizioni più favorevoli.

Il recepimento della Direttiva, ha rappresentato dunque lôoccasione non soltanto per introdurre il principio del mutuo riconoscimento per intermediari mobiliari e mercati regolamentati, ma anche per attuare una rifondazione complessiva della disciplina del mercato mobiliare, con lôobiettivo di supportare lo sviluppo del mercato finanziario italiano.

La Direttiva, riconoscendo alle imprese di investimento comunitarie la libertà di prestazione dei servizi di investimento con o senza stabilimento negli altri Stati dellôUnione Europea in regime di mutuo riconoscimento, delineava le competenze dello Stato di origine e di quello ospitante, attribuendo, al primo, lôelaborazione e il controllo del rispetto del rispetto delle regole prudenziali ([87]) e, al secondo, delle norme di comportamento.

I principi generali ai quali gli Stati membri erano tenuti ad ispirarsi nel predisporre norme di comportamento, venivano enunciati nellôart. 11 della Direttiva n. 93/22. Tali principi potevano essere sintetizzati nellôobbligo per i prestatori di servizi di agire in modo leale e equo, nellôinteresse dei clienti e dellôintegrità del mercato; nellôobbligo di ricevere dai clienti tutte le informazioni sulla situazione finanziaria, esperienza in materia di investimenti ed obiettivi di investimento dei clienti; nel dare adeguate informazioni sugli elementi di fatto pertinenti per le loro operazioni nellôambito delle trattative; nellôevitare situazioni di conflitto di interessi e, ove ciò non fosse stato possibile, provvedere che i clienti fossero trattati in modo equo; nel disporre di risorse e procedure necessarie al buon fine della propria attività; nel conformarsi a

([87]) Le norme prudenziali, secondo le disposizioni dellôart. 10 della Direttiva in esame, erano volte a garantire che lôintermediario: avesse una buona organizzazione amministrativa e contabile; assumesse adeguate misure per quanto riguardava i valori mobiliari ed i fondi appartenenti agli investitori allo scopo di salvaguardare i loro diritti di proprietà; disponesse la tenuta di idonei registri delle operazioni effettuate, che dovevano essere almeno sufficienti a consentire riscontri alle autorità di vigilanza; fosse strutturato e organizzato in modo tale da ridurre al minimo i rischi di conflitto di interessi a danno della clientela. Lôinserimento di tale ultima previsione tra le regole prudenziali si giustificava con lôobiettivo di prevenire lôinsorgere di situazioni di conflitto di interesse, piuttosto che di regolare i comportamenti in tali situazioni, materia questôultima di competenza dello stato ospitante.

tutte le normative applicabili allo svolgimento della propria attività, al fine di promuovere per quanto possibile gli interessi della clientela e lôintegrità del mercato.

Dalla Direttiva emergeva lôesigenza di evitare una eccessiva formalizzazione delle modalità informative, ponendo per contro lôattenzione sullôadeguatezza delle stesse. Non vôera traccia di una tutela dellôinvestitore che dovesse essere assicurata tramite un affastellamento di carte e documenti relativi alle operazioni effettuate. Né, almeno in modo specifico, si chiedeva che il cliente fosse sempre aggiornato sulla propria situazione né si davano indicazioni in termini di rendicontazione. Le ragioni di una tale assenza erano da rintracciare nella finalità della disciplina in materia di intermediazione finanziaria, da leggere nella chiara prospettiva di lasciare agli intermediari la capacità di gestire il rapporto con il cliente secondo criteri negoziali e concorrenziali così limitando al contempo il controllo dallôalto principalmente al fine di assicurare la trasparenza delle transazioni.

Il D.Lgs. 415/1996, emanato in attuazione della direttiva 93/22/CEE ha, dunque, semplificato notevolmente la materia, essendosi limitato a dettare alcuni criteri generali e avendo rimesso la compiuta disciplina alla normazione secondaria ([88]).

In particolare, per quanto riguarda la materia oggetto di indagine, sono state più chiaramente distinte le norme attinenti alla fase genetica e operativa della vicenda contrattuale rispetto a quelle relative allôintermediario e ai suoi doveri organizzativi e informativi.

Ai sensi della lettera a) dellôart. 17 del decreto in esame, lôintermediario, nella prestazione dei servizi di investimento era anzitutto tenuto a comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nellôinteresse dei clienti e per lôintegrità dei mercati. La disposizione riassumeva le diverse prospettive dalle quali poteva essere esaminata la disciplina dei servizi di investimento: diligenza, correttezza e trasparenza, infatti, erano canoni di comportamento che non esaurivano i loro effetti nellôambito del singolo rapporto, né assumevano unicamente rilievo in relazione allôinteresse particolare del singolo cliente. Sensibile, dunque, era la differenza rispetto alla disciplina previgente, ove i canoni di comportamento della diligenza, della professionalità e della correttezza erano funzionali alla tutela diretta dellôinteresse particolare dellôinvestitore.

([88]) Cfr. Reg. Consob 30 settembre 1997, n. 10943.

Indirettamente, i menzionati canoni di comportamento presidiavano l'interesse di tutti i clienti dell'intermediario, la cui tutela si intrecciava con l'interesse generale al corretto funzionamento dei mercati, sia per le disfunzioni che la violazione di questi canoni poteva comportare sulle esecuzioni delle contrattazioni, sia per i riflessi delle operazioni sull'affidabilità degli intermediari agli occhi del pubblico dei risparmiatori.

Rispetto alla disciplina previgente, tra gli *standards* di comportamento non compariva la professionalità, mentre veniva menzionata la trasparenza.

Il richiamo alla professionalità, come detto ([89]), poteva ritenersi superfluo, attesa l'applicabilità dell'art. 1176 c.c. alle obbligazioni dell'intermediario, che lo avrebbe comunque impegnato all'adempimento con la diligenza del buon professionista ([90]).

Tuttavia, la previsione della professionalità, si poteva ritenere opportuno alla luce dell'art. 13 della legge 1/1991, ove era contenuto un riferimento equivoco alla diligenza del mandatario. La disposizione, intesa a gravare l'intermediario dell'onere della prova di aver prestato la dovuta diligenza, contenendo il richiamo alla diligenza del mandatario, avrebbe potuto far presumere che l'intermediario fosse tenuto ad eseguire il contratto concluso con il cliente con la diligenza del buon padre di famiglia ([91]).

La finalità del richiamo alla professionalità, quindi, era volta ad ostacolare siffatta interpretazione, e condurre a riconoscere alla disposizione in esame la propria funzione di regola sull'onere della prova nei giudizi di risarcimento del danno lamentato dal cliente per inadempimenti dell'intermediario.

Il d.lgs. 1996 n. 415, pur ribadendo all'art. 18 che, nei giudizi di risarcimento del danno lamentato dal cliente, competesse all'intermediario la prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta, non conteneva, invece, alcun cenno alla diligenza del mandatario, rendendo sostanzialmente inutile il richiamo alla professionalità del prestatore del servizio di investimento.

Quanto alla nozione di trasparenza, si doveva ritenere che essa, riferendosi allo svolgimento dei servizi, dovesse trovare applicazione in tutte le fasi negoziali della promozione, della conclusione e dell'esecuzione del contratto.

([89]) Cfr. par. 1.2.1.

([90]) BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1983, I, pagg. 205 e ss.

([91]) DI MAJO, *La correttezza cit.*, pagg. 289 e ss.

Alla trasparenza pareva dunque congruo riconoscere autonoma valenza precettiva, per due concorrenti ragioni: da un lato, perché se la stessa fosse stata intesa in unôaccezione debole, avrebbe finito per costituire una mera specificazione della correttezza; dallôaltro, perché lôobbligo di operare in modo che il cliente fosse adeguatamente informato, era già specificamente contemplato.

Quanto al contenuto dellôobbligo, questo avrebbe dovuto esprimersi nellôelargizione di informazioni complete, obiettive, intellegibili in ordine agli elementi rilevanti del rapporto.

Intendendo nel senso descritto il parametro della trasparenza, si conservava un proprio ambito di applicazione alla clausola della correttezza, menzionata distintamente, anche nellôambito delle informazioni dovute, imponendo il passaggio dallôinformazione obiettiva e predisposta dallôintermediario ad illustrazioni rispondenti alle concrete, soggettive esigenze dellôinvestitore ([92]).

Conclusivamente sul punto, si può affermare che con lôobbligo di trasparenza si intendeva riferirsi al complesso di notizie che tutti i soggetti che svolgevano i servizi di investimento dovevano rendere note ai propri clienti sia prima sia dopo la stipulazione di un contratto ([93]).

La lettera b) dellôart. 17 prevedeva lôobbligo di operare in modo che i clienti fossero sempre adeguatamente informati, congiuntamente a quello di acquisire dai clienti le informazioni necessarie: se il primo costituiva specificazione della correttezza dellôintermediario, il secondo doveva piuttosto porsi in relazione al canone della diligenza, in quanto le informazioni acquisite dallôinvestitore, influivano sulle scelte che lôintermediario era chiamato a compiere nellôinteresse del cliente. Qui lôinformazione era volta a favorire lôoggettivizzazione degli interessi del cliente, costituendo un limite

([92]) In attesa della formazione secondaria, non venivano dettate specifiche disposizioni volte a chiarire quale fosse il contenuto delle informazioni né le modalità con le quali le stesse dovessero essere rese.

([93]) Come noto, il tema della trasparenza, nel senso della informativa più ampia e veritiera possibile, è connaturato alla stessa esistenza del mercato e del più ampio mercato finanziario. Quello della trasparenza è, infatti, un principio generale degli stessi mercati, idoneo a dare fondamento sia agli obblighi di comunicazione previsti a carico degli intermediari nei confronti degli organi di vigilanza, sia ai doveri di informazione disposti con riferimento ai rapporti degli intermediari con i clienti.

nel quadro dellôautonomia negoziale che risultava particolarmente spiccata allorché il rapporto fosse da ricondurre direttamente o indirettamente al mandato ([94]).

Il doppio riferimento alle informazioni adeguate e necessarie, unitamente alla circostanza per cui lôobbligo era previsto nei confronti del cliente, induceva inoltre a ritenere, in primo luogo, che lôadeguatezza e la necessità dovessero essere apprezzate con riguardo alle singole relazioni negoziali intrattenute con gli investitori; in secondo luogo, che le notizie da acquisire e da rendere fossero determinate in modo da soddisfare le specifiche esigenze informative proprie del singolo rapporto; in terzo luogo, che tali notizie fossero aggiuntive rispetto a quelle la cui elargizione costituiva adempimento dellôobbligo di trasparenza; che, infine, si fuoriuscisse dal campo dellôinformazione obiettiva, obbligandosi lôintermediario a modellare la propria condotta alle particolarità del rapporto intrattenuto con il cliente.

Al pari della informazioni elargite in applicazione della regola della trasparenza, anche le informazioni a contenuto singolare dovevano essere acquisite e rese in tutte le fasi in cui si articola il rapporto tra lôintermediario e lôinvestitore ([95]).

Passando allôanalisi delle regole di organizzazione cui lôintermediario doveva attenersi in funzione della tutela dellôinvestitore, ai sensi della lettera c) dellôart. 17, gli intermediari dovevano in primo luogo organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, assicurare comunque ai clienti trasparenza e equo trattamento. Ai sensi della lettera d) dellôarticolo in esame dovevano inoltre disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare lôefficiente svolgimento dei servizi.

Infine, le regole di organizzazione funzionali alla tutela del cliente, erano completate dal precetto secondo cui gli intermediari dovevano svolgere una gestione

([94]) Anche per tali obblighi, il legislatore delegato non aveva indicato con precisione quali fossero le informazioni che lôintermediario avrebbe dovuto acquisire nè quelle che dovevano essere rese, identificando genericamente le prime in quelle necessarie, e le seconde in quelle adeguate: mancando una più dettagliata tipizzazione normativa delle informazioni rilevanti, tali scelte venivano rimesse alla valutazione discrezionale dellôintermediario.

([95]) La disciplina di recepimento, in base alla quale come si è visto le informazioni che dovevano essere acquisite dallôintermediario erano solo quelle necessarie, risultava apparentemente restrittiva rispetto alla tutela accordata dal legislatore comunitario ai clienti dellôintermediario. Lôart. 11 comma 1 della direttiva, infatti, era più analitico nellôimporre allôintermediario di assumere informazioni sulla situazione finanziaria dei clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti. Tuttavia la direttiva poteva valere come criterio interpretativo della disposizione attuativa, dovendosi almeno ritenere necessarie le informazioni in essa indicate.

indipendente, sana e prudente adottando misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sugli strumenti finanziari e sul denaro affidati.

Tali regole di organizzazione pur essendo direttamente poste in relazione allôinteresse di clienti dellôintermediario, apparivano complessivamente di minor rigore rispetto alla disciplina previgente. Quanto al conflitto di interessi, il provvedimento delegato accentuava lôammissibilità delle operazioni in conflitto, il cui rischio doveva semplicemente essere ridotto al minimo: da un lato, lôobbligo di trasparenza, che costituiva specificazione della regola della correttezza nellôesecuzione del rapporto, lasciava imprecisate le modalità con cui attuare in concreto la prescrizione; dallôaltro, non veniva più previsto lôonere di conseguire la preventiva autorizzazione del cliente, cui non teneva luogo lôobbligo di assicurare equo trattamento ai clienti in tali situazioni.

Il riferimento normativo allôequo trattamento sembrava potersi assumere come sinonimo di parità di trattamento non già in senso formale, bensì sostanziale: la sperequazione sarebbe stata dunque ammessa a condizione che non si rilevasse iniqua.

Per contro, poteva concludersi in senso diametralmente opposto, muovendo da altra premessa e cioè dal rilievo che lôequità di trattamento era prevista limitatamente alle situazioni di conflitto di interessi. Lungi dunque dallôessere espressione di una regola afferente allôeguale trattamento dei clienti, la prescrizione doveva allora ritenersi attinente allo specifico rapporto tra lôintermediario e il singolo cliente, assumendo la più circoscritta portata del divieto di profittare a danno dellôinvestitore della situazione di conflitto di interesse in cui versasse lôintermediario.

Ancora una volta occorre sottolineare che il legislatore delegato aveva attribuito allôequo trattamento dei clienti una rilevanza molto circoscritta rispetto alla direttiva il cui articolo 11 elevava a regola generale lôobbligo dellôimpresa di investimento di comportarsi in modo leale ed equo, nellôinteresse degli investitori e del mercato.

Quanto agli altri criteri generali di organizzazione, in cui si faceva menzione dellôinteresse dellôinvestitore, lôefficienza a cui lôintermediario doveva tendere poteva essere considerata come specificazione della professionalità, e, quindi, della diligenza con cui il prestatore era tenuto ad adempiere le obbligazioni contrattuali e attendere agli atti e alle attività preparatorie dellôadempimento.

Il decreto delegato, in particolare, non si limitava ad imporre allôintermediario lôefficienza nello svolgimento dellôattività, ma precisava altresì gli strumenti per

conseguirla, attribuendo rilevanza, oltre alle procedure di controllo interno, anche alle risorse, che, in mancanza di qualsivoglia chiarimento, dovevano ritenersi economiche, di mezzi e di persone, investendo lôintera struttura dellôimpresa.

Lôattenzione del legislatore per lôordinamento dellôimpresa di investimento, oltre che rivolta a dati formali, quali quelli della struttura e dellôorganizzazione della stessa, era rivolta anche al dato sostanziale afferente al merito dellôattività.

Allôintermediario si imponeva, pertanto, una gestione indipendente, sana e prudente, nonché lôadozione di misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sugli strumenti finanziari e sul denaro affidati al prestatore dei servizi.

La gestione sana e prudente, inizialmente prescritta con riguardo alle banche, era condizione necessaria di esercizio dellôimpresa in connessione a criteri di valutazione coerenti con il passaggio dal governo dirigistico e verticistico del mercato, alla vigilanza prudenziale.

La regola in esame, rinveniva la propria giustificazione nellôimportanza che la stabilità dellôimpresa rivestiva sia nella prospettiva dellôintegrità dei mercati sia della soddisfazione dellôinteresse negoziale del contraente dellôintermediario allôadempimento delle obbligazioni da questo assunte.

Dopo aver così ricostruito gli obblighi di comportamento nello svolgimento dei servizi come recepiti nellôart. 17 del decreto 415/1996, è ora necessario analizzare la disciplina dei contratti di intermediazione finanziaria, al fine di porne in luce le principali novità rispetto alla legislazione previgente, nellôottica di tutela dellôinvestitore.

Lôart. 18 del d.lgs. 415/1996, ribadendo quanto già previsto dalla l. 1/1991, imponeva lôobbligo della forma scritta dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento ([96]), prevedendo altresì lôobbligo di consegnare un esemplare del documento contrattuale al cliente.

Rispetto alla formulazione letterale dellôart. 6 comma 1 lettera c) della l. 1/1991, la scelta del legislatore del 1996 era stata quella di non riprodurre lôavverbio *«contestualmente»*, con la conseguenza che la consegna dellôesemplare del contratto concluso poteva avvenire anche in un momento successivo a quello della conclusione.

([96]) Per individuare la *ratio* di tale previsione cfr. par. 1.3.2.

Tale innovazione appariva opportuna, allo scopo di adeguare la normativa alle esigenze della prassi sempre più orientata verso la negoziazione virtuale, che, in quanto tale, prescinde dalla simultanea presenza fisica dei contraenti ([97]).

Inoltre la circostanza che lôarticolo in esame utilizzasse per indicare il tipo di documento che doveva essere consegnato al cliente, il termine *esemplare* rispetto alla parola *copia* di cui alla l. 1/1991, induceva a pensare che, per uniformarsi alla previsione normativa in sede di conclusione del contratto, occorresse redigere contestualmente due esemplari, cioè due originali, non essendo più ritenuto sufficiente redigere un solo originale e solo successivamente formare la copia da consegnare al cliente.

Innovando sensibilmente rispetto al passato, inoltre, il d.lgs. 415/1996 teneva finalmente conto a livello di formazione primaria, della necessità di graduare il livello di protezione in corrispondenza della reale e variabile esigenza di tutela del singolo investitore. Lôart. 18 comma 1 attribuiva alla Consob la possibilità di prevedere che, particolari tipi di contratto, potessero o dovessero essere stipulati in una forma diversa da quella scritta, non solo per motivate ragioni tecniche, bensì, alternativamente, anche in dipendenza della natura professionale dei contraenti.

La regola della differenziazione fra risparmiatori ed operatori professionali, sulla base delle indicazioni contenute nella disciplina comunitaria, veniva dunque per la prima volta espressamente enunciata ([98]), rappresentando un elemento importante per meglio delineare i limiti della tutela del risparmiatore e per inquadrare la figura dellôoperatore professionale ([99]).

In merito appare opportuno segnalare che la *ratio* della disposizione in esame sembrò subito essere quella di semplificare in taluni casi le forme delle negoziazioni, consentendo il ricorso a modalità operative anche molto sofisticate sul piano tecnologico, non autorizzando però in alcun modo interpretazioni che ridondassero a scapito di particolari categorie di contraenti. Pertanto si riteneva che non potesse evitarsi il ricorso alla forma scritta nel caso in cui il professionista persona fisica concludesse un

([97]) Si pensi ai contratti conclusi per via telematica.

([98]) Come si è visto tale principio poteva ricavarsi durante la vigenza della precedente normativa, dallôart. 13 Reg. Consob n. 5387/1991 (cfr. par. 1.3.5).

([99]) RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria (commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58)*, Milano,1998, pagg. 206 e ss.

contratto di investimento al di fuori della sua attività, ovvero a scopo esclusivamente privato.

Con riguardo allôultima parte del comma 1 dellôart. 18 occorre rilevare che, al silenzio della l. 1/1991 in ordine alle conseguenze derivanti dallôinosservanza del requisito di forma, si sostituiva lôespressa comminatoria della nullità relativa, sciogliendosi in tal modo quel nodo interpretativo che si era posto fra chi argomentando sulla base delle esigenze di tutela della parte debole del contratto sembrava propendere per la natura relativa della nullità e chi, al contrario, opinava per la nullità assoluta, non mancando chi, escludendo in radice qualsiasi incidenza di tale mancanza sulla validità del contratto, propendeva per rimedi di tipo risarcitorio ([100]).

Infine, per la parte che più interessa la presente trattazione, lôultimo comma dellôart. 18 confermava lôinversione dellôonere della prova nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi prestati dallôintermediario finanziario.

Il testo dellôarticolo appare semplificato rispetto alla analoga previsione di cui allôart. 13 comma 10 della l. 1/1991, in quanto veniva eliminato il riferimento alla diligenza del mandatario dovendo gli intermediari offrire la prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta. Il passaggio dalla diligenza del mandatario a quella specifica richiesta, sembrava da intendere come una sorta di implicita conferma del fatto che la diligenza che era legittimo attendersi dallôintermediario fosse quella di tipo particolare, diversa da quella esigibile dal debitore comune, in quanto orientata a caratterizzarsi in senso professionale.

In sostanza la nuova formulazione rinviava direttamente allôart. 1176 comma 2 c.c. elevando questa norma al ruolo di metro di giudizio per lôeventuale sindacato sullôoperato degli intermediari. Restava fermo, tuttavia, che la eterogeneità delle molteplici attività esercitabili da tali soggetti, implicasse la necessità di una valutazione attenta a cogliere gli indici di diversità eventualmente ravvisabili nei singoli casi, in funzione dello specifico contesto e dei caratteri del tipo di servizio di volta in volta considerato.

([100]) Cfr. par.1.3.2.

Dopo aver così ricostruito lôanalisi delle disposizioni relative alle regole di comportamento e alla disciplina dei contratti, in cui si condensava, più che altrove, la tutela diretta del cliente, è ora utile sottolineare alcuni aspetti di difformità tra la disciplina della direttiva e la sua traduzione nellôordinamento interno: la tutela del risparmiatore, in effetti, risultava per certi aspetti estesa, per altri ristretta.

Certamente estensiva risultava la disciplina dei contratti in generale di cui allôart. 18 ove si faceva espressa menzione della sanzione della nullità nel caso di inosservanza della forma scritta ([101]).

Decisamente restrittiva, per contro, appariva lôenunciazione dei criteri di comportamento dettati alle imprese di investimento e alle banche nella prestazione dei servizi. Se infatti identici erano gli scopi prefissati, connessi allôinteresse dei clienti e allôintegrità dei mercati, mentre la direttiva disponeva che le imprese dovevano agire in modo leale ed equo e con la competenza, lôimpegno e la diligenza necessari, lôart. 17 precedentemente analizzato, prevedeva quali criteri la diligenza, la correttezza e la trasparenza. Ad una semplice comparazione delle due disposizioni emerge che pur essendo la lealtà sinonimo di correttezza e benché la diligenza fosse da intendere in modo in equivoco, lôart. 17 includeva lôulteriore previsione della trasparenza, escludendo però lôequità, lôimpegno e la competenza.

La competenza, tuttavia, poteva probabilmente ritenersi inclusa nella diligenza, dal momento che lo *standard* di diligenza professionale richiedeva necessariamente una preparazione professionale, un comportamento e un trattamento professionale del cliente ([102]).

Restavano comunque fuori, rispetto alla previsione del legislatore comunitario, lôimpegno e lôequità.

Lôimpegno, in particolare, avrebbe comportato professionalità e grado di attivazione per eseguire la prestazione al massimo di quanto esigibile, potendo forse

([101]) Per completezza deve sottolinearsi che estensiva, perché più dettagliata, risultava anche la disciplina della separazione patrimoniale (art. 19), così come la disciplina dei promotori finanziari (art. 24) per contro appena accennata nella direttiva.

([102]) Secondo la direttiva, inoltre, tutti gli *standards* dovevano essere rispettati per quanto possibile: benché tale inciso non sia stato ripetuto dal legislatore delegato, doveva ritenersi probabilmente incluso nel concetto della diligenza esigibile e rientrare dunque, ancora una volta, nella misura della diligenza professionale.

implicare anche la ricerca dell'interesse del cliente, alludendo pertanto ad un bilanciamento degli interessi dell'operazione con quelli dell'investitore.

L'equità sembrava avvicinarsi alla correttezza, con la finalità di prevenire abusi o imposizione di condizioni svantaggiose. Il legislatore delegato, dal canto suo, piuttosto restrittivamente, aveva ritenuto di inserire un richiamo all'equità solo nell'ambito della disciplina del conflitto d'interessi (art. 17 comma 1 lett. c).

Altrettanto restrittiva appariva la formula relativa alle informazioni da acquisire dai clienti o da fornire agli stessi. L'art. 17 comma 1 lett. c) come visto si riferiva solamente alle informazioni necessarie da acquisire, mentre la dizione usata dalla direttiva era più ampia chiedendo agli intermediari di informarsi sulla situazione finanziaria dei clienti , sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto riguarda i servizi richiesti. Notevole differenza sussisteva, infatti, tra il capire se i clienti avessero esperienza al fine di graduare l'impegno a seconda dell'interlocutore prendendo in debita considerazione anche i loro scopi e le loro aspettative, e l'obbligo, alquanto generico, di fornire le informazioni necessarie.

Nonostante tali piccoli appunti che potevano essere mossi alla disciplina di recepimento, non si può negare che con il richiamo alla intelligibilità, alla trasparenza e alla correttezza del rapporto tra impresa e investitore, il decreto legislativo 415/1996 costituì un punto di passaggio imprescindibile della tutela del cliente, del quale non può essere certamente dimenticata l'importanza.

1.4.1. *Segue. Vigilanza e gestione della crisi nel Decreto Eurosim.*

Le disposizioni in materia di vigilanza contenute nel d.lgs. n. 415 del 1996 confermavano l'impostazione di fondo della l. n. 1/1991, che, come si è visto ([103]), prevedeva una ripartizione delle competenze tra Consob e Banca d'Italia. In particolare, spettava a quest'ultima, sentita la Consob, il compito di disciplinare l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio, le partecipazioni detenibili, l'organizzazione amministrativa e contabile, i controlli interni, le modalità di deposito degli strumenti finanziari e del denaro del cliente. Spettava, per contro, alla Consob, sentita la Banca

([103]) Vedi par. 1.3.4.

dôItalia, disciplinare le procedure relative ai servizi prestati e la tenuta delle evidenze degli ordini impartiti e delle operazioni effettuate, il comportamento da osservare nei rapporti con la clientela, le modalità delle negoziazioni ed i relativi obblighi informativi (art. 25).

Quanto alla disciplina delle crisi degli intermediari, con il d.lgs. 415/1996 si assiste alla estensione alle società di intermediazione mobiliare delle procedure previste per tali situazioni patologiche per le banche e disciplinate dagli artt. 70 ss. del Testo Unico bancario ([104]). Anche le SIM, quindi, come già le società di gestione dei fondi comuni di investimento e le SICAV, venivano sottratte alle ordinarie procedure concorsuali ed assoggettate ad amministrazione straordinaria e a liquidazione coatta amministrativa ([105]).

La *ratio* di una simile previsione doveva ricondursi, da un lato, alla sensazione assai diffusa tra gli operatori che il sistema si muovesse ormai verso una progressiva *bancarizzazione* dellôattività di intermediazione mobiliare e, dallôaltro, alla non buona prova di sé che avevano dato le procedure previste dallôart. 13 della l. n. 1/1991 a fronte, invece, dellôesperienza positiva delle procedure di gestione delle crisi bancarie.

In particolare, come si è visto ([106]), la convivenza degli organi del fallimento col commissario preposto alla tutela e alla restituzione dei patrimoni di proprietà dei clienti della società, nominato dal Ministro del Tesoro in base al comma 5 dellôart. 13 l. 1/1991, si era dimostrata da subito complessa e foriera di rilevanti dubbi interpretativi.

Il decreto Eurosim, quindi, prendeva atto che lôunitario regime dellôattività di intermediazione mobiliare richiedeva anche lôemanazione di una omogenea disciplina della crisi; lôamministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa venivano modellate sulle analoghe procedure previste dal T. U. bancario.

In particolare si abrogava lôart. 13 l. 1/1991 e con esso veniva cancellato dal sistema delle misure previste dalla normativa in materia, il commissariamento, forma embrionale dellôamministrazione straordinaria. Nel prevedere espressamente

([104]) MINERVINI, *La nuova disciplina dellôinsolvenza delle imprese di investimento: prime osservazioni*, in *Il corr. Giur.*, 1996, pagg. 1294 e ss.

([105]) Tale opzione era stata imposta al legislatore delegato direttamente dalla legge delega, la quale aveva previsto che *«la disciplina delle crisi dovrà essere uniforme per tutti i soggetti autorizzati allôattività di intermediazione in valori mobiliari, in particolare mediante alôassoggettamento delle imprese di investimento a provvedimenti cautelari, ad amministrazione straordinaria nonché a liquidazione coatta amministrativa»* (art. 21 comma 1 lettera l), l. 6 febbraio 1996, n. 52).

([106]) Si richiamano qui le considerazioni esposte nel par. 1.3.4.

quest'ultima e distinguendola dai provvedimenti cautelari di cui all'art. 31 d.lgs. 415/1996, l'art. 32 ne chiariva i presupposti e la procedura.

Quanto ai presupposti, essi consistevano, alternativamente, o in gravi irregolarità dell'amministrazione ovvero in gravi violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie, o nella previsione di gravi perdite del patrimonio della SIM, oppure nella richiesta, con istanza motivata, da parte degli organi amministrativi o dell'assemblea straordinaria ovvero del commissario incaricato *ex* art. 31 della gestione della SIM a seguito della sospensione degli organi di amministrazione.

Quanto alla procedura, all'unicità del provvedimento di scioglimento degli organi di amministrazione e di controllo e di nomina del commissario *ex* art. 13 l. 1/1991, si sostituivano due distinti procedimenti: il primo, di scioglimento, di competenza del Ministro del Tesoro; il secondo, di nomina del commissario straordinario, di competenza della Banca d'Italia, in virtù del comma 2 dell'art. 32 che affidava alla stessa la direzione della procedura.

Passando all'analisi della disciplina della liquidazione coatta amministrativa di cui all'art. 34, il presupposto del provvedimento in esame, modellato sulla base degli artt. 80 ss. T.U. bancario, consisteva nell'accertamento di irregolarità nell'amministrazione, ovvero in violazioni di disposizione legislative, amministrative o statutarie, ovvero ancora in perdite di eccezionale gravità. Proprio tale eccezionale gravità segnava la linea di demarcazione fra il provvedimento di cui all'art. 34 da quello di amministrazione straordinaria, similmente al modello del testo unico bancario ([107]). Alternativamente, la norma prevedeva al comma 2 che la liquidazione coatta amministrativa potesse essere disposta su richiesta motivata degli organi ordinari e straordinari della SIM ([108]). Ai sensi dell'art. 67 comma 3, inoltre, dalla data di entrata in vigore del decreto, le procedure di fallimento delle SIM, per le quali non fosse stata ancora dichiarata l'esecutività dello stato passivo né effettuate le restituzioni, erano convertite nella procedura in esame.

([107]) Il giudizio di eccezionale gravità doveva essere condotto in concreto e non in astratto. DORIA, *Commento agli artt. 56-60*, in RABITTI BEDOGNI, *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, pagg. 425 e ss.

([108]) Pur in assenza di un'esplicita previsione, si riteneva possibile sottoporre a liquidazione coatta amministrativa anche una SIM in liquidazione volontaria.

Quanto alla procedura, la direzione della stessa, come già si è visto per lôamministrazione straordinaria, era affidata alla Banca dôItalia, autorità competente a presidiare la stabilità dellôintermediario e, dunque, logica attributaria dei poteri di controllo della fase di estromissione dello stesso dal sistema. Relativamente allôaccertamento dello stato passivo, valeva il rinvio effettuato dal comma 3 dellôart. 34 del decreto allôart. 86 del T.U. bancario; analogamente, con riferimento al deposito dello stato passivo e alle opposizioni allo stesso, la disciplina prevista dai commi 4 e 5 dellôart. 34 era la medesima di quella contenuta nel T.U. bancario, con una sola rilevante differenza e cioè la previsione di un unico elenco di creditori, invece dei due elenchi previsti dal T.U. bancario (quello dei creditori chirografari da depositarsi presso la Banca dôItalia e quello degli altri soggetti da depositare nella cancelleria del Tribunale del luogo dove ha sede la banca). Ciò induceva a rilevare una diversità di tutela, in sede di liquidazione coatta amministrativa, fra i creditori chirografari della banca, la cui riservatezza veniva salvaguardata dalla mancata pubblicità del relativo elenco, e quelli della SIM ([109]).

Lôaccertamento dello stato passivo e la liquidazione dellôattivo costituivano il banco di prova dellôeffettività del principio della separazione patrimoniale di cui allôart. 19 del decreto Eurosim; tale principio, nella legge SIM limitato alla sola attività di gestione e tutelato unicamente da sanzioni amministrative, veniva significativamente esteso a tutti i servizi di investimento e la sua violazione era anche penalmente sanzionata ([110]).

Infine, e per completezza, si ricorda che la disciplina della crisi degli intermediari finanziari era completata dalla previsione di sistemi di indennizzo a tutela degli investitori (art. 35-36) che, come noto ([111]), trovavano il proprio immediato precedente nella legge 1/1991 che aveva istituito il Fondo nazionale di garanzia finalizzato alla tutela dei diritti dei clienti delle imprese esercenti attività di intermediazione mobiliare, attraverso il rimborso delle ragioni di credito vantate dai medesimi nel caso di insolvenza delle imprese stesse.

([109]) LENER, *Commento allôart. 34 del decreto Eurosim*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, Padova, 1997, pag. 304.

([110]) Lôart. 39 prevedeva, infatti, il reato di confusione di patrimoni.

([111]) La tematica è stata affrontata nel par. 1.3.4 al quale si rinvia.

Le disposizioni di cui agli articoli 35 e 36 del d.lgs. 415/1996 consolidavano, quindi, taluni principi ritenuti fondamentali per una più ampia tutela dei risparmiatori.

Ci si riferisce, in primo luogo, all'adesione obbligatoria ai sistemi di indennizzo, quale presupposto per lo svolgimento dell'attività; inoltre, al principio della tutela solo parziale dei crediti, in relazione all'esigenza di proteggere i piccoli risparmiatori e in modo da evitare fenomeni indesiderati di incentivo a condotte azzardate da parte degli intermediari e dei risparmiatori stessi, stimolando, per contro, questi ultimi ad una effettiva ponderazione nelle scelte finanziarie; infine, il principio dell'esclusione di interventi a carico dello Sato, prefigurando così gli oneri contributivi a carico degli intermediari come una voce di costo inerente all'attività aziendale, derivante dall'acquisto di una assicurazione dal rischio di impresa a beneficio dei risparmiatori contraenti con l'intermediario ([112]).

1.5. Il TUF e il regolamento intermediari quali momenti di tutela dell'investitore: in particolare, il dovere di correttezza ed il principio di trasparenza.

Il recepimento delle Direttive comunitarie n. 93/22/CEE e n. 93/6/CEE, offrì l'occasione, non soltanto per introdurre le dovute modifiche alla legge 1/1991, ma anche per avviare una nuova fase della evoluzione legislativa in materia di mercati finanziari destinata a sfociare nel Testo Unico del 1998, con il quale veniva attuata una rifondazione complessiva della disciplina del mercato mobiliare, con l'obiettivo di supportare la crescita e lo sviluppo del mercato finanziario italiano ([113]).

([112]) Per una completa analisi degli artt. 35 e 36 d.lgs. 415/1996 vedi CERCONE, *Commento agli artt. 35 e 36 del decreto Eurosim,* in CAPRIGLIONE (a cura di), *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, Padova, 1997, pagg. 306 e ss.

([113]) ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, pag. 16, secondo il quale *«il semplice recepimento della Direttiva sui servizi di investimento del 1993 non avrebbe di per sé richiesto questo ulteriore passaggio; non rendeva, cioè, affatto indispensabile l'emanazione di un Testo Unico sull'intermediazione finanziaria, o la riforma delle disciplina delle società quotate. Tuttavia [é] il semplice recepimento della Direttiva Europea, realizzato al di fuori di un ripensamento più complessivo della legislazione, sarebbe risultata un'operazione insoddisfacente, per le delicate questioni che, a cascata, quel recepimento avrebbe inevitabilmente sollevato nell'ambito del sistema. Anche in materia di intermediazione non bancaria, il diritto comunitario funge così da stimolo, da elemento scatenante una*

La legge 6 febbraio 1996, n. 52, con la quale il Governo veniva delegato a recepire le Direttive citate, prevedeva pertanto che, al recepimento delle stesse, seguisse un passo successivo, rappresentato dallôapprovazione di un Testo Unico dellôintermediazione finanziaria, la cui portata travalicasse il mero soddisfacimento delle esigenze di armonizzazione imposte dallôordinamento comunitario.

Il d.lgs. n. 415/1996 rappresentava così soltanto una tappa di passaggio di un più ampio percorso destinato a sfociare nellôemanazione del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 con la conseguente abrogazione del d.lgs. n. 415/1996, le cui previsioni venivano riassorbite nellôambito più generale del Testo Unico.

In particolare, limitando lôattenzione alla materia oggetto della trattazione, il capo II (artt. 21-25) del titolo II della parte II disciplinava (e disciplina tuttora) lo svolgimento dei servizi di investimento, riproducendo, senza sostanziali modifiche, gli artt. 17-24 del decreto Eurosim che, come visto, costituivano il nucleo della disciplina della medesima materia.

In particolare, il capo II nel dettare le regole alle quali gli intermediari abilitati dovevano attenersi nello svolgimento della propria attività, affermava alcuni principi destinati a trovare applicazione per tutti i servizi, e regole particolari per alcuni soltanto di essi ([114]).

Quanto ai criteri generali a cui gli intermediari finanziari dovevano attenersi nello svolgimento della loro attività, lôart. 21 riscriveva senza sostanziali modificazioni lôart. 17 del d.lgs. n. 415/1996 alla cui analisi pertanto si rinvia ([115]).

Tuttavia, più esplicitamente di quanto in precedenza stabilito dallôart. 17 che si riferiva ai *«servizi previsti dal presente decreto»*, lôart. 21 nella sua originaria formulazione, precisava, con una disposizione dalla scarsa rilevanza pratica, che i criteri in esso contenuti si applicavano alla prestazione sia dei servizi di investimento che dei servizi accessori.

Le regole di comportamento dellôart. 21 Tuf, in quanto di portata generale, trovavano poi specificazione, a livello di normativa secondaria, negli artt. 26 ss. del

---

riforma di più ampio respiro, rese soltanto opportune, ma non necessarie, dallôadeguamento alla disciplina europea».

([114]) Fra i primi, i criteri generali (art. 21), le regole sulla separazione patrimoniale (art. 22) e quelle sui contratti (art. 23); fra le seconde quelle in materia di gestione individuale di portafogli (art. 24) e quelle sulla negoziazione nei mercati regolamentati (art. 25).

([115]) Cfr. par. 1.3.

regolamento 11522/1998, emanato in attuazione dell'art. 6 comma 2 Tuf, con cui si affidava alla Consob, sentita la Banca d'Italia, di disciplinare il comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori ([116]).

Tale regolamento conteneva previsioni che completavano e specificavano i criteri di comportamento indicati dall'art. 21 essendo ispirato all'esigenza della massima flessibilità della disciplina in grado di adeguarsi alle esigenze, in continua evoluzione, dei mercati e degli operatori, ed assicurando, così una efficace tutela dei risparmiatori([117]).

In particolare, i principi di diligenza e correttezza di cui alla lettera a) del comma 1 dell'art. 21, trovavano specificazione nell'art. 26 del regolamento.

Più precisamente potevano essere ricondotti al dovere di correttezza: l'obbligo di operare in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del TUF (art. 26, lett. a); l'obbligo di rispettare le regole di funzionamento dei mercati (art. 26 lett. b) e l'obbligo di astenersi da comportamenti che avvantaggiassero un investitore a danno di un altro (art. 26 lett. c).

Al criterio della diligenza potevano invece ricondursi l'obbligo di eseguire con tempestività le disposizioni dell'investitore (art. 26 lett. d) e di acquisire una adeguata conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi di investimento e degli altri prodotti finanziari, propri o di terzi, da esso offerti (art. 26 lett. e); in termini più ampi, quello di operare al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio di investimento il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dall'investitore (art. 26 lett. f).

Con quest'ultima previsione trovava espresso riconoscimento la regola di *best execution rule*, della cui vigenza nel precedente regime si era, come visto, discusso ([118]).

La norma era destinata ad applicarsi specialmente in quelle ipotesi in cui, interrompendosi il flusso di informazioni a favore del cliente, aumentava la discrezionalità dell'intermediario. La disposizione in parola, tuttavia, non autorizzava una trasformazione degli obblighi dell'intermediario in obbligazioni di risultato, senza

([116]) Il regolamento 11522/1998 sostituiva il regolamento Consob 30/09/1997 n. 10943 sulla prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori.

([117]) Il regolamento contiene così regole specifiche per i singoli servizi opportunamente modellandole in considerazione delle differenti esigenze di tutela degli investitori, connesse con le loro qualità ed esperienze professionali.

([118]) Cfr. par.1.3.3.

tenere conto dei principi generali di comportamento e delle norme di diritto comune applicabili ai servizi di investimento.

Quanto al criterio della trasparenza, menzionata accanto alla diligenza e alla correttezza nella lettera a) dell'art. 21 essa doveva essere intesa in senso forte, al fine di distinguerla dal rispetto delle regole in tema di acquisizione e trasmissione delle informazioni nei rapporti contrattuali con gli investitori di cui alla successiva lettera b). Essa pertanto consisteva (e tuttora consiste), in primo luogo, negli obblighi di indicazione completa, puntuale e costante dei contenuti del contratto e delle modalità di svolgimento del servizio di investimento che ne costituiscono l'oggetto.

Espressione del principio di trasparenza doveva essere considerato l'art. 23 del TUF in cui, secondo quanto già previsto dalla legge n. 1/1991 prima, e, dal d.lgs. 415/1996 poi, si ribadiva l'obbligo della forma scritta dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento ed accessori e quello di consegnare un esemplare al del documento contrattuale al cliente. Tuttavia si prevedeva che la Consob sentita la Banca d'Italia avrebbe potuto, sulla base di motivate ragioni tecniche e in considerazione della natura professionale del cliente, stabilire in via regolamentare che taluni contratti potessero o dovessero esser stipulati in forma diversa.

Esercitando questo ampio potere di deroga, attribuitole dal legislatore, la Consob aveva provveduto ad individuare le tipologie di contratti per i quali la forma scritta non risultava indispensabile al fine di assicurare al contraente più debole la conoscibilità delle condizioni contrattuali. L'art. 30 comma 3 del regolamento 11522/1998 sanciva in particolare la non applicabilità delle disposizioni dettate in tema di forma dei contratti a quelli relativi alle prestazioni dei servizi di collocamento, ivi compresi quelli di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza, nonché alla prestazione dei servizi accessori, fatta eccezione per quello di concessione di finanziamenti agli investitori e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

L'obiettivo di graduare la disciplina di tutela del cliente a seconda delle sue specifiche competenze e dell'esperienza professionale, veniva poi realizzato attraverso l'individuazione di un'ampia categoria di soggetti ai quali poteva essere riconosciuta la qualifica di operatori qualificati ([119]) ai fini della disapplicazione di una serie di

([119]) Per una disamina del concetto di operatore qualificato vedi BERSANI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2008.

disposizioni tra le quali anche quella che imponeva lôobbligo di forma scritta (art. 31 reg. Consob).

Venivano considerati operatori qualificati gli intermediari autorizzati, le Sicav, le società di gestione del risparmio, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, gli emittenti quotati, gli intermediari finanziari di cui allôart. 106 ss. testo unico bancario, le persone fisiche che documentassero il possesso dei requisiti di professionalità previsti per gli esponenti aziendali delle SIM, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza in materia di strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.

Come lôart. 18 d.lgs. 415/1996, anche lôart. 23 nulla disponeva in merito al contenuto minimo dei contratti, benché lôobiettivo di assicurare al cliente una completa conoscenza dei termini dellôaccordo non poteva certamente essere perseguito solamente attraverso lôimposizione dellôobbligo di redigere il contratto in forma scritta, essendo a tal fine necessaria anche la previsione di un contenuto minimo obbligatorio del contratto di cui il cliente potesse prendere visione prima di dare il proprio consenso informato alla operazione.

La normativa regolamentare emanata in seguito allôentrata in vigore del decreto, ha provveduto a porre rimedio alla descritta mancanza, prevedendo allôart. 30 comma 2, che il contratto con gli investitori dovesse: specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche; stabilire il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso; indicare le modalità attraverso le quali lôinvestitore potesse impartire ordini e istruzioni; prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire allôinvestitore a rendiconto dellôattività svolta; indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per lôesecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e *warrant*; indicare le altre condizioni contrattuali eventualmente convenute con lôinvestitore per la prestazione del servizio.

Lôomissione di una delle riportate informazioni, concretandosi nella violazione di una norma secondaria, avrebbe potuto condurre allôapplicazione di sanzioni amministrative a carico dellôintermediario, ma non alla invalidità dellôintero

regolamento negoziale a meno che lôinosservanza non venisse ad incidere su uno degli elementi essenziali del contratto, come nellôipotesi in cui la mancata o insufficiente specificazione dei servizi forniti impedisse lôidentificazione dellôoggetto del contratto.

Per completezza espositiva si ricorda, da un lato che lôart. 23 comma 1 prevedeva, come già lôart. 18 d.lgs. 415/1996, che, dalla violazione dellôobbligo di stipulare il contratto per iscritto derivava la nullità dello stesso che solo il cliente era legittimato a far valere; dallôaltro, lôultimo comma dellôart. 23 confermava lôinversione dellôonere della prova nei giudizi di risarcimento dei danni causati al cliente nello svolgimento dei servizi prestati dagli intermediari abilitati, nel senso che spettava a questi ultimi la dimostrazione dellôaver agito con la diligenza richiesta. Tale disposizione, però, non aveva mancato di suscitare qualche critica ([120]) posto che lôapplicazione indifferenziata della regola dellôinversione dellôonere della prova a tutte, indistintamente, le ipotesi in cui vi fosse un contatto tra intermediario e cliente, avrebbe potuto provocare effetti discorsivi nel sistema, posto che, né la norma citata né il regolamento attuativo facevano menzione della opportunità di prevedere oneri probatori differenziati a seconda delle diverse categorie di investitori. La disposizione citata, infatti, non era tra quelle richiamate dallôart. 31 comma 1 del regolamento attuativo, con cui la Consob aveva escluso lôapplicazione di talune norme relative alle regole di comportamento in ragione della natura di operatore qualificato del contraente, in virtù della presunta minore esigenza di tutela di tali categorie di investitori. In tale prospettiva, appariva dunque preferibile una interpretazione restrittiva dellôart. 23 ultimo comma TUF nei giudizi di responsabilità promossi da investitori particolarmente qualificati: in tali ipotesi sembrava legittimo configurare una dinamica processuale in base alla quale lôintermediario convenuto non dovesse essere tenuto a dimostrare di aver osservato i criteri generali di cui allôart. 21 TUF con il medesimo rigore richiesto per i casi in cui lôazione di responsabilità fosse stata promossa da investitori non qualificati ([121]).

Il principio della trasparenza in senso forte, veniva inoltre specificato dai criteri dellôart. 21 comma 1 lett. b) TUF, relativo agli specifici obblighi informativi nelle varie fasi del rapporto contrattuale intrattenuto col cliente. La formula della lettera b),

([120]) TOPINI, *Lôonere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, I, pagg. 697 e ss.

([121]) LOBUONO, *La responsabilità egli intermediari finanziari*, Napoli, 2001, pagg. 225 e ss.

riproducendo testualmente quanto già previsto dalla medesima lettera dell'art. 17 d.lgs. 415/1996 al cui esame si rinvia ([122]), contemplava, da un lato l'obbligo degli intermediari abilitati di acquistare le informazioni necessarie dai clienti, e, dall'altro, quello di operare in modo che essi fossero sempre adeguatamente informati.

La lamentata sinteticità del riferimento alle informazioni necessarie, rispetto alla formulazione dell'art. 11 comma 5 punto 4 della Direttiva 93/22/CEE che prevedeva in proposito l'obbligo dell'intermediario di informarsi sulla situazione finanziaria dei propri clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi, veniva colmata dall'art. 28 comma 1 lett. a) regolamento Consob 11522/1998. In particolare, prima dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento, l'intermediario era tenuto a chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento a la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire tali informazioni doveva risultare dal contratto o comunque da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore, all'evidente fine di facilitare l'adempimento degli oneri probatori posti a carico dell'intermediario dall'art. 23 comma 6 nei giudizi di risarcimento dei danni derivati al cliente dallo svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori. Le notizie, acquistate al momento al momento dell'instaurazione del rapporto, dovevano essere costantemente aggiornate con la collaborazione del cliente, ovvero in caso di rifiuto di quest'ultimo, sulla base delle informazioni disponibili che derivassero dallo svolgimento di attività diverse dalla prestazione dei servizi di investimento. Periodicamente, infine, avrebbe dovuto essere verificata la coerenza della situazione del cliente con gli obiettivi di investimento originariamente dichiarati ([123]).

Tale obbligo, pur se non previsto dalle norme del regolamento Consob poteva trovare il proprio fondamento nella più generale disposizione dell'art. 21 comma 1 lettera b) del TUF laddove disponeva che, nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari dovessero operare in modo che essi fossero sempre adeguatamente informati. La necessaria adeguatezza dell'informazione affiancata all'avverbio *sempre*

([122]) Cfr. par. 1.4.

([123]) Nel caso di pluralità di contratti stipulati dallo stesso cliente, era ammissibile una sola scheda informativa, purché le informazioni in essa contenute fossero adeguate ai contratti successivamente stipulati e tenessero conto delle modifiche del profilo del cliente eventualmente intervenute.

lasciavano pensare che gli obblighi informativi non potessero ritenersi conclusi con lôesaurirsi del momento della negoziazione.

Le informazioni così acquisite e la conseguente personalizzazione del rapporto si collegavano al divieto a carico dellôintermediario di effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto frequenza o dimensione (*suitability rule*).

Nel caso di disposizioni impartite dallôinvestitore, relative ad operazioni non adeguate, costui doveva essere informato delle ragioni che sconsigliavano di procedere. Qualora lôinvestitore intendesse comunque dare corso allôoperazione, gli intermediari autorizzati potevano eseguire lôoperazione stessa solamente sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui fosse fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute (art. 29 Reg. Consob). In tale divieto andava ricompreso anche quello di effettuare operazioni con frequenza sproporzionata agli interessi del cliente, o, comunque, di moltiplicare il numero delle operazioni senza suo vantaggio ed al solo fine di moltiplicare le commissioni. La disciplina esposta dunque, individuava nella valutazione di adeguatezza delle operazioni un momento essenziale nello svolgimento diligente e corretto dei servizi di investimento nei confronti di investitori non qualificati. Nel giudizio di adeguatezza, quindi, si sintetizzava la diligenza professionale richiesta allôintermediario nella prestazione dei servizi di investimento.

1.5.1. *Segue. Il dovere di informare gravante sullôintermediario.*

Passando allôopposto versante delle informazioni dovute dallôintermediario al cliente la materia risultava disciplinata in modo sintetico rispetto al passato, in cui come si è visto ([124]), si contemplavano articolatamente gli obblighi informativi distinguendo tra la fase precedente, contestuale e esecutiva dello svolgimento del rapporto. Emergeva in altri termini lôintenzione di evitare una eccessiva tipizzazione delle modalità informative, ponendo per contro attenzione al criterio della adeguatezza e dunque alla necessaria flessibilità del flusso informativo in relazione alla tipologia del rapporto. Ciò, tuttavia, non escludeva che, anche in relazione alla nuova disciplina, fosse

([124]) Cfr. par. 1.4.

possibile ricostruire in via interpretativa una serie di obblighi specifici articolabili in una sequenza informativa, nel senso che ognuno di essi appariva collegato a quello successivo costituendone la necessaria premessa.

Alla fase delle trattative, così, si collegava lôobbligo della consegna del documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui allôart. 28 comma 1 lettera b) reg. Consob, con il quale si consentiva al cliente una prima informazione sulle diverse tipologie di investimenti e sul rispettivo grado di rischio, con particolare riferimento agli strumenti finanziari derivati.

Nello svolgimento del rapporto, regola generale era quella dellôart. 28 comma 2 reg. Consob secondo cui, prima di effettuare operazioni o di prestare il servizio di gestione, era necessario fornire informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o servizio, rilevanti ai fini della decisione di investimento o di disinvestimento.

Merita segnalazione poi lôobbligo per lôintermediario previsto dallôart. 28 comma 3 reg. Consob di informare prontamente e per iscritto lôinvestitore appena le operazioni in strumenti derivati da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura avessero generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per lôesecuzione dellôoperazione, in quanto maggiormente rischiose ([125]).

Alla fase della esecuzione e della conclusione del rapporto appartenevano, infine, gli obblighi di attestazione degli ordini, inclusa la loro registrazione in forma elettronica, di rendicontazione periodica o in alternativa, per i servizi di negoziazione, di informazione sulle operazioni eseguite (art. 61 reg. Consob) e quello di registrazione in forma elettronica degli ordini e delle operazioni (art. 63 reg. Consob).

In particolare, per quanto riguardava lôobbligo di rendicontazione esso consisteva nellôinvio al domicilio dellôinvestitore, con cadenza variabile a seconda del servizio di investimento in questione, di un rendiconto relativo al periodo di riferimento.

Passando allôanalisi delle ulteriori regole di comportamento previste dal Tuf un ruolo significativo era svolto da quella relativa alla prevenzione ed alla gestione delle

([125]) A tali obblighi informativi si affiancavano quelli previsti per i singoli servizi: vedi art. 32 comma 2 reg. Consob per il servizio di negoziazione e lôart. 28 comma 4 per il servizio di gestione di portafogli.

situazioni di conflitto di interesse dell'intermediario, onde garantire il suo agire disinteressato nei confronti del cliente.

In particolare l'art. 21 del Tuf lettera c), ribadendo quanto già introdotto dal d.lgs. 415/1996 imponeva agli intermediari l'obbligo di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento. Tale norma, come visto ([126]), incidendo tanto sul piano dei comportamenti con la clientela, quanto su quello prudenziale, chiamava in causa anche l'assetto organizzativo dell'intermediario.

La centralità della problematica del conflitto di interesse nella disciplina dei servizi di investimento è, dunque, testimoniata dal fatto che nella sua regolamentazione intervenivano non solo le regole di comportamento, ma anche quelle in tema di organizzazione e di controlli interni dell'impresa di intermediazione. Le regole organizzative potevano infatti essere utilizzate strumentalmente al fine di prevenire il sorgere di situazioni di conflitto di interesse, predisponendo accorgimenti che consentissero all'intermediario polifunzionale che si trovasse in conflitto sia pure potenziale in relazione alle varie attività svolte, di operare senza che tale situazione condizionasse il suo rapporto con il cliente.

L'art. 27 reg. Consob, attuativo della disciplina richiamata, imponeva, da un lato agli intermediari di vigilare per l'individuazione dei conflitti di interesse e, dall'altro, confermando quanto già previsto dalla legge 1/1991 li obbligava, in tali situazioni, ad astenersi dall'operare con o per conto della clientela a meno che non avessero informato preventivamente per iscritto l'investitore sulla natura e sull'estensione del loro interesse e l'investitore non avesse espressamente e per iscritto acconsentito all'effettuazione dell'operazione (*disclose or abstain*). Il legislatore, quindi, consentiva l'effettuazione di operazioni in conflitto di interesse purché il tutto si verificasse nel rispetto di determinate condizioni affinché il cliente fosse reso edotto chiaramente ed esaustivamente dell'esistenza di un conflitto che avrebbe potuto pregiudicare la soddisfazione dei propri interessi. Per quanto concerne l'aspetto della *disclosure* non era sufficiente la mera dichiarazione dell'esistenza di un conflitto di interesse in mancanza dell'indicazione contestuale riferita alla natura e all'estensione dell'interesse

([126]) Cfr. par. 1.4.

dellôintermediario nellôoperazione che si presentava in conflitto con quella del cliente investitore. La legge non vietava di concludere operazioni in conflitto di interesse in quanto un divieto assoluto *ex ante* avrebbe impedito il compimento di un numero considerevole di operazioni, a detrimento del corretto funzionamento del mercato dei servizi di investimento. Tuttavia lôordinamento condizionava la conclusione di tale tipologia di operazione allôobbligo dellôadozione di due atti scritti ovverosia lôinformativa dellôintermediario e lôautorizzazione del cliente ([127]).

Quanto alle possibili fattispecie di conflitto di interessi lôart. 27 del regolamento prevedeva che questi ultimi potessero derivare in via meramente esemplificativa da: rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi di investimento, nonché da rapporti di affari propri.

Una applicazione appropriata dellôarticolo in commento, richiedeva allôintermediario di realizzare una indagine di dettaglio, una vera e propria mappatura di tutte le attività e servizi prestati dal medesimo o da soggetti appartenenti al suo stesso gruppo finalizzata allôidentificazione delle situazioni dalle quali sarebbero potuti potenzialmente derivare conflitti di interessi. Evidentemente, a questa fase preliminare, doveva poi seguire la verifica della sussistenza in concreto da valutarsi caso per caso a fronte di ciascuna operazione disposta dal cliente, di un conflitto tra lôinteresse dellôintermediario e quello del cliente.

Quanto allôambito di applicazione soggettivo le disposizioni dettate dallôart. 27 così come quelle in precedenza analizzate degli artt. 28 e 29 non trovavano applicazione ai sensi dellôart. 31 reg. quando il servizio di investimento era prestato nei confronti di operatori qualificati nellôottica, più volte sottolineata, di modulare lôapplicazione delle regole cautelari al diverso bisogno di protezione riconosciuto agli investitori.

Infine, ad una duplice finalità di tutela della stabilità ed efficienza e di correttezza e trasparenza dei comportamenti dellôintermediario sembravano ispirarsi anche gli ulteriori criteri previsti dallôart. 21 lettera d) e e) TUF in base ai quali, da un lato, lôintermediario stesso doveva disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare lôefficiente svolgimento dei servizi e, dallôaltro, svolgere una

([127]) Una eccezione alla descritta disciplina era prevista dallôart. 45 per il servizio di gestione di portafogli su base individuale.

gestione indipendente, sana e prudente, e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

Tali disposizioni risultavano meramente riproduttive di quelle già contenute nell'art. 17 d.lgs. 415/1996 alla cui analisi si rinvia ([128]), con la sola significativa modifica dell'oggetto dei diritti del cliente, che non era più limitata agli strumenti finanziari e al denaro, ma in termini più generali ai beni, con l'intenzione di ricomprendere nella norma citata tutti i possibili oggetti degli investimenti diversi dagli strumenti finanziari.

1.5.2. *Segue. Vigilanza e disciplina della crisi nel TUF.*

Come noto, nel settore dell'intermediazione mobiliare l'interesse diffuso di tutto gli investitori, e del mercato finanziario in genere, al corretto funzionamento dei servizi di investimento giustificano e rendono necessari controlli sistematici e diffusi che si esplicano non solo mediante interventi successivi al verificarsi di eventuali scorrettezze([129]), bensì anche in fase preventiva.

Di qui i compiti affidati alle autorità di vigilanza, Consob e Banca d'Italia, chiamate non soltanto a verificare i requisiti d'iscrizione di banche, società di gestione e di intermediazione ai rispettivi albi, ma anche i comportamenti di tali intermediari sui mercati e nella concreta attuazione dei rapporti da essi instaurati con gli investitori.

Il T.U.F. confermava il modello di vigilanza introdotto dalla l. 1/1991 basato, come noto, sul criterio di competenza per finalità e non per soggetti. Non più, dunque, la Banca d'Italia a vigilare su ogni aspetto dell'attività delle banche e la Consob sul comportamento delle società di intermediazione mobiliare, bensì l'una e l'altra chiamate ad intervenire su entrambe le categorie di intermediari: la Banca d'Italia, relativamente alla stabilità patrimoniale dell'intermediario e al contenimento del rischio, la Consob quando si tratta di valutarne i comportamenti sotto il profilo della correttezza e della trasparenza (art. 5 comma 3 e 4).

([128]) Cfr. par. 1.4.

([129]) Quanto detto non esclude, come ovvio, che anche nell'esercizio dei servizi di investimento si possa incorrere in responsabilità per violazione di obblighi contrattuali, oltre che per il generale principio di *neminem laedere*, con il vantaggio, per gli investitori danneggiati, che in tal caso è a carico della SIM l'onere di provare di aver agito con la dovuta diligenza (art. 23 comma 6 d.lgs. 58/1998).

Le difficoltà insite in una scelta di tale tipo, sono state già evidenziate in sede di analisi della disciplina della l. 1/1991 alla cui lettura si rinvia ([130]). Qui preme sottolineare come le disposizioni in commento rendevano (e rendono tuttora) necessaria una stretta collaborazione tra le citate autorità di vigilanza: le esigenze della stabilità patrimoniale, infatti, non sempre si coniugano perfettamente con quelle della trasparenza e della correttezza nei rapporti con i clienti. Al contrario può accadere che esse siano antitetiche e, tuttavia, debbano concorrere a realizzare nel lungo periodo i vasti obiettivi indicati dal comma 1 dellôart. 5, quali la tutela degli investitori, la stabilità, la competitività e il buon funzionamento del mercato finanziario. Sarebbe dunque assai nocivo che i controlli delle diverse autorità di vigilanza si svolgessero secondo logiche diverse e incompatibili. Di tale problematica si era mostrato comunque consapevole lo stesso legislatore, prescrivendo che Consob e Banca dôItalia operassero in modo coordinato e si informassero reciprocamente dei provvedimenti assunti (art. 5 comma 5).

Quanto alle funzioni di vigilanza, il testo unico dellôintermediazione finanziaria, come quello bancario, distingueva tra vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva (artt. 6, 8 e 10).

La prima delle disposizioni citate, pur non designando una attività definibile in senso proprio di vigilanza, assumeva tuttavia un notevole significato strategico, posto che, nel prevedere un potere di normazione secondaria della Banca dôItalia e della Consob, individuava in modo più dettagliato le relative sfere di competenza.

La vigilanza informativa presupponeva che le SIM e gli altri intermediari autorizzati inoltrassero regolarmente alla Banca dôItalia e alla Consob le cosiddette *segnalazioni di vigilanza* in modo da consentire una conoscenza periodica delle operazioni dellôintermediario. Proprio sulla base di tali segnalazioni o sulla base di quelle dei singoli investitori, Banca dôItalia e Consob, ciascuno nellôambito delle rispettive competenze, potevano effettuare ulteriori approfondimenti propedeutici tanto alla richiesta di ulteriori informazioni, quanto al compimento di vere e proprie ispezioni, ferma restando la possibilità di convocazione individuale di amministratori e sindaci e

([130]) Cfr. par. 1.3.5.

quella degli organi collegiali, nel tentativo di prevenire i comportamenti scorretti o per farli subito cessare prima ancora di sanzionarli (art. 7).

Tuttavia, nonostante la vigilanza preventiva della Banca d'Italia e della Consob, ben poteva accadere che le regole di organizzazione e di comportamento, cui le SIM dovevano attenersi, risultassero disattese, rendendosi necessari interventi più incisivi di quelli menzionati, sia di tipo cautelare che sanzionatorio. Inoltre, la violazione delle disposizioni cui erano assoggettate le SIM potevano generare anche ulteriori conseguenze che investivano direttamente la società e che andavano, in ordine crescente di gravità, dai provvedimenti ingiuntivi di cui all'art. 51, alla amministrazione straordinaria, sino alla liquidazione coatta amministrativa di cui all'art. 57.

Quanto alla disciplina della crisi delle SIM, non potendosi in tale sede analizzare nel dettaglio le relative disposizioni, ci si limiterà alle seguenti considerazioni.

In primo luogo, si deve immediatamente precisare che le disposizioni del testo unico in parte ricalcavano la normativa del decreto Eurosim alla cui analisi si rinvia([131]), ed in parte richiamavano la normativa del t.u. bancario. Pertanto appare corretto affermare che il legislatore aveva inteso assumere come modello l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa delle banche; in altri termini veniva confermato l'orientamento verso la *degiurisdizionalizzazione* della crisi ([132]).

Inoltre, tra le novità introdotte dalla disciplina in commento, merita sottolineare come con il Testo Unico società di gestione del risparmio, SICAV, SIM, banche e finanziarie *ex* art. 107 T.U.B. autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento ad esse consentiti, venissero assoggettate allo stesso regime.

Infine, quanto all'esistenza di sistemi d'indennizzo, la disciplina contenuta negli articoli 59 e 60 ricalcava pressoché fedelmente il contenuto degli articoli 35 e 36 del decreto Eurosim ([133]) rendendo pertanto superflua ogni ulteriore considerazione al riguardo ([134]).

([131]) Cfr. par. 1.4.1.

([132]) MINERVINI, *La nuova disciplina dell'insolvenza delle imprese di investimento: prime osservazioni*, in *Il corr. Giur.*, 1996, pag. 1294.

([133]) L'unica novità è costituita da una disposizione di carattere processuale (art. 59 comma 6), in virtù della quale per le cause relative alle richieste di indennizzo è competente il giudice del luogo ove ha sede legale il sistema di indennizzo.

([134]) Cfr. par. 1.4.1.

CAPITOLO II
LE CONSEGUENZE DELLA VIOLAZIONE DA PARTE DELL'INTERMEDIARIO DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI E DI CONDOTTA. SCANDALI FINANZIARI E RIMEDI CIVILISTICI A TUTELA DELL'INVESTITORE: LE APPLICAZIONI GIURISPRUDENZIALI

SOMMARIO: 2.1. Il difetto di indicazione legislative circa i rimedi a tutela dell'investitore. Il contesto normativo di riferimento. 2.2. La tesi dell'annullabilità. Il dolo determinante, l'errore essenziale e riconoscibile ed il conflitto di interessi. 2.3. La tesi della nullità. La nullità virtuale e la nullità strutturale. 2.3.1. Elaborazione dottrinale della tesi, sostrato normativo ed orientamenti giurisprudenziali. 2.3.2. Le critiche alla tesi della nullità. 2.4. La tesi dell'inadempimento. La responsabilità pre-contrattuale e contrattuale. 2.4.1. Elaborazione dottrinale della tesi e sostrato normativo. 2.4.2. L'inadempimento dell'intermediario (o del suo ausiliare) ed il concorso colposo dell'investitore. 2.4.3. La natura della responsabilità dell'intermediario. La prima tappa dell'evoluzione giurisprudenziale: l'arresto delle Sezioni Unite del 2005 della Corte di Cassazione. Considerazioni critiche. 2.4.4. La natura della responsabilità dell'intermediario. La seconda tappa dell'evoluzione giurisprudenziale: l'arresto delle Sezioni Unite del 2007 della Corte di Cassazione. Premesse. 2.4.5. Segue. Profili di ordine probatorio circa il nesso di causalità omissiva, la diligenza dell'intermediario e la gravità del suo inadempimento. 2.4.6. Segue. Considerazioni critiche di natura giuridica ed economica. 2.5. I *gap* di informazione e controllo nei più recenti casi giurisprudenziali: bond argentini, *crack* Cirio e Parmalat. Lacune normative ed inefficienza delle regole vigenti ovvero mancata attuazione ed osservanza delle stesse? 2.5.1. Premesse ed oggetto dell'indagine. 2.5.2. Il caso Parmalat. 2.5.3. Il caso Cirio. 2.5.4. Il caso dell'Argentina. 2.5.5. Considerazioni finali: lacune normative o inefficacia della normativa vigente?

2.1. Il difetto di indicazione legislative circa i rimedi a tutela dell'investitore. Il contesto normativo di riferimento.

Dopo aver analizzato il quadro normativo di riferimento relativo agli obblighi comportamentali nella prestazione dei servizi di investimento, si deve ora affrontare il momento, per così dire patologico, del rapporto investitore-intermediario.

Può accadere, invero, che nello svolgimento del proprio operato l'intermediario venga meno a tutti quegli obblighi, informativi e di condotta, dei quali è destinatario a norma dell'art. 21 TUF. Tratteggiati a grandi linee nel capitolo che precede, abbiamo

visto che gli obblighi *de quibus* costituiscono l'apparato normativo predisposto dal legislatore, ed integrato in via regolamentare dalla Consob ([135]), al fine di tutelare il soggetto più debole del rapporto contrattuale e, così, di prevenire a quest'ultimo qualsiasi pregiudizio patrimoniale.

Più in generale, quando in un determinato ramo giuridico si evidenzia un'elevata asimmetria informativa fra operatori economici ed utenti, si ravvisano gli estremi per attribuire in capo ai primi obblighi di protezione accessori a quelli principali ([136]).

Pertanto, *quid iuris* in caso di inosservanza, da parte dell'intermediario, degli obblighi su di lui gravanti? In assenza di precise indicazioni legislative in tal senso ([137]), è apparso necessario, tanto in chiave dogmatica quanto in chiave pratica, lo sforzo di dottrina e giurisprudenza teso all'elaborazione di un sistema efficace di rimedi a favore dell'investitore.

L'analisi che ci accingiamo ad intraprendere, tuttavia, coinvolge diversi piani di indagine tra loro strettamente correlati: in effetti, la risposta circa il rimedio attribuito in capo all'investitore è condizionata alla tipologia di invalidità da cui si ritiene sarebbe affetto il rapporto contrattuale intercorrente tra questi e l'intermediario.

([135]) Prima con reg. n. 11522/98 e, successivamente alla recezione della Direttiva MIFID, con reg. n. 16190/07. Per l'analisi normativa di quest'ultima fonte, vedi *amplius* il capitolo IV.

([136]) Distingue nettamente gli obblighi informativi inerenti al mercato primario da quelli inerenti al mercato secondario, GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, pagg. 215 e ss., secondo cui «*da una prospettiva giuseconomica, perciò da una prospettiva attenta agli incentivi degli operatori economici, l'offerta al pubblico sul mercato primario si caratterizza , rispetto alle successive vicende relative al mercato secondario, per il fatto che le informazioni sono diffuse dal soggetto che può avere un interesse diretto a falsare lo scambio per ottenere, tramite la diffusione di informazioni particolarmente favorevoli o l'omissione di notizie sfavorevoli, un corrispettivo maggiore. Nel mercato secondario il problema informativo ha infatti, sul piano degli incentivi, una dimensione molto diversa. Il soggetto che diffonde le informazioni false, incomplete o inesatte, ovvero che tace circostanze rilevanti ai fini della valutazione dell'affare (vale a dire, in prima battuta, l'emittente), non è coinvolto nella negoziazione e nel successivo scambio: in termini giuridici tradizionali, siamo al di fuori del piano precontrattuale, su un piano (particolarmente problematico) di possibile responsabilità extracontrattuale. Le informazioni inesatte o omesse impattano su uno scambio che riguarda un compratore e un venditore operanti sul mercato, entrambi generalmente anonimi e incolpevoli, in quanto privi di accesso alle informazioni privilegiate custodite dall'emittente o dai suoi azionisti di controllo (se una delle parti ha accesso a quelle informazioni, entra in gioco la disciplina sull'*insider trading*). La diffusione di informazioni inesatte (o la loro omissione) non è dunque tendenzialmente volta a ingannare una controparte diretta, alterando la qualità dello scambio (salvo appunto il caso dell'*insider trading*)».

([137]) Neanche nella direttiva MIFID (per l'analisi della quale, vedi *amplius* il capitolo IV) è dato scorgere un'attenzione per il profilo dei rimedi a tutela dell'investitore, salvi i generici richiami degli artt. 20 e 23 alla responsabilità dell'intermediario per la prestazione di servizi mediante altre imprese di investimento ovvero dell'art. 67, ove è prevista l'assicurazione della responsabilità civile professionale quale alternativa al capitale sociale minimo per alcune tipologie di imprese di investimento. Analoga sorte spetta al regolamento Consob 16190/07 che inspiegabilmente tace in merito ai rimedi civilistici a disposizione dell'investitore.

Non è da sottovalutare, poi, il lato giuseconomico della violazione dei doveri informativi da parte dell'intermediario: in effetti, la circolazione di informazioni false o inesatte aumenta, negli investitori, una sorta di auto-tutela preventiva che, in sintesi, costituisce un vero e proprio costo sociale perché "questa corsa contro il tempo" non conduce a significativi miglioramenti allocativi ma esclusivamente alla redistribuzione di ricchezza tra gli operatori: trattasi, dunque, di un mero fenomeno di *rent-seeking* ([138]).

Senza contare, ancora, il fenomeno, di rilevanza penale, dell'*insider trading* che, dal punto di vista dell'analisi economica del diritto, rappresenta una vera e propria "tassa sulle negoziazioni" che, trasferendo ricchezza dagli *outsiders* agli *insiders*, col risultato di ridurre sia la liquidità del mercato che la sua accuratezza ([139]).

Ad ogni modo, prima di affrontare la problematica sopra esposta, appare utile premettere due importanti precisazioni concernenti, rispettivamente, la rilevanza giuridica, dal punto di vista dell'estensione temporale, degli obblighi informativi e di condotta nonché la diversa configurazione della tutela dell'investitore a seconda della natura di quest'ultimo.

Il primo tema attiene alla permanenza degli obblighi in questione, in capo all'intermediario, non soltanto nella fase delle trattative contrattuali (laddove si configuri ([140])) e della stipulazione del negozio giuridico ma, altresì, nella fase esecutiva del contratto, ad esempio informando il cliente circa l'andamento dei titoli da esso acquistati. È chiaro che una risposta positiva in tal senso amplierebbe la sfera di tutela preposta a favore dell'investitore e, di contro, quella della responsabilità della sua controparte contrattuale, vale a dire l'intermediario.

Nonostante non vi sia alcuna specifica previsione nelle norme del regolamento n. 11522/98, autorevole dottrina propende per la risposta positiva e rinviene il fondamento normativo della posizione assunta, almeno limitatamente agli obblighi informativi, nell'art. 21 TUF la cui lettera b) dispone che nella prestazione dei servizi di

([138]) In questi termini, GIUDICI, *La responsabilità cit.*, pagg. 247 e ss.
([139]) *Ibidem.*
([140]) Non si configura una simile fase, ad esempio, nell'offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti (cfr. art. 94 TUF).

investimento gli intermediari devono operare in modo che i clienti siano «sempre» adeguatamente informati ([141]).

Per gli obblighi di condotta, invece, sopperisce il richiamo, contenuto sempre nella disposizione generale di cui all'art. 21 citato, alla diligenza professionale ed alla correttezza, parametri pacificamente afferenti tanto alla conclusione quanto alla esecuzione del contratto ([142]).

Dalla interpretazione sopra sostenuta discende, dunque, che l'operato dell'intermediario non si esaurisce nelle trattative e nella conseguente stipulazione ma ricomprende anche l'esecuzione del contratto stipulato con l'investitore ([143]). D'altronde, una risposta in senso contrario avrebbe di molto svuotato la tutela del risparmiatore, ponendosi in aperto contrasto con la *ratio* ispiratrice delle norme in esame ([144]).

Nondimeno, non è mancata una voce fuori dal coro che nega l'obbligo di informazione al cliente in ordine al progressivo deterioramento del titolo acquistato così da consentire a quest'ultimo, eventualmente, un'operazione di disinvestimento. A tal riguardo, infatti, si è affermato che «*l'attività di consulenza finanziaria che si accompagna implicitamente al contratto di negoziazione e che appare implicitamente sottesa ai tre momenti dell'obbligo di informarsi, informare e valutare l'adeguatezza dell'ordine impartito, trova un limite invalicabile, per l'appunto, nella negoziazione finalizzata all'acquisto o al disinvestimento, dovendosi escludere, per il resto, che gravi sull'intermediario in tali casi un obbligo specifico di monitorare l'andamento del titolo (e quindi della situazione finanziaria dell'emittente) al fine di suggerire all'investitore di intervenire sul mercato per ridurre eventuali conseguenze negative collegabili a*

([141]) INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, pagg. 62 e ss., secondo i quali «*la necessaria adeguatezza dell'informazione affiancata all'avverbio «sempre» lasciano pensare che gli obblighi informativi non possano ritenersi conclusi con l'esaurirsi del momento della negoziazione*».

([142]) Vedi, per tutti, GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2009, pagg. 576 e ss.

([143]) SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2008, pagg. 4 e ss.

([144]) Mette comunque in guardia sull'eccessivo onere informativo gravante sull'intermediario finanziario, in un'ottica di sproporzionato sbilanciamento di doveri a sfavore di quest'ultimo, PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005, pagg. 520 e ss., secondo il quale, per evitare il rischio di una sorta di discriminazione informativa a carico dell'intermediario finanziario, osserva come «*a protezione degli interessi sottesi il legislatore sembra aver articolato in materia di servizi finanziari una disciplina già più che sufficientemente garantistica, che forse non necessita di particolare estensioni interpretative*».

probabili defaultò ([145]). Unôargomentazione a favore di tale posizione potrebbe rinvenirsi nella circostanza che il dovere di informazione successiva è espressamente previsto dal regolamento n. 11522/98 soltanto in relazione agli strumenti finanziari derivati ed al servizio di gestione di portafogli di investimento (art. 24, commi 3 e 4). Tuttavia, il canone ermeneutico ñ*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*ò non può, comunque, non tener conto dellôinterpretazione sistematica e, in particolare, dellôanalisi ermeneutica dellôart. 21 TUF che, oltretutto, si ricorda costituisce normativa primaria rispetto alle disposizioni regolamentari.

La seconda premessa che sembra utile riportare attiene alla natura dellôinvestitore poiché da tale qualifica discende, naturalmente in maniera giustificata e non arbitraria, una maggiore o minore tutela dello stesso.

In effetti, lôart. 31, comma 1, reg. n. 11522/98 esclude lôapplicabilità degli artt. 27, 28 e 29 del medesimo regolamento ([146]) ai c.d. ñoperatori qualificatiò. È importante, dunque, enucleare quali siano gli operatori riconducibili a tale categoria ai quale è inapplicabile una parte considerevole dellôapparato normativo a tutela degli investitori.

Il comma 2 dellôart. 31, nella sua prima parte, elenca in maniera tassativa ([147]) i c.d. operatori qualificati di diritto, stabilendo che ñ*per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato dôorigine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 196, 107 e 113 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari***é** *le fondazioni bancarie*ò. La seconda parte del medesimo articolo, invece fornisce due definizioni aperte di operatore qualificato, affermando che rivestono tale qualifica ñ*le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare*ò ed ancora ñ*ogni società o persona*

([145]) Tribunale Catania, sentenza 21 ottobre 2005 in www.ilcaso.it.

([146]) Le norme richiamate concernono, in particolare, la materia del conflitto di interessi (art. 27), delle informazioni tra gli intermediari e gli investitori (art. 28) e delle operazioni non adeguate (art. 29). Per unôanalisi più dettagliata di tali disposizioni, si rinvia al capitolo che precede.

([147]) INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pagg. 86 e ss.

*giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*ò.

La *ratio* della previsione della categoria del c.d. operatore qualificato, lungi dal creare una discriminazione di tutela dellôinvestitore, risponde al contrario a criteri di economicità laddove il contesto paritario delle parti contrattuali non esige alcuna necessità di obblighi informativi che, nella fattispecie, risulterebbero superflui e diseconomici ([148]). Costituisce, dunque, una soluzione apprezzabile la creazione di quello che è stato definito un ñ*eccezionale corridoio di ridotta trasparenza, informazione, ecc.*ò al fine di consentire a soggetti dotati dello stesso livello di professionalità di contrattare nel mercato finanziario in modo più rapido ed efficiente([149]).

Si anticipa sin da ora che la distinzione sopra cennata avrà delle conseguenze, in materia di risarcimento del danno ([150]), circa lôapplicabilità o meno, agli operatori qualificati, dellôart. 1227 cod. civ. che disciplina il concorso colposo del creditore.

Merita, infine, una breve considerazione il Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori, introdotto dal legislatore finanziario col decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179 ([151]).

Ancora una volta, il legislatore non ha preso giuridica posizione circa la natura dei rimedi esperibili contro lôinosservanza dei doveri informativi e di condotta da parte dellôintermediario finanziario. Lôintervento legislativo, infatti, si è limitato a prevedere un sistemo di indennizzo, ad importo massimale predeterminato, accessibile a seguito di unôarticolata procedura arbitrale presso una camera *ad hoc* istituita presso la Consob([152]).

([148]) Per lôevoluzione normativa di tale categoria, confluita in quella del ñcliente professionaleò a seguito della recezione della direttiva MIFID, vedi *amplius* il Capitolo IV.

([149]) INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pag. 96.

([150]) Vedi paragrafo 4 di questo capitolo.

([151]) Il decreto legislativo, rubricato ñ*istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori in attuazione dellôarticolo 27, commi 1 e 2, della legge 28 dicembre 2005, n. 262*ò, attuava e rendeva concreti alcuni importanti istituti previsti soltanto con norme programmatiche nella c.d. ñlegge di tutela del risparmioò.

([152]) Ai sensi dellôart. 1 gli investitori che possono accedere al Fondo sono i soggetti diversi dai clienti professionali (introdotti dalla direttiva MIFID) di cui allôart. 6, commi 2-*quinquies* e 2-*sexies* del TUF.

La destinazione del Fondo, ai sensi dellôart. 8 d.lgs. n. 179/07, è finalizzata ñall*ôindennizzo, nei limiti delle disponibilità del fondo medesimo, dei danni patrimoniali causati dalla violazione, accertata con sentenza passata in giudicato, o con lodo arbitrale non più impugnabile, delle norme che disciplinano le attività di cui alla parte II del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*ò. Nondimeno, lôinvestitore può adire lôautorità giudiziaria ordinaria per il riconoscimento del diritto al risarcimento del maggior danno.

La gestione del Fondo è attribuita alla Consob che, in persona del presidente *pro tempore*, lo rappresenta in giudizio. Il Fondo, inoltre, è surrogato nei diritti del soggetto danneggiato, limitatamente allôammontare dellôindennizzo erogato, e può rivalersi nei confronti dellôistituto di credito o dellôintermediario responsabile.

Fermo restando che la Consob ha il potere regolamentare di definire i criteri di determinazione dellôindennizzo, fissandone anche la misura massima, il Fondo è finanziato esclusivamente col versamento della metà degli importi delle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate per lôaccertamento delle violazioni delle norme inerenti i doveri informativi e di condotta degli intermediari finanziari.

Tutto ciò premesso, si può ora passare al cuore del problema affrontato in questo capitolo, vale a dire lôindividuazione dei rimedi a disposizione dellôinvestitore in caso di violazione degli obblighi di condotta e di informazione da parte degli intermediari.

In questo campo sono state elaborate tre tipologie di rimedi che, sinteticamente, possono ricondursi alle classiche invalidità civilistiche dellôannullabilità e della nullità ed alla categoria dellôinadempimento.

Lôordine in cui sono state poste ï annullabilità, nullità ed inadempimento ï non è casuale ma indica lôevoluzione *in subiecta materia* raggiunta tanto dalla dottrina quanto dalla giurisprudenza. Riservandoci di trattare ogni tipologia di rimedio in un singolo paragrafo, la nostra analisi può cominciare con la tesi minoritaria dellôannullabilità ([153]).

Nei commi 2-*quinquies* e 2-*sexies* del TUF si legge: ñ*La Consob, sentita la Banca dôItalia, individua con regolamento i clienti professionali privati nonché i criteri di identificazione dei soggetti privati che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta;*

*Il Ministro dellôeconomia e delle finanze, sentite la Banca dôItalia la Consob, individua con regolamento i clienti professionali pubblici nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta*ò.

([153]) GRECO, *Violazione di regole comportamentali e tutela: il ñsubbuglioò giurisprudenziale*, in www.ilcaso.it, 2007, pagg. 9 e ss. Nonostante avalli la tesi dellôinadempimento, più avanti esposta,

2.2. La tesi dellôannullabilità. Il dolo determinante, lôerrore essenziale e riconoscibile ed il conflitto di interessi.

Il contratto annullabile nasce geneticamente viziato ma, sebbene invalido, è efficace fino a che la parte legittimata ad agire non ottenga una pronuncia costitutiva che lo annulli ([154]). Tra i vizi del consenso che il codice civile annovera come causa di annullabilità del contratto, vengono in rilievo nel nostro caso il dolo e lôerrore.

Il dolo di cui dobbiamo occuparci è soltanto quello determinante ai sensi dellôart. 1439 cod. civ., ove dunque ñ*i raggiri usati da uno dei contraenti sono stati tali che, senza di essi, lôaltra parte non avrebbe contrattato*ò. Deve essere, invece, ricondotto alla tesi dellôinadempimento, successivamente esposta ([155]), il dolo incidente che, al contrario, non condiziona la validità del contratto ma, atteso che questôultimo sarebbe stato concluso a condizioni diverse, comporta soltanto il risarcimento del danno da parte del contraente in mala fede.

Premettendo che la connotazione della chiarezza e della esaustività, al fine di superare pratiche contrattuali oscure ed opache e comportamenti fortemente penalizzanti per il cliente, sono i requisiti necessari degli obblighi informativi e di condotta, in tema di comportamento intenzionalmente omissivo dellôintermediario sembra, perciò, coerente il richiamo al dolo ed eventualmente allôerrore. Invero, ben può ritenersi che la reticenza dellôintermediario in ordine alle informazioni che la legge gli impone di fornire possa condurre ï ricorrendone i presupposti - allôannullamento del contratto ([156]).

Lo stesso autore ricorda, poi, la distinzione tra silenzio e reticenza, contestualizzandola nei contratti connotati da asimmetria informativa: mentre il primo

---

aprono ad ipotesi di annullabilità del contratto, nelle ipotesi di dolo determinante e di conflitto di interessi dellôintermediario finanziario, ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nellôattività dôintermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Il corriere giuridico*, 2008, pagg. 114 e ss.; RIGHINI, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dellôinvestitore*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009, pagg. 156 e ss.

Rimangono aperti ad una possibile soluzione - nei casi di conflitto di interesse, dolo determinante ed errore essenziale - anche GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 2008, pagg. 401 e ss.; 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, pagg. 406 e ss.

([154]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 999 e ss.

([155]) Vedi. paragrafo 4 di questo capitolo.

([156]) GRECO, *Violazione di regole cit.*, pag. 14.

ha, come dire, colore neutro perché non necessariamente presuppone la conoscenza della circostanza non rivelata; la reticenza implica sempre la cognizione di ciò che non si dice e, quindi, la coscienza e volontà dellôatto omissivo ([157]).

Conclude, perciò, ricordando che, in una simile prospettiva si potrebbe senzôaltro sostenere che lôomissione di comunicazioni imposte dalle legge possa configurare la fattispecie del dolo come vizio del consenso e che, di conseguenza, la reticenza dellôintermediario in presenza di unôespressa previsione di legge che gli prescrive la comunicazione di una serie di informazioni ï determinanti per lôadesione consapevole del consumatore ï sia idonea ad integrare la fattispecie del dolo contrattuale. Invero, il silenzio su determinate circostanze sarebbe più che sufficiente a creare lôinganno, posto che la specificità dellôinformazione è posta a garanzia dellôadesione consapevole del risparmiatore ([158]).

Fermi restando i profili penalistici del fatto commesso dallôintermediario - il quale potrebbe aver posto in essere gli estremi oggettivi e soggettivi del delitto di truffa aggravata dallôabuso di prestazione dôopera ([159]) - per quanto riguarda il nostro lavoro appare più opportuno soffermarci sulla motivazione di una pronuncia che ha affrontato direttamente il problema del dolo contrattuale nei contratti di intermediazione finanziaria.

Si è sottolineato, nella motivazione, che ñ*sebbene sia opinione maggioritaria in giurisprudenza che il mero silenzio non comporti di per sé annullamento del contratto, è altrettanto consolidato lôindirizzo che ritiene integrato il dolo omissivo ove in capo al contraente «reticente» vi sia un obbligo legislativamente stabilito di fornire determinate informazioni; inoltre, essendo la banca un soggetto altamente qualificato, tale obbligo dovrà essere adempiuto con la diligenza prevista dal II comma dellôart. 1176 cod. civ. Ove pertanto il comportamento della banca abbia assunto le*

([157]) *Ibidem*.
([158]) *Ibidem*.
([159]) Art. 640 cod. pen.: ñChiunque, con artifizi o raggiri, inducendo taluno in errore, procura a sé o ad altri un ingiusto profitto con altrui danno, è punito con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da euro 51 a euro 1032ò.

Per una disamina del profilo penalistico che attiene alla fattispecie in esame, vedi MAGRO, *Truffa contrattuale e configurabilità dellôaggravante dellôabuso della prestazione dôopera nelle attività dei servizi di investimento delle banche*, in *Giurisprudenza penale*, 2008, pagg. 1411 e ss. Secondo lôautore, ñ*la particolare figura di truffa contrattuale ricorre tutte le volte che uno dei contraenti pone in essere artifici e raggiri diretti a tacere o a dissimulare fatti o circostanze tali che, ove conosciuti, avrebbero indotto lôaltro contraente ad astenersi dal concludere il contratto*ò.

*connotazioni del dolo, sia per avere fornito informazioni inesatte, sia per avere taciuto informazioni che se fornite avrebbero indotto i clienti a maggiore cautela, il contratto dovrà essere annullato per vizio del consenso*ò ([160]).

Lôaltra ipotesi normativamente da considerare è quella dellôerrore che, ai sensi dellôart. 1428 cod. civ., è causa di annullamento del contratto quando possiede il duplice requisito dellôessenzialità e della riconoscibilità da parte dellôaltro contraente (*rectius*: lôintermediario). In tema di contratti quadro, lôessenzialità cade sullôoggetto del contratto (art. 1429, comma 1, n. 1), cod. civ.) in quanto se non vi fosse stata la falsa rappresentazione della realtà quel determinato titolo non sarebbe stato negoziato ovvero lo sarebbe stato ma a condizioni diverse.

In particolare, premettendo che lôessenzialità non concerne la convenienza economica dellôoperazione, per quanto concerne i due requisiti dellôessenzialità e della riconoscibilità si è statuito in giurisprudenza che lôannullamento di ordini di negoziazione per vizio del consenso e, in particolare, per errore essenziale e riconoscibile dalla banca sullôoggetto ovvero sulla qualità essenziale dei titoli, presuppone la dimostrazione che, qualora avesse ricevuto adeguate informazioni al momento della contrattazione, lôinvestitore non avrebbe certamente compiuto lôoperazione ([161]).

In assenza di una specifica disposizione settoriale, è parso dubbio se lôeffettuazione di unôoperazione in conflitto di interessi ï ovvero, anche a seguito di autorizzazione, ma esorbitando dai limiti stabiliti nella stessa - possa determinare lôannullamento dellôordine di negoziazione secondo i principi generali e, in particolare, gli artt. 1394 e 1395 cod. civ. ([162]).

([160]) Tribunale di Pinerolo, sentenza 14 ottobre 2005, in *Giur.it.*, 2006, pag. 521. Cfr. anche Tribunale di Fermo, sentenza 9 settembre 2008, inedita, e Corte di Appello di Lecce, sentenza 4 giugno 2007, in *Giur. Mer*, 2004, pag. 1406, le quali, però, richiamano integralmente lôelemento soggettivo del delitto di truffa.

([161]) In questo senso, Tribunale di Parma, sentenza 17 novembre 2005, in www.ilcaso.it. Sempre sullôessenzialità dellôerrore, cfr. Tribunale di Torino, sentenza 7 novembre 2008, inedita; Tribunale di Forlì, sentenza 10 aprile 2008, in www.jurisdata.it; Tribunale di Rimini, sentenza 6 giugno 2007, in *Danno e resp.*, 2008, pag. 80; Tribunale di Lanciano, sentenza 30 aprile 2007, in *Giur. Mer.*, 2004, pag. 1145; Tribunale di Ancona, sentenza 12 aprile 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Parma, sentenza 6 dicembre 2006, in www.ilcaso.it; Tribunale di Napoli, sentenza 7 novembre 2006, in www.dirittoefinanza.it.

([162]) INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pagg. 126 e ss.; DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, pagg. 325 e ss.

Invero, si deve innanzitutto considerare che queste disposizioni concernono il ñcontrattoò, con conseguente esclusione del loro ambito applicativo laddove gli ordini di negoziazione si considerino meri atti esecutivi del contratto quadro. Ad ogni modo, anche a voler considerare contratti i singoli ordini, ci troviamo pur sempre in una fase precedente la stipulazione degli stessi, ossia la fase che presiede la formazione del consenso dellôinvestitore.

La giurisprudenza di merito, comunque, sembra avallare la tesi dellôannullamento in caso di conflitto di interessi. Si legge, a tal proposito, che ñ*la violazione da parte dellôintermediario finanziario dellôobbligo di agire, nel caso di operazioni in cui abbia un interesse conflittuale con quello del cliente, in modo da assicurare comunque trasparenza ed equo trattamento alla controparte (sancito in via generale dallôart. 21 comma 1 lett. c) t.u.f. e specificato nella normativa regolamentare di attuazione), non determina infine la nullità del contratto di compravendita di strumenti finanziari successivamente stipulato, ma può al più ï sussistendone i presupposti ï dare luogo al suo annullamento ai sensi degli artt. 1394 o 1395 c.c.*ò ([163]).

Problema di portata generale, perché concernente ogni casi di annullamento, rappresenta infine la questione se la disposizione dei titoli da parte del cliente ï come ad esempio la riscossione delle cedole periodiche ovvero il successivo disinvestimento degli strumenti finanziari precedentemente acquistati - equivalga a convalida del contratto annullabile, ai sensi dellôart. 1444, comma 2, cod. civ. ([164]).

I limiti della tesi in questione sono da rinvenire nella consistente difficoltà probatoria e nella settorialità delle ipotesi prese in considerazione.

Invero, si coglie subito come non sia per nulla agevole lôonere dellôinvestitore circa la sussistenza in concreto di un dolo (determinante) dellôintermediario ovvero della natura essenziale e riconoscibile dellôerrore ovvero ancora del conflitto di interessi che inquina la singola negoziazione.

In più, lôeccessiva rigidità applicativa ï limitata alle fattispecie di dolo determinante, errore essenziale e riconoscibile ovvero conflitto di interessi ï rende la teoria *de qua* abbastanza limitata, dal punto di vista del suo ambito di operatività,

([163]) Tribunale di Novara, sentenza 16 marzo 2006, in *Giur. Mer.*, 2006, pag. 1402.

([164]) In tal senso, vedi Tribunale di Roma, sentenza 18 marzo 2008, inedita, e 26 marzo 2007, inedita; Tribunale di Forlì, sentenza 28 novembre 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Cagliari, sentenza 4 aprile 2007, inedita; Tribunale di Napoli, sentenza 18 ottobre 2006, in www.jurisdata.it.

nonché assolutamente inadatta ad un sistema, come quello finanziario, caratterizzato da una forte atipicità negoziale e da una costante evoluzione normativa che spesso sfugge agli schemi non flessibili dell'invalidità civile. In sintesi, la scarsa frequenza statistica delle ipotesi riconducibili sotto le categorie dell'annullabilità rende la tesi oggetto di indagine, secondo gli stessi autori che l'hanno analizzata, assolutamente inidonea a coprire giuridicamente il vasto ed eterogeneo campo di violazioni ed inosservanze degli obblighi informativi e di condotta ([165]).

Basti pensare, come sopra accennato a proposito del dolo determinante, alla possibilità di una omissione informativa colposa – ipotesi abbastanza frequente nella realtà dei fatti – che, stante la negligenza del comportamento dell'intermediario, non può configurare né una fattispecie civile da ricondurre alla categoria dell'annullabilità né una fattispecie penale da ricondurre al delitto di truffa.

A ciò si deve aggiungere l'esame critico, tanto dal punto di vista giuridico quanto da quello giuseconomico, degli effetti restitutori che conseguono alla pronuncia di annullamento, per lo studio dei quali si rinvia, stante la trattazione unitaria, al paragrafo che segue in tema di nullità del contratto di investimento.

Ad ogni modo, si può qui anticipare che dalla sentenza costitutiva che annulla il contratto, avendo questa effetti *ex tunc*, deriva una situazione di indebito oggettivo a carico dell'intermediario. Questi, dunque, dovrà restituire il capitale versato unitamente agli interessi al saggio legale a partire dal giorno del pagamento, se l'inosservanza degli obblighi è avvenuta con mala fede, ovvero dal giorno della proposizione della domanda giudiziale, se l'inosservanza medesima è avvenuta in buona fede ([166]). Di contro, l'intermediario potrà chiedere la restituzione degli strumenti finanziari negoziati e le eventuali somme percepite dall'investitore a titolo di interessi a scadenza periodica corrispondenti al rendimento del titolo.

([165]) ALBANESE, *Regole di condotte cit.*, pagg. 114 e ss.; DURANTE, *Intermediari finanziari cit.*, *passim*; GENTILI, *Disinformazione cit.*, pagg. 401 e ss.; MARCHIANDI, *La responsabilità dell'intermediario cit.*, pagg. 388 e ss.; INZIATARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pagg. 173 e ss.; ROPPO, *I rimedi cit.*, pag. 176.

([166]) Atteso che la regola generale impone che la buona fede nel possesso sia presunta (art. 1147, comma 3, cod. civ.), spetterà dunque all'investitore provare la *mala fides* del possessore-intermediario.

2.3. La tesi della nullità. La nullità virtuale e la nullità strutturale.

2.3.1. *Elaborazione dottrinale della tesi, sostrato normativo ed orientamenti giurisprudenziali.*

La tesi della nullità, almeno prima dei recenti arresti del giudice di legittimità, è stata senzôaltro quella maggiormente accreditata dalla dottrina e dalla giurisprudenza([167]).

Già nei lavori preparatori della legge 28 dicembre 2005, n. 262 rubricata ñ*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*ò era stata prevista ï ma, poi, eliminata dalla versione definitiva ï la sanzione della nullità relativa in caso di violazione da parte degli intermediari degli artt. 21 e ss. TUF nonché delle disposizioni regolamentari integrative del reg. n. 11522/98.

Sempre in tale ottica, non è da considerare irrilevante lôintervento del legislatore che, col d.lgs. n. 271/07, ha modificato il c.d. codice del consumo inserendo lôart. 67 *septies decies* il quale prevede, in materia di commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori, la nullità relativa del contratto in caso di violazione di obblighi precontrattuali che alteri in modo significativo la rappresentazione delle caratteristiche del negozio ovvero in caso di ostacolo allôesercizio del diritto di recesso.

Ad ogni modo, il fulcro di questa posizione dottrinale sta nellôinterpretare come ipotesi di c.d. nullità virtuale ï rilevante ai sensi dellôart. 1418, comma 1, cod. civ. - lôinosservanza degli obblighi di informazione e di condotta gravanti sullôintermediario.

La norma dellôart. 1418, comma 1, cod. civ. esprime un principio generale, essendo rivolta a prevedere e disciplinare quei casi in cui alla violazione di precetti imperativi non si accompagna una specifica previsione di nullità, definita appunto ñvirtualeò ([168]). Si tratterebbe, poi, di unôipotesi di nullità relativa, ossia azionabile esclusivamente dallôinvestitore, anche perché sarebbe assurdo che lôinvalidità potesse essere invocata dallôintermediario, ossia dal soggetto che, non informando, ha cagionato

([167]) Vedi, *ex multis*, GENTILI, *Disinformazione cit.*, pagg. 401 e ss.; MAFFEIS, *Discipline preventive cit.*, pagg. 403 e ss.; INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pagg. 140 e ss.

([168]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 990 e ss.

la nullità medesima ([169]). Né potrebbe obiettarsi che lôart. 1421 cod. civ. ï che esprime il carattere dôufficio dellôeccezione di nullità ï mal si concilierebbe con quanto affermato posto che, secondo una corretta interpretazione sistematica, esso deve essere temperato dallôart. 112 cod. proc. civ. ï che disciplina la corrispondenza tra il chiesto ed il pronunciato ï con la conseguenza che il giudice non può rilevare *ex se* la nullità relativa del contratto quadro ([170]).

La riconducibilità della fattispecie in esame sotto il disposto dellôart. 1418, comma 1, cod. civ. postula logicamente che lôart. 21 TUF costituisca disposizione di natura imperativa. È bene ricordare che sono tali quelle norme che limitano il contenuto dellôatto negoziale per motivi di interesse pubblico e superindividuale ([171]). E tali interessi emergono fin dal principio del disposto normativo, quando si specifica che la prestazione dei servizi di investimento deve essere effettuata secondo diligenza, correttezza e trasparenza ñ*per servire al meglio lôinteresse dei clienti e per lôintegrità dei mercati*ò.

Interesse dei clienti ed integrità dei mercati esprimono, rispettivamente, il profilo privatistico e pubblicistico, tra loro strettamente correlati, delle finalità della disciplina.

La normativa primaria, poi, è correttamente recettiva delle indicazioni provenienti dal quadro costituzionale che, *in subiecta materia*, ribadisce allôart. 47 che ñ*la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme*ò.

Oltre alla dimensione costituzionalmente sensibile, poi, altro argomento a favore della natura imperativa sarebbe la previsione di controlli pubblicistici rimessi alla Banca dôItalia ed alla Consob nonché il correlato potere ispettivo e sanzionatorio in capo a questôultime in caso di violazioni ([172]).

In sintesi, la tutela del mercato e la salvaguardia del risparmio e degli investitori, come corollari del valore pubblico dellôeconomia nazionale, si ergerebbero a baluardi insormontabili che segnano il limite esterno dellôautonomia negoziale delle parti. Di talché appare corretto affermare che le norme regolanti i servizi di investimento di prodotti finanziari hanno natura eclettica, atteso che tali disposizioni sono volte tanto

([169]) GENTILI, *Disinformazione cit.*, pag. 401; INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pag. 145; ROPPO, *I rimedi a tutela del cliente*, in *I servizi del mercato finanziario*, 2009, pagg. 183 e ss.

([170]) DURANTE, *Intermediari finanziari cit.*, pagg. 283 e ss.

([171]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 15 e ss.

([172]) Per unôanalisi dellôart. 5 TUF, si rinvia al Capitolo I; per unôanalisi della procedura sanzionatoria, si rinvia al Capitolo III.

alla tutela del singolo investitore quanto a quella, più generale, dellôintero mercato finanziario. Invero, gli obblighi di informazione e di condotta, tendendo a realizzare la trasparenza *inter partes* (ossia tra i singoli protagonisti del mercato finanziario), concorrono a determinare condizioni ottimali di efficienza allocativa del risparmio, nellôottica dellôinteresse del singolo investitore e dellôintero sistema complessivamente considerato.

A tal proposito, è paradigmatica di questa visione la motivazione di un recente arresto della giurisprudenza di merito che evidenzia come ñ*i concetti di* ***ñ****correttezza****ò****,* ***ñ****diligenza****ò*** *e* ***ñ****trasparenza****ò*** *di cui allôart. 21 del TUF hanno un significato più ampio di quelli di cui alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con lôinvestitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche, più in generale, in relazione allo svolgimento dellôattività economica, ossia come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire lôintegrità del mercato. Tutto ciò rende evidente lôesistenza nella materia della intermediazione finanziaria di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le norme di comportamento. Può quindi darsi che la normativa sopra richiamata è posta a tutela dellôordine pubblico economico e, pertanto, è caratterizzata da norme imperative, la cui violazione impone la reazione dellôordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere dalla esistenza di una espressa previsione di legge in tal senso. Deve quindi ritenersi che in presenza di un negozio che sia contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dellôatto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto sopperisce il disposto generale di cui allôart 1418 comma 1 cod. civ., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione di precetti imperativi non si accompagni una espressa previsione di nullitàò* ([173]).

([173]) Tribunale di Teramo, sentenza 18 maggio 2006, in www.ilcaso.it. Lôorientamento esposto nel testo è suffragato da un consistente orientamento giurisprudenziale: cfr., *ex multis*, Tribunale di Modena, sentenza 10 gennaio 2008 in www.ilcaso.it; Tribunale di Trento, sentenza 1 febbraio 2007, in www.eurodip.it; Tribunale di Firenze, sentenza 18 gennaio 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Brindisi, sentenza 18 agosto 2006, in www.ilcaso.it; Tribunale di Trani, sentenza 30 maggio 2006, in www.dirittoefinanza.it; Tribunale di Foggia, sentenza 15 maggio 2006, in *Giur. It.*, 2007, pag. 1670.

Da tutto ciò consegue che nella materia dell'intermediazione finanziaria, convivendo in maniera inscindibile tanto un momento privatistico quanto uno pubblicistico, le regole di comportamento sono oggetto di norme inderogabili.

Si devono, a questo punto, registrare due varianti giurisprudenziali alla teoria in esame.

Secondo alcune pronunce di merito, le disposizioni di cui all'art. 21 TUF sarebbero imperative ma la nullità (virtuale) potrebbe essere comminata soltanto laddove l'oggetto degli obblighi gravanti sull'intermediario possiedano un contenuto sufficientemente specificato. Laddove, al contrario, gli obblighi *de quibus* rinviino esclusivamente ai più generali (ed indeterminati) criteri della correttezza e della diligenza professionale, l'unico rimedio sarebbe, secondo i principi generali, il risarcimento del danno e, in caso di grave inadempimento, la risoluzione contrattuale. Le stesse pronunce, ad ogni modo, offrono una convincente argomentazione, in sede di determinazione della specificità del contenuto, poiché sottolineano l'importanza di considerare il TUF come un *corpus* normativo unico il cui sostrato è composto tanto di fonti legislative quanto di quelle regolamentari ([174]).

In tal senso si è pronunciato il Tribunale di Parma stabilendo che ñ*l'insieme delle disposizioni che presiedono all'attività di intermediazione finanziaria, dunque, devono ritenersi imperative, perché dirette a tutelare interessi di carattere generale (alla regolarità dei mercati e alla stabilità del sistema finanziario), come, peraltro, ha ritenuto la giurisprudenza di legittimità nel caso di violazione delle norme relative al funzionamento delle Società d'intermediazione mobiliare. Nel novero delle norme imperative sopra delineato sono da ricomprendersi anche le norme di natura attuativa e regolamentare, costituenti l'attuazione dei principi generali posti dal TUF, in quanto costituenti con questo un* corpus unicum*, da valutarsi unitariamente. È quindi possibile affermare che i contratti conclusi in violazione del complesso di norme sopra richiamato, siano suscettibili di declaratoria di nullità, ove non siano stati in concreto rispettati gli specifici obblighi imposti agli intermediari finanziari, ovvero ove questi ultimi non siano in grado di provare per iscritto di averli rispettati. Ciò a condizione*

([174]) Naturalmente, saranno quest'ultime ad avere la funzione integrativa e specificativa per assicurare ai doveri dell'intermediario quel grado di sufficiente determinatezza che consente di colpire il contratto con l'invalidità più grave.

*che la norma dalla cui violazione discende la sanzione della nullità abbia un contenuto sufficientemente specifico, preciso e individuato, non potendosi, in mancanza di tali caratteri, pretendere di applicare una sanzione, seppure di natura civilistica, tanto grave quale la nullità del rapporto negoziale, se non a fronte di parametri di comportamento sufficientemente precisi e determinati. Si deve quindi ritenere che alla violazione di specifiche regole cui lôintermediario è tenuto può conseguire la nullità del contratto, mentre alla violazione di regole generali di prudenza e diligenza professionale, non meglio specificate o codificate in sede regolamentare o attuativa segue, in virtù dei principi generali dellôinadempimento dellôobbligazione ed in forza dellôart. 23, comma 6, del TUF, lôazione di risarcimento del danno*ò ([175]).

Per quanto concerne, invece, la seconda variante giurisprudenziale sopra richiamata, si deve evidenziare come i giudici di merito, a volte, abbiano dichiarato la nullità strutturale ï rilevante ai sensi del secondo comma dellôart. 1418 cod. civ. - per ñvizio genetico del sinallagmaò, dovuto in particolare alla non meritevolezza dellôinteresse perseguito dalle parti ([176]).

È il famoso caso dei piani finanziari ñ*4you*ò o ñ*my way*ò, contratti atipici sorti nella prassi negoziale e che, secondo a giurisprudenza di merito in esame, si configurano strutturalmente come fattispecie prive di causa o, meglio, caratterizzate da un interesse non meritevole ai sensi dellôart. 1322, comma 2, cod. civ.

Entrambi questi contratti prevedevano un finanziamento erogato dallôintermediario e vincolato allôacquisto di particolari strumenti finanziari. Il risparmiatore avrebbe dovuto corrispondere, come corrispettivo, oltre la somma erogata anche un interesse annuo. Non essendoci una somma di denaro messa concretamente a disposizione del cliente, non poteva configurarsi in ipotesi un contratto di mutuo (neanche di scopo), mentre la vendita dei prodotti finanziari da parte della banca

([175]) Tribunale di Parma, sentenza 16 giugno 2005, in www.ilcaso.it. Nello stesso senso, Tribunale di Vicenza, sentenza 16 novembre 2006, in www.ilcaso.it; Tribunale di Parma, sentenza 13 aprile 2005, in *Giur. It.*, 2005, pag. 2096.

([176]) Tribunale di Brindisi, sentenza 18 luglio 2007, in www.ilcaso.it. Vedi, per unôanalisi di tale fattispecie contrattuale, definita ñcontratto aleatorio unilateraleò, INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pagg. 149 e ss. secondo i quali ñ*la natura di questo contratto, dunque, presenta un elevato grado di rischio in quanto espone il cliente al pericolo di una perdita potenzialmente illimitata di quanto investito: a fronte di un guadagno certo della banca, la quale nemmeno si obbliga ad alcuna corrispondente controprestazione, il cliente paga un saggio di interessi fisso senza alcuna certezza in termini di guadagni, cosicché lôalea tutta nella sfera giuridica del risparmiatore.*ò; SANGIOVANNI, *Il caso* ñmy wayò *cit.*, pag. 3122.

avveniva non attraverso lôacquisto diretto ed immediato di tali prodotti da parte del cliente bensì attraverso la concessione del finanziamento da destinarsi a tale acquisto. In altri termini, la banca solo astrattamente metteva a disposizione del cliente una somma che, in concreto, non entrava mai nella reale disponibilità dello stesso, atteso che esse veniva utilizzata direttamente ed immediatamente per comprare strumenti finanziari.

Da ciò, la corretta qualificazione della fattispecie negoziale come contratto atipico e lôinevitabile indagine, ai sensi dellôart. 1322, comma 2, cod. civ., circa la meritevolezza dellôinteresse perseguito dalle parti.

Tale disposizione prevede infatti che ñ*le parti possono anche concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo lôordinamento giuridico*ò.

La giurisprudenza di merito che ha affrontato la questione ha intravisto nei piani finanziari che qui ci occupano la non meritevolezza degli interessi perseguiti, con conseguente illiceità della causa e, per lôeffetto, nullità strutturale del contratto ai sensi dellôart. 1418, comma 2, cod. civ. ([177])

In effetti, mentre la banca lucrava un tasso di interesse certo, il cliente si accollava da solo i rischi connessi allôacquisto ed alla detenzione degli strumenti finanziari ([178]).

Si è affermato che la natura di questo contratto, dunque, presentava un elevato grado di rischio in quanto esponeva il cliente al pericolo di una perdita potenzialmente illimitata di quanto investito: a fronte di un guadagno certo della banca, la quale nemmeno si obbligava ad alcuna corrispondente controprestazione, il cliente pagava un saggio di interessi fisso senza alcuna certezza in termini di guadagni, cosicché lôalea si collocava tutta nella sfera giuridica del risparmiatore ([179]).

A tal riguardo, si è letto nelle motivazioni delle pronunce che hanno riguardato questi piani finanziari che ñ*il contratto atipico in esame realizza una figura ignota al panorama giuridico italiano, quella, cioè, del ñcontratto aleatorio unilateraleò. Invero, lôalea ï quale elemento attinente la causa del contratto ï è tutta concentrata nella sfera giuridica del risparmiatore, che paga un saggio dôinteresse fisso con il concreto rischio di ñperdite anche eccedenti lôesborso originarioò, nel mentre l banca si giova di tale*

([177]) Cfr. *ex multis*, Tribunale di Brindisi, sentenza 8 luglio 2008, in www.ilcaso.it.
([178]) SANGIOVANNI, *Il caso ñmy wayò cit.*, pag. 3122.
([179]) INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pagg. 149 e ss.

saggio (nonché del primario beneficio dell'autofinanziamento) senza, di contro, obbligarsi – neppure in via ipotetica, secondo i dettami dell'alea – ad alcuna corrispondente prestazione nei confronti della controparte. È evidente, allora, lo squilibrio contrattuale derivante da tale genere di operazione. [é]. L'insanabile squilibrio iniziale fra le prestazioni oggetto del sinallagma contrattuale rende allora l'intero contratto in esame radicalmente nullo, per sua contrarietà alle previsioni di cui agli artt. 1322-1343 c.c., non essendo detto negozio volto alla realizzazione di interesse meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico».

Non sembra invece cogliere nel segno l'ipotesi di una nullità testuale dei contratti attuativi del contratto quadro per violazione dell'art. 23 TUF.

Fermo restando che questa impostazione presuppone necessariamente la natura di contratto normativo del contratto quadro perché non avrebbe senso, ricostruendo lo stesso come contratto di mandato, postulare la forma scritta per atti che costituirebbero soltanto l'esecuzione del negozio giuridico, si deve comunque considerare che, secondo i principi generali, la regola nella disciplina dei contratti è la forma libera mentre quella scritta, costituendo eccezione, deve essere espressamente prevista dal legislatore (ovvero convenzionalmente *ex* art. 1352 cod. civ.) e, di conseguenza, interpretata tassativamente ([180]).

Né, d'altro canto, deve essere dimenticata la posizione della dottrina maggioritaria che ritiene la vincolatività della forma scritta unicamente riferita al contratto quadro([181]). Del resto, anche il nuovo reg. intermediari n. 16190/07 prevede, all'art. 37, comma 2, lettera c), che il contratto fra intermediario e cliente ñ*indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini*». Di talché, se le modalità dell'ordine sono liberamente determinabili in via pattizia, significa che esse non implicano una forma legalmente vincolata.

Infine, va menzionata quella giurisprudenza minoritaria che ha inquadrato la violazione degli obblighi informativi nella più ampia tutela del consumatore, di cui il risparmiatore costituirebbe una *species*. La disciplina da applicare, dunque, sarebbe quella di cui agli artt. 33 e 34 d.lgs. n. 206/05 in tema di natura ed accertamento delle c.d. clausole vessatorie. Si è affermato, al riguardo, che il TUF – inserendosi in un più

([180]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 917 e ss.
([181]) Vedi, per tutti, DURANTE, *Intermediari finanziari cit.*, pagg. 282 e ss.

ampio sistema normativo incentrato sulla tutela del consumatore (nella fattispecie risparmiatore) di cui si tende a proteggere la buona fede di fronte a soggetti che si pongono in posizione informativa preminente ï deve essere inquadrato nello stesso filone degli artt. 1469-bis e ss. c.c., ossia del c.d. *bill of rights* dei consumatori ([182]).

Tutto ciò premesso in ordine alla tesi della nullità, lôaccoglimento della stessa comporta ï tanto nella sua esposizione principale quanto nelle sue varianti ï il medesimo effetto giuridico: lôindebito oggettivo dellôintermediario ([183]). Questôultimo, dunque, è tenuto ai sensi dellôart. 2033 cod. civ. a restituire quanto percepito per lôacquisto dei prodotti finanziari unitamente agli interessi al saggio legale a partire dal giorno del pagamento, se lôinosservanza degli obblighi è avvenuta con mala fede, ovvero dal giorno della proposizione della domanda giudiziale, se lôinosservanza medesima è avvenuta in buona fede. Di contro, lôintermediario potrà chiedere la restituzione degli strumenti finanziari negoziati e le eventuali somme percepite dallôinvestitore a titolo di interessi a scadenza periodica corrispondenti al rendimento del titolo.

2.3.2. *Le critiche alla tesi della nullità.*

Passando ora alle critiche mosse alla tesi della nullità - di cui naturalmente si terrà maggior conto nel paragrafo che segue, dedicato alla tesi dellôinadempimento ï possiamo ricondurre le obiezioni sollevate ad un duplice ordine di ragioni: la natura imperativa soltanto di alcune norme del TUF e la distinzione tra regole di validità e regole di comportamento. A ben vedere, queste critiche saranno fatte proprie dalla motivazione del famoso arresto della giurisprudenza di legittimità n. 26725 del 19 dicembre 2007 che, fino ad ora, rappresenta il più autorevole insegnamento per la questione oggetto della nostra indagine ([184]).

Secondo alcuni autori, non tutte le disposizioni del TUF avrebbero carattere imperativo e, secondo il brocardo ñ*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*ò, sarebbe proprio lôinterpretazione letterale ad aiutare il giurista nellôanalisi del *corpus* normativo

([182]) In questo senso, Tribunale di Roma, sentenza 31 marzo 2005, in *Foro It.* 2005, pag. 1538.
([183]) Vedi, per unôanalisi dettagliata dellôistituto, GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 702 e ss.
([184]) Per unôanalisi di tale arresto, si rinvia al paragrafo successivo.

in esame. In particolare, si è evidenziato come il contenuto di talune *conduct of business rules* assumano, per il cliente, carattere dispositivo così che le norme medesime non potrebbero essere considerate di natura imperativa ai sensi dellôart. 1418, comma 1, cod. civ. Alcuni esempi sono la facoltà del risparmiatore di rifiutarsi di fornire notizie circa il proprio profilo ovvero la possibilità di autorizzare una operazione inadeguata o in conflitto di interessi ([185]).

Pertanto, mentre lôart. 23, commi 1 e 2, sanziona con la nullità relativa lôinosservanza della forma scritta o il rinvio agli usi nella determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente o di ogni altro onere a suo carico, lôart. 21 tace completamente al riguardo. Lungi dallôessere una svista o una lacuna, si è osservato che la violazione degli obblighi comportamentali imposti da norme sicuramente volte alla tutela anche di interessi di carattere generale non può, sempre ed in ogni caso, condurre allôapplicazione di una sanzione così grave come è quella dellôinvalidità che, viceversa, lo stesso art. 23 commi 1, 2 e 3 TUF riserva alla mancanza di forma scritta ed al concreto interesse del cliente di farla vedere ([186]).

Altri autori ([187]), pur confermando il carattere imperativo della disciplina prevista dal TUF, hanno riferito la sanzione della nullità esclusivamente al negozio giuridico e non anche al comportamento dei contraenti prima o dopo la stipulazione dello stesso. Invero, come insegna la dottrina civilistica, la scelta tra il rimedio della nullità ovvero del risarcimento del danno risiede proprio nella ripartizione tra regole di validità e regole di comportamento ([188]).

Prima della pronuncia delle Sezioni Unite del 2007, gli stessi giudici di legittimità si erano già espressi a favore di questa distinzione, individuando norme imperative concernenti il nucleo essenziale del negozio e norme imperative concernenti il comportamento delle parti prima e dopo la stipulazione dello stesso. Soltanto le prime avrebbero comportato la nullità virtuale, mentre per la violazione delle seconde si

---

([185]) Nel nuovo reg. intermediari, come si vedrà *amplius* nel capitolo IV, vedremo come sarà mantenuto il divieto, con possibile liberatoria da parte del cliente, per le operazioni ñinappropriateò mentre sarà introdotto un divieto *tout court* per quelle inadeguate.

Escludono lôimperatività di tali norme, sulla base di questo assunto ñdispositivoò, Tribunale di Roma, sentenza 29 luglio 2005, in *Dir. banca merc. Fin.*, 2006, pag. 465 e Tribunale di Torino, sentenza 21 marzo 2005, in *Dir. Comm.*, 2005, pag. 1862.

([186]) In tal senso, Tribunale di Roma, sentenza 11 marzo 2005, in *Corr. Giur.*, 2005, pag. 1275.

([187]) Vedi *amplius* il paragrafo successivo.

([188]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 1017 e ss.

sarebbe potuto avanzare soltanto una richiesta di risarcimento del danno, essendo il contratto stipulato ñautonomoò e ñdistintoò, nonché non inficiato da alcun vizio, dai comportamenti tenuti dai contraenti. Con molta efficacia, il Supremo Collegio aveva affermato che ñ*la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art. 1418, primo comma, c.c., postula che siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto, e quindi l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a detta ipotesi, come accade nel caso disciplinato dal combinato disposto degli artt. 1469* ter*, quarto comma, e 1469* quinquies*, primo comma, c.c., in tema di clausole vessatorie contenute nei cd. contratti del consumatore, oggetto di trattative individuale*ò ([189]).

La pronuncia *de qua*, inoltre, ha il pregio di essere aderente alla realtà dell'operazione finanziaria poiché le doglianze dell'investitore non attengono alla stipulazione di un contratto (nullo) bensì al comportamento posto in essere dall'intermediario prima o dopo la stipulazione medesima.

Nondimeno, è stato acutamente osservato come nel settore indagato sarebbe estremamente riduttivo immaginare che le regole comportamentali previste dal legislatore si limitino ï *sic et simpliciter* ï alla fase precontrattuale. Questo perché, ad un più attento esame, tali regole paiono incidere sul profilo contenutistico del contratto. Il medesimo autore prende ad esempio l'art. 28 Reg. n. 11522/1998 che stabilisce l'impossibilità per l'intermediario di effettuare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento. Così ragionando, si conclude, non appare azzardato affermare che queste informazioni integrino il contenuto contrattuale: l'obiettivo del legislatore, in questo caso, è quello di proteggere

([189]) Corte di Cassazione civile, Sez. I, sentenza n. 19024 del 29 settembre 2005, in *Il foro it.*, 2006, pag. 1105. Nonostante la Corte abbia deciso, *ratione temporis*, sugli obblighi informativi derivanti dall'art. 6 l.n. 1/91, appare utile riportare tale pronuncia stante, come vedremo anche a proposito dell'arresto delle Sezioni Unite del 2007, la continuità, se non normativa, almeno contenutistica di siffatti obblighi in capo all'intermediario. Per un'analisi maggiormente dettagliata dell'arresto, vedi *amplius* il paragrafo che segue.

la corretta formazione della volontà di aderire all'operazione scoraggiando rappresentazioni incomplete ovvero inattendibili che potrebbero soltanto pregiudicare la vicenda contrattuale ([190]).

Ancora, la tesi della nullità non avrebbe considerato che, almeno in determinate fattispecie negoziali, l'inosservanza degli obblighi informativi e di condotta potrebbe portare ad una nullità parziale e non anche totale. La nullità parziale potrebbe attenere al rapporto tra contratto quadro e singole negoziazioni finanziarie ([191]), anche laddove si avalli la tesi del collegamento negoziale per cui l'invalidità del primo si ripercuote sulle seconde comportando una medesima sorte ([192]); ovvero potrebbe attenere il solo contratto quadro che, decurtato ad esempio della clausola avente contenuto contrario a norma imperativa, continuerebbe a dispiegare effetti giuridici *in parte qua*, con conseguente salvezza dei relativi ordini di negoziazione.

Nondimeno, anche dal punto di vista dell'analisi economica del diritto, la tesi della nullità è oggetto di intenso dibattito. Alcuni sostengono che il rimedio restitutorio ï realizzando una completa internalizzazione dei costi in capo all'intermediario ï costituirebbe il miglior deterrente per eventuali e future condotte illecite da parte degli intermediari nonché espleterebbe al meglio la funzione preventiva di tutela del risparmio e della integrità dei mercati ([193]).

Il rischio, tipicamente punitivo, che la restituzione a seguito di indebito oggettivo si risolva in un "ingiustificato arricchimento" dell'investitore ï stante l'eccedenza rispetto al valore patrimoniale del danno ï entrerebbe in un meccanismo di "compensazione" degli enormi sforzi processuali che graverebbero su quest'ultimo

([190]) GRECO, *Violazione di regole cit.*, pag. 10. Sviluppa tale analisi, sempre lo stesso A. ï che, si ricorda, avalla la tesi dell'annullabilità - in *Intermediazione finanziaria: la "nullità virtuale" per violazione degli obblighi di informazione*, pag. 4.

([191]) DURANTE, *Intermediari finanziari cit.*, pagg. 319 e ss.; INZITARI-PICCININI, *Manuale cit.*, pagg. 187 e ss., ove i quali, negando credito alla tesi del contratto finanziario come contratto di mandato, rilevano come le norme imperative, primarie e secondarie, che disciplinano il contratto quadro sono concettualmente autonome da quelle, altrettanto imperative, che regolano i singoli contratti di compravendita di strumenti finanziari. Pertanto, tali negozi giuridici risulteranno invalidi senza, però, andare ad incidere pregiudizievolmente sul contratto quadro.

([192]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 820 e ss. Non avrebbe senso parlare di collegamento negoziale, posta l'inesistenza di due negozi giuridici, laddove si accogliesse la tesi giurisprudenziale che rinviene nelle singole ordinazioni meri atti esecutivi del contratto quadro.

([193]) MAZZINI, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, pag. 704; SARTORI, *La (ri)vincita cit., passim.* Tuttavia, alla fine dell'analisi, quest'ultimo autore propende, in un'ottica di costi e benefici, per il rimedio risarcitorio, in quanto più attagliato alla concreta realtà dei fatti.

laddove si aderisse alla tesi dell'inadempimento. Nella realtà, invero, è probabile che la condotta illecita dell'intermediario non sia accertata, vuoi per le difficoltà probatorie inerenti il nesso di causalità tra condotta omissiva e danno patrimoniale, vuoi per quelle inerenti la quantificazione del danno medesimo ([194]).

Altri autori ([195]), invece, evidenziano i risvolti negativi, sempre sul piano della corretta ripartizione costi-benefici, dell'adesione alla tesi della nullità.

Si evidenzia, *in primis*, l'indebita traslazione in capo all'intermediario dei costi derivanti dalla perdita subita dall'investitore ma non cagionata dalla condotta illecita del primo bensì dall'inevitabile andamento negativo del mercato, ossia da un'involuzione finanziaria non dominabile e che sarebbe occorsa anche in caso di osservanza, da parte dell'intermediario, degli obblighi su di esso gravanti. *In secundis*, la tesi della nullità, a differenza di quella che propugna il mero risarcimento del danno, non considera (né potrebbe farlo) due importanti profili: il concorso di colpa del danneggiato (art. 1227 cod. civ.) e l'effettiva sussistenza di un pregiudizio patrimoniale in capo all'investitore, causalmente collegato alla condotta illecita dell'intermediario (art. 1218 cod. civ.) ([196]). In effetti, in tema di obblighi informativi di natura passiva, il cliente potrebbe negligentemente omettere informazioni essenziali circa il contesto finanziario in cui desidera negoziare. Tale *gap* informativo si ripercuoterebbe, a cascata, sul prospetto elaborato dall'intermediario e, quindi, stravolgerebbe i parametri della *suitability rule* e della *best execution rule*. Di talché discenderebbe, almeno sul piano della giustizia sostanziale, la sproporzione e l'iniquità del rimedio della nullità. Ancora più rilevanti sarebbero, poi, le conseguenze scaturenti dal secondo profilo evidenziato. Invero, non sempre l'investitore è colpito da pregiudizio patrimoniale e, ad ogni modo, laddove comunque si sia verificato il danno, non sempre questo è eziologicamente collegato alla

([194]) Sempre in quest'ottica, GENTILI, *Disinformazione cit.*, pag. 397.

([195]) LUKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2006, pagg. 498 e ss.

([196]) ALBANESE, *Regole di condotta cit.*, pagg. 107 e ss.; DURANTE, *Intermediari cit.*, pagg. 351 e ss.; GALLETTI, *La responsabilità dell'intermediario per l'illecito del dipendente o del promotore finanziario*, pagg. 1224 e ss.; RIGHINI, *Recenti sviluppi cit.*, pagg. 155 e ss.; SARTORI, *La (ri)vincita cit.*, pagg. 35 e ss., che sottolinea come «*tale maggior costo verrebbe comunque traslato sul mercato* (rectius *sugli investitori) attraverso l'aumento delle commissione d'intermediazione, creando inoltre fenomeni di* overdeterrence *a svantaggio degli intermediari finanziari meno dotati patrimonialmente*».

condotta dellôintermediario che, nel caso concreto, potrebbe anche beneficiare del caso fortuito in presenza di un fisiologico ed inevitabile andamento negativo del mercato([197]).

In ultimo, la caducazione del contratto si ripercuoterebbe sulle situazioni giuridiche dei terzi, creando un *vulnus* alla certezza dei rapporti giuridici ed alla circolazione dei beni.

Di fronte a tali argomentazioni è stato efficacemente osservato, però, che le varie teorie di analisi economia del diritto - presentando ciascuna vantaggi e svantaggi dal punto di vista dellôanalisi costi e benefici ï non possono avere valore dirimente della questione ([198]). Diviene allora fondamentale ñ*individuare quale tra le due parti contrapposte è meglio in grado di sopportare gli svantaggi ed eventualmente tradurli in vantaggi per la generalità degli interessi che si vogliono tutelare, prima fra tutti quello dellô integrità e del corretto andamento dei mercati. [é] nella realtà è difficile pensare a condotte colpose che, più che altro, si affidano, per ragioni di inesperienza ed incompetenza, agli intermediari pensando, e sperando, che costoro agiscano nel modo migliore per l tutela dei loro interessi. Di fronte a queste situazioni, è quindi difficile pensare che il rimedio risarcitorio possa esplicare una effettiva funzione di* deterrence *nei confronti dei singoli investitori la quale, al limite, potrebbe condurre non ad una maggiore attenzione da parte del cliente nello scegliere il prodotto nel quale investire quanto, piuttosto e più probabilmente, allôabbandono dellôinvestimento in strumenti finanziari nella sua totalità, con le evidenti conseguenze negative che questa drastica scelta produrrebbe sul mercato*ò([199]).

([197]) Cfr., per la giurisprudenza che interpreta il caso fortuito come fattore interruttivo del nesso di causalità, Corte di Cassazione, Sezione III, sentenza n. 4279 del 19 febbraio 2008, in *Danno e resp.*, 2008, pag. 1112.

([198]) INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pagg. 158 e ss.

([199]) *Ibidem*.

2.4. La tesi dell'inadempimento. La responsabilità pre-contrattuale e contrattuale.

2.4.1. *Elaborazione dottrinale della tesi e sostrato normativo.*

Alla stregua delle considerazioni critiche formulate nel paragrafo che precede, si è andata consolidando in giurisprudenza la posizione, poi autorevolemente suffragata dall'arresto delle Sezioni Unite del 2007, secondo cui la violazione degli obblighi informativi e di condotta, gravanti sull'intermediario, condurrebbe al mero risarcimento del danno e, laddove l'inadempimento sia di «*non scarsa importanza*» secondo l'art. 1455 cod. civ., alla risoluzione del contratto quadro.

La tesi dell'inadempimento, nonostante i rilievi critici di cui successivamente si darà conto, può essere definita come quella maggiormente accreditata tanto presso la dottrina ([200]) quanto presso la giurisprudenza ([201]).

Il punto di partenza è, come prima accennato, il difetto di una espressa comminazione legislativa della massima invalidità in relazione alla violazione degli obblighi informativi e di condotta da parte dell'intermediario.

In effetti, ove il legislatore ha «voluto» è stata espressamente comminata la sanzione della nullità, come ad esempio nell'art. 23 TUF in caso di difetto di forma scritta del contratto finanziario, ovvero nell'art. 100 *bis* TUF in caso di mancata consegna del prospetto informativo ([202]).

([200]) ALBANESE, *Regole di condotta cit.*, pagg. 107 e ss.; COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni Unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2008, pagg. 353 e ss.; DURANTE, *Intermediari finanziari cit.*, pagg. 281 e ss.; ID., *No alla «nullità virtuale» in caso di violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari: il tribunale di Roma «anticipa» le Sezioni Unite*, in www.dirittoefinanza.it, 2007; GALLETTI, *La responsabilità dell'intermediario cit.*, pagg. 1215 e ss.; MARICONDA, *L'insegnamento delle sezioni unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Il corriere giuridico*, 2008, pagg. 230 e ss.; PALMIERI, *La responsabilità dell'intermediario cit.*, pagg. 513 e ss.; SARTORI, *La (ri)vincita cit.*, pagg. 1 e ss.; SANGIOVANNI, *Il caso «my way» e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giurisprudenza di merito*, 2008, pagg. 3116 e ss.; ID., *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009, pagg. 560 e ss.; SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*, in *Il foro italiano*, 2008, pagg. 784 e ss.; VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbligazioni e contratti*, 2008, pagg. 104 e ss.

([201]) Cfr. *ex multis*, Tribunale di Padova, sentenza 31 ottobre 2007, in www.ilcaso.it; Corte di Appello di Torino, sentenza 19 ottobre 2007, in www.ilcaso.it; Corte di Appello di Brescia, sentenza 20 giugno 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Catania, sentenza 23 gennaio 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Lodi, sentenza 12 gennaio 2007, in www.ilcaso.it.

([202]) In tal senso, vedi anche Tribunale di Milano, sentenza 26 aprile 2006, in www.dirittoefinanza.it.

Ulteriore ostacolo, poi, sarebbe la necessaria natura relativa di tale nullità, trattandosi invero di nullità protettiva, ma, in tal caso, argomentando *a contrario ex* art. 1421 cod. civ., sarebbe nondimeno evidente il difetto di una disposizione di legge in tal senso ([203]).

Non sembra cogliere nel segno, invece, quella critica per cui la nullità virtuale, ai sensi dellôart. 1418 comma 1 cod. civ., condurrebbe ad un potenziale svantaggio per il cliente, potendo essere fatta valere da entrambe le parti contrattuali, e quindi anche dallôintermediario che, nel caso concreto, abbia violato gli obblighi su di lui incombenti. Invero, per far valere tale nullità, il presupposto (fattuale e giuridico) sarebbe la violazione di una regola (imperativa) di comportamento da parte del cliente mentre è proprio questo il requisito che difetterebbe sempre nelle ipotesi che qui ci occupano, essendo indirizzate le regole di condotta previste dal TUF soltanto agli intermediari e non anche ai risparmiatori ([204]).

Ancora, si è addirittura revocato in dubbio il rilievo che lôinteresse principale e prevalente tutelato dalla normativa in questione abbia quelle caratteristiche di interesse pubblico generale che la giurisprudenza solitamente considera come presupposto giuridico necessario per poter addivenire ad una pronuncia di nullità contrattuale nellôipotesi di inosservanza del precetto imposto dalla norma imperativa. Tale assunto sarebbe suffragato dalla circostanza che le norme *de quibus* sembrano poste principalmente a tutela degli interessi privati degli investitori che si trovano ad utilizzare i c.d. servizi di investimento e, dunque, le medesime norme solo indirettamente ed in via complementare assolverebbero alla funzione di garantire la trasparenza del mercato e la tutela del risparmio ([205]).

Oltretutto, si deve ricordare come le nullità virtuali di cui allôart. 1418, comma 1, cod. civ. concernano invalidità afferenti al solo contratto ï è stabilito: ñ*il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative*ò ï e non anche a comportamenti, antecedenti o successivi alla stipulazione del negozio, tenuti dalle parti ([206]).

([203]) Lo sottolineano RIGHINI, *Recenti sviluppi cit.*, pag. 152; SCODITTI, *La violazione cit.* pagg. 785 e ss.

([204]) SANGIOVANNI, *Operazioni inadeguate cit.*, pag. 569.

([205]) LUCCHINI GUASTALLA, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari*, in *Responsabilità civile e Previdenza*, 2005, pagg. 38 e ss.

([206]) ALBANESE, *Regole di validità cit.*, pagg. 108 e ss., secondo il quale ñ*là dove, infatti, lôordinamento prescinda da una valutazione di adeguatezza del contratto rispetto allôinteresse*

Il comportamento antigiuridico di una parte, pur quando abbia influenzato in modo determinante la decisione della controparte contrattuale, non si traduce di per sé nellôadozione di un assetto di interessi vietato dalla legge, la quale non disapprova il contenuto dellôaccordo, ma soltanto le modalità con le quali esso si è formato. In altri termini, non entrando le condotte scorrette delle parti allôinterno del programma contrattuale, non è possibile postulare sul punto alcun difetto di ñaccordoò *ex* art. 1325, comma 1, n. 1), cod. civ.

La violazione di una regola di comportamento, si conclude, potrebbe condurre ad invalidità solo nei casi di nullità testuale che, però, presuppongono di unôespressa previsione di legge ([207]).

In sintesi, contrario alla norma imperativa non può che essere il ñcontrattoò come regolamento di interessi, in quanto soltanto di questo si potrebbe ragionevolmente negare la validità e lôefficacia, mentre non avrebbe alcun senso predicare la nullità dei comportamenti omissivi posti in essere nella fase precedente la formazione del consenso, nonostante questi possano assumere in concreto rilevanza come violazione di precisi obblighi di condotta ([208]).

Dal punto di vista sistematico, poi, sarebbe paradossale comminare la nullità del contratto alla violazione degli obblighi informativi laddove lôart. 1440 cod. civ., in tema di dolo incidente, mantiene la validità dello stesso in presenza di raggiri non determinanti ([209]).

Oltretutto, a questo assunto si deve affiancare la distinzione tradizionale tra regole di validità e regole di comportamento: la violazione delle prime comporterebbe la nullità mentre la violazione delle secondo il mero risarcimento del danno. A tal proposito, si è sottolinea come, nel caso di violazione delle regole di condotta, non si possa parlare di vizio genetico, relativo alla conclusione del contratto, bensì di vizio

---

*dellôinvestitore, la regola di condotta violata dallôintermediario non vieta né impone un determinato contenuto negoziale, ma soltanto esige che la volontà di una delle parti, quale che essa sia, venga orientata da una corretta informazione circa gli aspetti rilevanti del rapporto contrattuale*ò. Nello stesso senso, SANGIOVANNI, *Il caso ñ*my way*ò cit.*, pag. 3120.

([207]) ALBANESE, *Regole di validità cit.*, pag. 113; SCODITTI, *La violazione cit.*, pag. 786.

([208]) ALBANESE, *Regole di validità cit.*, pag. 111.

([209]) DURANTE, *No alla ñnullità virtualeò cit.*, pag. 2; MARICONDA, *Lôinsegnamento cit.*, pag. 236.

funzionale, che attiene al contratto ormai perfezionatosi, ossia di difetto concernente le prestazioni che dovevano esser rese sulla base del negozio concluso ([210]).

È proprio la distinzione tra regole di validità e di comportamento, dunque, a definire correttamente lôambito applicativo dellôart. 1418, comma 1, cod. civ.

Il difetto di nullità, in caso di violazione delle regole di comportamento, non discenderebbe dalla formula di chiusura dello stesso disposto normativo ï ñ*salvo che la legge disponga diversamente*ò ï bensì dalla mancanza di contrarietà del ñcontrattoò ad una norma imperativa, presupposto (fattuale e giuridico) necessario affinché operi lôart. 1418, comma 1, cod. civ. tanto nelle sue disposizioni ordinarie quanto in quelle eccezionali.

Ancora, lôasserito carattere imperativo dellôart. 21 TUF non sarebbe, di per sé solo, sufficiente a giustificare la nullità virtuale posto che lo stesso art. 1418, comma 1, cod. civ. termina con un inciso particolarmente significativo, ossia ñ*salvo la legge disponga diversamente*ò. Da ciò deriva che non tutte le norme imperative conducono sempre e comunque a nullità virtuale, potendo il legislatore, nella sua insindacabile discrezionalità, comminare per questi casi una sanzione differente.

Pertanto, soltanto per mezzo della nullità testuale sarebbe giustificata lôinterferenza delle regole di condotta con quelle di validità, nullità testuale che però nel caso che qui ci occupa difetta.

2.4.2. *Lôinadempimento dellôintermediario (o del suo ausiliare) ed il concorso colposo dellôinvestitore.*

Alla luce delle suesposte considerazioni, la dottrina e la giurisprudenza sopra citate hanno avallato, come prima accennato allôinizio del paragrafo, la tesi oggetto della presente indagine.

Ora, lôinadempimento dellôintermediario può concernere tanto la fase delle trattative quanto quella esecutiva. La standardizzazione dei contratti aventi ad oggetto i servizi finanziari ï resasi necessaria sia per unôessenziale operazione semplificativa che per una migliore tutela del singolo risparmiatore ï rende evidente come questi contratti

([210]) Tribunale di Genova, sentenza 15 marzo 2005, in *Danno e resp.*, 2005, pag. 609 .

siano negozi strettamente tipici il cui contenuto si estrinseca in una parte generale, comune a tutte le ordinazioni ed afferente ai generici obblighi precontrattuali di informazione e di condotta, ed in una parte specifica, caratterizzante la singola negoziazione ed afferente ai medesimi obblighi postcontrattuali inerenti al servizio *de quo* ([211]).

Lôinadempimento ([212]) scaturisce non soltanto da ciò che non è stato rispettato delle pattuizioni bensì anche delle disposizioni legislative e regolamentari che, ai sensi dellôart. 1374 cod. civ., integrano il contratto etero-determinando lôautonomia negoziale([213]).

Quella gravante sullôintermediario è qualificabile ï e tale definizione è imprescindibile in unôanalisi del profilo della responsabilità professionale - come unôobbligazione di mezzi e non anche di risultato ([214]): lôoggetto dedotto in obbligazione, pertanto, non è il risultato positivo (*rectius*: lôutile per lôinvestitore) bensì il corretto e diligente comportamento dellôintermediario, da valutare secondo i parametri legali degli artt. 1175 e 1176, comma 2, cod. civ.

Ad onor del vero, la distinzione tra obbligazione di mezzi e di risultato ha perso, col passare degli anni, il suo smalto dogmatico fino a che un importante arresto delle Sezioni Unite del 2005 ha definitivamente privato della cittadinanza giuridica tale diversificazione. Invero, ñ*la distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato non ha alcuna incidenza sul regime di responsabilità del prestatore dôopera intellettuale né sul meccanismo di ripartizione dellôonere della prova, il quale è identico sia che il creditore agisca per lôadempimento dellôobbligazione*, ex *art. 1453 c.c., sia che domandi il risarcimento per lôinadempimento contrattuale* ex *art. 1218 c.c.*ò([215]).

([211]) Tribunale di Firenze, sentenza del 6 luglio 2007, in www.ilcaso.it.

([212]) Specifica SARTORI, *La (ri)vincita cit.*, pagg. 4 e ss., sulla scorta dellôinsegnamento tradizionale, che qui si tratterebbe non tanto di inadempimento quanto di inesatto adempimento. Tuttavia, lo stesso autore parla poi, impropriamente, di ñcolpa specificaò, forse riferendosi al difetto di diligenza professionale, non considerando però che, nel diritto penale, ossia il ramo ove origina tale definizione, la colpa derivante da negligenza, imprudenza o imperizia viene definita generica (cfr. art. 43, comma 1, alinea 3, cod. pen.).

([213]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 779 e ss.

([214]) *Ivi*, pagg. 636 e ss.

([215]) Corte di Cassazione civile, Sezioni Unite, sentenza n. 15781 del 28 luglio 2005, in *Nuova Giur. Civ. comm.*, 2006, pag. 828.

Come si è anticipato nel paragrafo precedente, lôaccoglimento della tesi dellôinadempimento tiene necessariamente in considerazione anche il profilo dellôeventuale concorso colposo dellôinvestitore danneggiato.

In particolare, si è sostenuto che, nonostante in materia di intermediazione finanziaria viga il principio di protezione dellôinvestitore, si deve ritenere comunque che, ai sensi dellôart. 1227, comma 1, cod. civ., assuma rilevanza il comportamento colposo di questi ogni qualvolta in cui lo stesso si ponga come concausa dellôevento pregiudizievole, con la conseguenza che ñuna colpevole disinformazione del clienteò può comportare una ragionevole riduzione del *quantum* da risarcire ([216]).

Altra questione di notevole importanza, collegata a quella ora evidenziata, attiene alla possibile incidenza causale di fatti colposi dellôinvestitore nel successivo aggravamento del danno, laddove il suddetto danno sia stato originariamente generato dalla violazione delle regole di condotta da parte dellôintermediario ([217]). Riguardo alle scelte successive del risparmiatore ï come, ad esempio, un improvvido disinvestimento di strumenti finanziari la cui negoziazione sia stata viziata dalla violazione dei doveri *de quibus* ï la giurisprudenza di merito è sempre stata molto cauta in ordine alla decurtazione del *quantum* risarcibile. In particolare, si legge che ñ*né varrebbe sostenere che gli attori, disinvestendo prima del tempo consigliato, avrebbero concorso a cagionare il danno. Infatti, la conversione e la vendita dei titoli, disposte dagli investitori successivamente alla scoperta del dolo, sono intervenuti in un momento in cui il danno si era già verificato e, pertanto, non possono evidentemente esserne considerate concause. Non condivisibile, infine, è la tesi secondo cui dovrebbe nella quantificazione del danno tenersi conto del fatto che la rendita dei fondi* de quibus *sia attualmente in crescita. Al momento del disinvestimento, infatti, nessuno avrebbe potuto prevedere quale sarebbe stato lôandamento del valore dei fondi stessi, mentre il danno era già certo e sicuramente quantificabile*ò ([218]).

([216]) Tribunale di Milano, sentenza 14 febbraio 2009, in www.ilcaso.it. Cfr. anche Tribunale di Campobasso, sentenza 14 febbraio 2008, inedita, e 15 novembre 2007, inedita; Tribunale di Sassari, sentenza 16 gennaio 2006, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, pag. 108.

([217]) Per unôanalisi di questa sottile problematica si rinvia a DURANTE, *Intermediari cit.*, pagg. 359 e ss.

([218]) Tribunale di Cagliari, sentenza 4 agosto 2007, inedita. Cfr. anche Tribunale di Roma, sentenza 18 marzo 2008, inedita.

Infine, ulteriore profilo da tenere in considerazione, in quanto corollario portante della tesi dell'inadempimento, è la responsabilità per fatto dell'ausiliare, ai sensi degli artt. 1228 e 2049 cod. civ., nei casi rispettivamente di responsabilità contrattuale ed extra contrattuale ([219]).

La dottrina insegna che tali norme «sanzionano» il preponente ascrivendogli una responsabilità per un mero nesso di «occasionalità necessaria» fra le mansioni attribuite all'ausiliario ed il danno da questi provocato, a prescindere dalla commissione di un reato da parte dell'ausiliario medesimo ovvero dalla rispondenza della sua condotta ad un interesse proprio ([220]).

Lo stimolo al controllo ed alla prevenzione nei confronti dell'operato dell'ausiliare, quindi, dovrebbe essere assicurato dal criterio di imputazione rigorosamente oggettivo degli artt. 1228 e 2049 cod. civ. i quali, allocando il danno per il solo effetto della riconducibilità dello stesso alle mansioni affidate al preposto, rafforzerebbero la posizione di garanzia del preponente, molte volte l'istituto di credito.

Tale posizione, poi, sarebbe suffragata da quanto disciplinato, in materia di offerta fuori sede di strumenti finanziari, per i promotori finanziari dall'art. 31, comma 3, TUF. Questa norma, non soffermandosi sul titolo della responsabilità, esprimerebbe il criterio di imputazione della c.d. colpa organizzativa ove si impone al preponente di internalizzare le conseguenze dannose derivanti dalla propria struttura organizzativa. Ancora una volta, dunque, là dove è massima l'asimmetria informativa a svantaggio del cliente, il rischio verrebbe allocato decisamente in capo all'intermediario, meglio organizzato, ed ai suoi ausiliari. In tal modo il cliente è rassicurato circa la correttezza dell'operato di quest'ultimi, senza essere onerato di costose analisi preventive sulla legittimazione e professionalità di tali soggetti.

([219]) Per una ricostruzione della natura giuridica di tale responsabilità, in riferimento all'art. 31 TUF, vedi GALLETTI, *La responsabilità dell'intermediario cit.*, pagg. 1216 e ss.

([220]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 721 e ss.

2.4.3. *La natura della responsabilità dell'intermediario. La prima tappa dell'evoluzione giurisprudenziale: l'arresto delle Sezioni Unite del 2005 della Corte di Cassazione. Considerazioni critiche.*

Ora, ai fini della maggiore comprensione della tesi in esame, risulta fondamentale il passaggio per il quesito circa la natura della responsabilità gravante sull'intermediario.

Il problema, ovviamente, non concerne tanto la responsabilità nella fase esecutiva del contratto quanto quella precedente, in fase di trattative e di stipulazione dello stesso. In altri termini, si deve verificare se la responsabilità precontrattuale deve essere assimilata a quella contrattuale ovvero a quella aquiliana.

La distinzione suscita interesse non solo dogmatico posto che da tale assunto derivano importanti conseguenze pratiche, atteso che la responsabilità aquiliana si prescrive, generalmente, nel doppio del tempo ([221]), non è caratterizzata dalla peculiare inversione dell'onere probatorio ed è compatibile col danno non patrimoniale.

Secondo la dottrina più autorevole ([222]), che muove dalla circostanza per cui un contratto ancora non sarebbe stato perfezionato, la responsabilità pre-contrattuale, coinvolgendo la buona fede e la correttezza delle parti come futuri contraenti, si atteggerebbe ad ipotesi speciale del generale principio del *neminem laedere* e, quindi, della responsabilità *extra* contrattuale di cui all'art. 2043 cod. civ.

Se la quasi totalità delle pronunce giurisprudenziali attinenti la materia della violazione degli obblighi informativi e di condotta gravanti sull'intermediario finanziario sono state emesse dai giudici di merito, si deve sottolineare come, in ordine alla responsabilità pre-contrattuale dello stesso intermediario, sia giunta un'importante decisione del Supremo Collegio che, pertanto, deve essere analizzata ([223]).

Nonostante si trattasse, *ratione temporis*, della l.n. 1/91 ï come d'altronde è accaduto per l'arresto delle Sezioni Unite del 2007 ï la Corte si è comunque pronunciata sul tipo di rimedio attribuito al risparmiatore nella situazione patologica di inosservanza degli obblighi gravanti sull'intermediario. Pertanto, attesa anche la già

([221]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 641 e ss.

([222]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 875 e ss.. Vedi anche Tribunale di Biella, sentenza 29 settembre 2006, una delle poche pronunce che prende chiaramente una posizione su questa problematica.

([223]) Per un'analisi critica di tale decisione, vedi GRECO, *Intermediazione cit.*

ricordata continuità contenutistica di tali obblighi dalla l.n. 1/91 al TUF, tale decisione rimane ancora attuale nella materia che qui ci occupa.

La Corte, discostandosi da buona parte della precedente giurisprudenza di merito, costruisce il suo arresto sulla natura di contratto normativo del c.d. contratto quadro.

Il doppio regime di responsabilità ï precontrattuale e contrattuale ï ben si attaglia, invero, alla struttura del c.d. contratto normativo, cui alcuni autori riconducono il contratto quadro stante la sua interna distinzione nelle fasi della sottoscrizione, del collocamento, della ricezione, della trasmissione e della mediazione: da tale accordo le parti prestabiliscono, secondo la disciplina di settore, le modalità normative di stipulazione e di contenuto dei futuri ordini di negoziazione. La conseguenza giuridica è la natura di veri e propri contratti delle varie operazioni di investimento, secondo lo schema del collegamento negoziale ([224]).

In particolare, il contratto quadro darebbe vita ad un rapporto obbligatorio senza obbligo primario di prestazione fino al momento in cui non venga ad esistenza un rapporto concreto nel quale lôintermediario si obblighi ad una prestazione. Quando ciò accade, lôobbligo di prestazione si inquadra nel rapporto già esistente, dando vita ad unôobbligazione nel senso pieno del termine ([225]).

Premettendo la già illustrata distinzione tra regole di validità e di comportamento, si legge poi nella motivazione che ñ*i comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante lôesecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale tanto che la loro eventuale illegittimità, quale che sia la natura delle norme violate, non può dar luogo alla nullità del contratto, a meno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore [é] Né potrebbe sostenersi che lôinosservanza degli obblighi informativi sanciti dal citato art. 6 impedendo al cliente di esprimere un consenso ñlibero e consapevoleò avrebbe reso il contratto nullo sotto altro profilo, per mancanza di uno dei requisiti ñessenzialiò (anzi di quello fondamentale) previsti dallôart. 1325 c.c. perché le informazioni che debbono essere preventivamente fornite dallôintermediario, a norma del citato art. 6, non riguardano direttamente la natura e*

([224]) Avalla questa ricostruzione, ad esempio, MAFFEIS, *Discipline preventive cit.*, pagg. 404 e ss. secondo il quale, tuttavia, ñ*la disciplina del mandato è applicabile in via residuale ï data la tendenziale completezza della disciplina del sottotipo del contratto di investimento, in specie del contratto di negoziazione ï alle singole operazioni di investimento, che costituiscono altrettanti contratti di mandato (per i quali la disciplina specialistica non prevede un requisito di forma)*ò.

([225]) MAZZINI, *Lôambito applicativo cit.*, pag. 719.

*lôoggetto del contratto, ma soltanto elementi utili per valutare la convenienza dellôoperazione e non sono quindi idonee ad integrare lôipotesi della mancanza del consenso*ò ([226]).

I giudici di legittimità ï avvalendosi della distinzione tra regole di validità e regole di condotta ï collocano la violazione degli obblighi informativi e di condotta fuori delle prime perché, non incidendo su elementi intrinseci alla fattispecie negoziale, ne condizionano negativamente soltanto la fase precontrattuale (ossia, la trattativa) ovvero postcontrattuale (ossia, lôesecuzione). Lôovvia conseguenza, allora, sarà lôimpossibilità, stante il silenzio della legge, di far valere la nullità virtuale, sebbene le regole *de quibus* abbiano natura imperativa, ma la possibilità di avanzare domanda di risarcimento del danno, a seconda della fase pregiudicata, precontrattuale ovvero contrattuale (ed in questôultimo caso, laddove lôinadempimento sia ñdi non scarsa importanzaò, anche la risoluzione *ex* art. 1455 c.c.).

Sebbene nella materia dellôintermediazione finanziaria lôobbligo di informazione sembri assumere una distinta fisionomia, più rigorosa e meno elastica, rispetto al modello duttile ed aperto di matrice codicistica (artt. 1337 e 1338 cod. civ.), il riferimento nella motivazione della decisione alle ñinformazioni che riguardano direttamente la natura o lôoggetto del contrattoò ï la cui omissione comporterebbe, argomentando *a contrario*, il difetto totale di accordo - potrebbe essere ñpericolosamenteò interpretato come necessità, al fine della validità di un negozio giuridico, di una sorta di accordo ñqualificatoò perché informato ([227]).

([226]) Corte di Cassazione Sez. I civile, sentenza n. 19024 del 29 settembre 2005, in *Il foro it.*, 2006, pag. 1105. Per unôanalisi critica della decisione, GENOVESI, *Limiti della ñnullità virtualeò e contratti su strumenti finanziari*, in *Corriere Giuridico*, 2006, pagg. 669 e ss. Osservano criticamente INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pagg. 178 e ss., che ñ*lôaffermazione dei giudici che limita la funzione delle informazioni alla mera sfera di convenienza dellôoperazione non ci sembra pienamente convincente in quanto non tiene in alcun modo conto del fatto che lôintero apparato di obblighi previsti dalla disciplina di settore è finalizzato a ridurre il più possibile la fisiologica situazione di asimmetria informativa che caratterizza il rapporto contrattuale tra intermediario ed investitore. Ed inoltre, le informazioni contribuiscono anche a determinare lôoggetto del contratto in quanto in base alle informazioni fornite dallôintermediario, lôinvestitore decide se e quali strumenti finanziari acquistare*ò.

([227]) ALBANESE, *Regole di validità cit.*, pag. 113, secondo il quale tale ragionamento ñ*finirebbe, infatti, per equiparare arbitrariamente, dal punto di vista della nullità, la mancanza di ñconsenso informatoò al difetto di ñaccordoò contemplato dallôart. 1325, n. 1), c.c. come requisito essenziale del contratto, secondo un ragionamento che però è inaccettabile in un sistema nel quale lôignoranza o la falsa rappresentazione della realtà assumono rilevanza come vizi della volontà che possono determinare soltanto lôannullabilità del contratto*ò.

In altri termini, in sede di trattative non si tutelerebbe più (o solo) la corretta formazione della volontà contrattuale bensì - *praeter legem*, perché non richiesto dallôart. 1325 cod. civ. - anche una soglia minima di informazioni da parte del futuro contraente.

Tuttavia, se, da una parte, è comprensibile che le disposizioni del TUF mirino al riequilibrio delle posizioni contrattuali attraverso prescrizioni di specifici obblighi di informazione - limitando al minimo il rischio di sopraffazione di una parte contrattuale sullôaltra ï dallôaltro però andrebbe contro lôinsegnamento tradizionale, in tema di teoria generale del contratto ([228]), richiedere un accordo ñinformatoò come elemento essenziale *ex* art. 1325 cod. civ. della fattispecie negoziale.

Pertanto, caricando il requisito dellôaccordo con un attributo che tradizionalmente gli è estraneo, si giungerebbe alla necessitata conclusione che un accordo ñnon (sufficientemente) informatoò sarebbe inidoneo ad integrare il requisito dellôart. 1325 cod. civ. Risulta subito evidente come, salvo si voglia scadere nellôarbitrarietà, sia estremamente difficile stabilire il livello minimo di informazione circa la natura e lôoggetto del contratto.

Nonostante ciò, non è mancato chi ha sostenuto lôaderenza di siffatto punto di vista con la realtà dei fatti. Invero, il presupposto dellôautonomia negoziale è sempre stata la capacità di intendere e di volere che, per quanto qui ci interessa, non viene alterata soltanto da endogene anomalie psichiche ma anche da unôesogena disinformazione colpevole ([229]).

Il rilievo invalidante della disinformazione sarebbe, poi, la *ratio* delle varie nullità di protezione sfornate ultimamente dal legislatore nei contratti con i consumatori caratterizzati da asimmetria informativa. In conclusione, secondo questo autore lôelemento essenziale del contratto sarebbe proprio - e lo sarebbe sempre stato - il consenso informato ([230]).

([228]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 875 e ss.
([229]) GENTILI, *Disinformazione cit.*, pag. 399.
([230]) *Ibidem*.

Ad ogni modo, la pronuncia del 2005 ha avuto in dottrina autorevoli sostenitori([231]) ed ha influenzato numerose pronunce della giurisprudenza di merito temporalmente successive ([232]).

Si può osservare che lôimpianto innovativo di questa sentenza sta nellôaver ridefinito, allargandone le maglie, i confini della responsabilità precontrattuale, tradizionalmente ancorata alla fase della formazione del contratto ai sensi degli artt. 1337 e 1338 cod. civ. ([233]), nonché nellôaver affermato, contro lôinsegnamento tradizionale, la natura di responsabilità contrattuale della stessa ([234]).

A tal proposito, si legge nella medesima sentenza che ñ*non è affatto vero che in caso di violazione delle norme che impongono alle parti di comportarsi secondo buona fede nel corso delle trattative e nella formazione del contratto, la parte danneggiata, quando il contratto sia stato validamente concluso, non avrebbe alcuna possibilità di ottenere il risarcimento dei danni subiti [é] Si è però ormai ben chiarito che lôambito di rilevanza della regola posta dallôart. 1337 cod. civ. va ben oltre lôipotesi di rottura ingiustificata delle trattative e assume il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa, ma certamente implica il dovere di trattare in maniera leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con lôordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto. Lôesame delle norme positivamente determinate dal legislatore pone in evidenza che la violazione di tali regole di comportamento assume rilievo (é) anche quando il contratto posto in essere sia valido, e tuttavia pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorrettoò* ([235]).

([231]) Vedi nota n. 64.

([232]) Cfr., *ex multis*, Corte di Appello di Torino, sentenza 19 ottobre 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Vicenza, sentenza 15 giugno 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Oristano, sentenza 12 giugno 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Catania, sentenza 23 gennaio 2007, in www.ilcaso.it.

([233]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 875 e ss.

([234]) *Ibidem*. Propende per la natura extracontrattuale anche buona parte della giurisprudenza di legittimità. Cfr., *ex multis*, Corte di Cassazione, Sezione I, sentenza del 19 settembre 2006, n. 20260, in *Resp. Civ. Previd.*, 2007, pag. 2108.

([235]) Corte di Cassazione, Sez. I civile, sentenza n. 19024 del 25 settembre 2005, in *Il foro it.*, 2006, pag. 1105.

Da ciò consegue lôinnovativo, e da molti criticato ([236]), corollario che, anche in caso di contratto validamente concluso, il difetto di fornire informazioni obbligatorie in sede di trattative, ripercuotendosi in maniera pregiudizievole sulla convenienza e non anche sulla validità, origini una responsabilità di tipo precontrattuale che, nondimeno, verrebbe ricondotta nellôalveo di quella *ex* art. 1218 cod. civ.

Invero, si è acutamente osservato che, anche laddove lôintermediario si sia limitato a sollecitare lôinvestimento nellôambito di unôattività di collocamento svolta a favore della società che ha emesso i titoli sottoscritti, lôaffidamento ingenerato dalla sua competenza professionale pone in capo a lui autonomi obblighi di protezione nei confronti del risparmiatore, la cui violazione genera una responsabilità di natura contrattuale. Si ritiene, in particolare, che la qualità di terzo che lo caratterizza rispetto al contratto che per suo tramite è stato concluso tra emittente e risparmiatore non sia infatti sufficiente a qualificare come extracontrattuale la responsabilità dellôintermediario. Tale conclusione, infatti, sarebbe incompatibile non solo con il carattere meramente patrimoniale del danno subito dallôinvestitore, che si connota come perdita economica priva del requisito dellôingiustizia, ma anche con la ricostruzione giuridica più fedele alla realtà dei fatti, sebbene non si possa ignorare come tale responsabilità contrattuale non possa ascriversi né allôinadempimento di un contratto, che nel caso in esame non cô, né ad una *culpa in contrahendo*, che non avrebbe senso rispetto a soggetti che non destinati neppure eventualmente a divenire parti del futuro contratto attraverso cui si realizza lôinvestimento ([237]).

Sulla scorta di tale orientamento giurisprudenziale, tuttavia, altri giudici di merito, pur propendendo per la tesi della responsabilità precontrattuale, non si sono discostati

---

([236]) Sostengono, ad esempio, una simile compatibilità ï richiamando lôipotesi di dolo incidente, ove appunto la validità del contratto concorre col risarcimento del danno precontrattuale - ALBANESE, *Regole di condotta cit.*, pagg. 121 e ss.; MARICONDA, *Lôinsegnamento cit.*, pag. 238 che, dunque, concordano con lôassunto innovativo del Supremo Collegio. *Contra*, per lôincompatibilità tra contratto concluso validamente e responsabilità precontrattuale, vedi in dottrina GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 875 e ss. Successivamente, anche se in tema di compravendita, la stessa giurisprudenza di legittimità sembra aver cambiato orientamento: cfr. a tal proposito Corte di Cassazione, Sezione II, sentenza del 5 febbraio 2007, n. 2479, inedita, ove si afferma che ñ*il fatto che lôaccordo si sia formato a condizioni diverse da quelle che si sarebbero avute se la venditrice non avesse tenuto nei confronti degli acquirenti un comportamento contrario a buona fede, non rileva come ipotesi di responsabilità precontrattuale* ex *art. 1337 c.c., perché la configurazione di tale ipotesi è preclusa dallôintervenuta conclusione del contratto*ò.

([237]) ALBANESE, *Regole di condotta cit.*, pag. 122.

dal tradizionale orientamento dottrinale che riconduce la stessa nellôambito della responsabilità aquiliana.

In questo senso, ad esempio, si è affermato che la responsabilità dellôintermediario finanziario deve ritenersi senza dubbio di natura precontrattuale (e quindi extracontrattuale) quando sono prospettate violazioni di doveri comportamentali derivanti da principi generali (quali la buona fede e la correttezza) o da norme di settore (primarie o secondarie), che riguardano la fase delle trattative che precedono la formazione del contratto. La responsabilità, al contrario, è di natura contrattuale quando vengono prospettate violazioni di doveri comportamentali richiesti nellôesecuzione delle prestazioni, alle quali lôintermediario deve ritenersi tenuto nei confronti del cliente in forza del contratto quadro e delle norme integrative di settore ([238]).

Alcune pronunce hanno richiamato, invece, lôistituto della responsabilità per ñcontatto socialeò. Ora, anche in questo caso la nostra questione non cambia ma mutano soltanto le premesse, atteso che si deve sempre specificare la natura della responsabilità per *Sozialkontakt*: se, come sostiene la dottrina più autorevole, si ritiene che il contatto sociale sia unôipotesi speciale di responsabilità contrattuale ([239]), allora valgono le considerazioni di cui sopra; se, al contrario, si ritiene che il contatto sociale sia unôipotesi di responsabilità aquiliana, allora la disciplina da applicare sarà quella di cui allôart. 2043 cod. civ.

In proposito, riconducendo tale tipologia di responsabilità nellôalveo di quella contrattuale, la giurisprudenza di merito ha ricostruito il rapporto tra intermediario e cliente instauratosi per ñcontatto socialeò come una relazione caratterizzata dallôassunzione, in capo allôintermediario, di una specifica obbligazione di informazione e vigilanza nellôinteresse del cliente, a salvaguardia dellôaffidamento legittimamente ingenerato nel risparmiatore. La fonte dellôobbligazione, si specifica, è quindi il rapporto giuridico che si attua antecedentemente alla conclusione del contratto ed il contenuto di essa è tipizzato dal complesso normativo a tutela degli investitori, valutato

([238]) Tribunale di Biella, sentenza 29 settembre 2006, in www.ilcaso.it.
([239]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 859 e ss.

ai sensi dellôart. 1176, comma 2, cod. civ. alla stregua delle regole della specifica attività professionale ([240]).

2.4.4. *La natura della responsabilità dellôintermediario. La seconda tappa dellôevoluzione giurisprudenziale: lôarresto delle Sezioni Unite del 2007 della Corte di Cassazione. Premesse.*

Il panorama giurisprudenziale sopra tratteggiato ha costituito il terreno fertile per lôintervento del giudice di legittimità che, in funzione di nomofilachia, ha tentato di chiarire la posizione giurisprudenziale in materia di violazione degli obblighi in questione ([241]).

Il *dictum* delle Sezioni Unite del 2007 rappresenta, almeno fino ad ora, il culmine dellôevoluzione giurisprudenziale *in subiecta materia*. Anche questa volta la questione, *ratione temporis*, ricadeva sotto la l.n. 1/91 ma il Supremo Collegio, dissipando ogni dubbio circa la validità nomofilattica della decisione anche per le fattispecie successivamente disciplinate nel TUF, ha sottolineato lôattualitàò dellôarresto in relazione alla violazione degli obblighi informativi e di condotta *ex* art. 21 TUF ([242]).

La premessa della sentenza attiene alla natura del contratto finanziario, ricostruito dai giudici di legittimità come contratto di mandato, con conseguente natura di atti esecutivi in ordine alle singole negoziazioni.

Il giudice di legittimità, poi, specifica come in realtà non sia da ravvisarsi alcun contrasto tra le sezioni semplici in ordine alla questione sottoposta al suo vaglio atteso che erano state citate, dal giudice rimettente, numerose pronunce della Corte di Cassazione che, però, non erano attinenti alla specifica problematica della violazione

([240]) Tribunale di Rimini, sentenza 21 luglio 2007, in www.ilcaso.it. Nello stesso senso, Tribunale di Rimini, sentenza 11 maggio 2005, in *Giur. It.*, 2006, pag. 521.

([241]) Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenze nn. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007, in *Il foro it.*, 2008, pag. 785. Le Sezioni Unite hanno emanato nello stesso giorno due pronunce con identica parte motiva nonché identico principio di diritto. Pertanto, appare utile nel proseguo del lavoro, citarne una soltanto.

([242]) Il motivo si rinviene sempre nella continuità, non normativa bensì contenutistica, tra gli obblighi gravanti sullôintermediario previsti dalla l.n. 1/91 e quelli previsti dal TUF.

degli obblighi informativi e di condotta da parte dellôintermediario finanziario bensì ad ipotesi pacifiche di nullità virtuale di contratti ([243]).

Successivamente, gli ermellini distinguono gli obblighi informativi precontrattuali ï *know your customer rule, know your merchandise rule, best suitability rule* ï e quelli postcontrattuali ï *best execution rule* ï ai quali si ricollegano diversi doveri delle parti contrattuali per quanto concerne la fase delle trattative e quella dellôesecuzione del contratto.

La distinzione di cui sopra serve, poi, al collegio per rinforzare la tesi, già argomentata nellôarresto del 2005, della distinzione tra regole di validità, attinenti agli elementi essenziali o intrinseci al contratto, e regole di comportamento, attinenti allôatteggiamento delle parti contrattuali circa la stipulazione o lôesecuzione di un contratto di per sé valido ([244]).

Appare utile completare la disamina sopra cennata con i punti salienti della motivazione di questa pronuncia che, almeno fino ad ora, si pone come principale elaborazione giurisprudenziale in materia.

ñ*In relazione alla nullità del contratto per contrarietà a norme imperative in difetto di espressa previsione in tal senso (cd. ñnullità virtualeò), deve trovare conferma la tradizionale impostazione secondo la quale, ove non altrimenti stabilito dalla legge, unicamente la violazione di norme inderogabili concernenti la validità del contratto è suscettibile di determinarne la nullità e non già la violazione di norme, anchôesse imperative, riguardanti il comportamento dei contraenti la quale può essere fonte di responsabilità. Ne consegue che, in tema di intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario (nella specie, in base allôart. 6 della legge n. 1 del 1991) può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguenze risarcitorie, ove dette violazioni avvengano nella fase antecedente o coincidente con la stipulazione del*

([243]) Vedi *amplius* DURANTE, *Intermediari finanziari cit.*, pagg. 305 e ss.; MARICONDA, *Lôinsegnamento cit.*, pagg. 231 e ss.; MAZZINI, *Lôambito applicativo cit.*, pagg. 708 e ss.

([244]) SCODITTI, *La violazione cit.*, pag. 785; VETTORI, *Regole di validità cit.*, pag. 105. Secondo MARICONDA, *Lôinsegnamento cit.*, pag. 233, con questo passaggio argomentativo la Suprema Corte ha dimostrato che ñ*di aver perfettamente colto il valore che deve essere attribuito alla certezza dei rapporti giuridici, certezza che risulta inevitabilmente scardinata dalla proliferazione di ipotesi di nullità dei contratti imponderabili dai terzi*ò.

contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti (cd. ñcontratto quadroò, il quale, per taluni aspetti, può essere accostato alla figura del mandato); può dar luogo, invece, a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto suddetto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del ñcontratto quadroò; in ogni caso, deve escludersi che, mancando una esplicita previsione normativa, la violazione dei menzionati doveri di comportamento possa determinare, a norma dellôart. 1418, comma primo, c.c., la nullità del cosiddetto ñcontratto quadroò o dei singoli atti negoziali posti in essere in base ad esso. [é] Neppure i casi di nullità contemplati dal secondo comma dellôarticolo da ultimo citato sono invocabili nella situazione in esame. È vero che tra questi casi figura anche quello della mancanza di uno dei requisiti indicati dallôart. 1325, e che il primo di tali requisiti è lôaccordo delle parti. Ma, ove pure si voglia ammettere che nella fase prenegoziale la violazione dei doveri di comportamento dellôintermediario sopra ricordato siano idonei ad influire sul consenso della controparte contrattuale, inquinandolo, appare arduo sostenere che sol per questo il consenso manca del tutto; ed i vizi del consenso ï se pur di essi si possa parlare ï non determinano la nullità del contratto, bensì solo la sua annullabilità, qualora ricorrano le condizioni previste dagli artt. 1427 e segg. c.c. [é] Lôassunto secondo il quale, nella moderna legislazione (anche per incidenza della normativa europea), la distinzione tra norme di validità e norme di comportamento starebbe tuttavia sbiadendo e sarebbe in atto un fenomeno di trascinamento del principio di buona fede sul terreno del giudizio di validità dellôatto non è sufficiente a dimostrare il già avvenuto sradicamento dellôanzidetto principio nel sistema del codice civile. È possibile che una tendenza evolutiva in tal senso sia effettivamente presente in diversi settori della legislazione speciale, maé un conto è una tendenza altro conto è unôacquisizioneé Il carattere sempre più frammentario e sempre meno sistematico della moderna legislazione impone molta cautela nel dedurre da singole norme settoriali lôesistenza di nuovi principi per predicarne il valore generale [é]. Gli strumenti di tutela esistono anche sul piano del diritto civile, essendo poi la loro specifica conformazione giuridica compito del medesimo legislatore le cui scelte lôinterprete non è autorizzato a sovvertire, sicché il ricorso allo strumento di tutela della nullità radicale del contratto per violazione di norme di comportamento gravanti

*sull'intermediario nella fase prenegoziale ed in quella esecutiva, in assenza di disposizioni specifiche, di principi generali o di regole sistematiche che lo prevedano, non è giustificato. [é] Il divieto di compiere operazioni inadeguate o in conflitto d'interessi attiene anch'esso alla fase esecutiva di detto contratto, costituendo, al pari del dovere d'informazione, una specificazione del primario dovere di diligenza, correttezza e professionalità nella cura degli interessi del cliente. Il modo stesso in cui la norma è formulata e l'esplicito accostamento dei suaccennati doveri di informazione e di cura dell'interesse del cliente, nel compimento delle singole operazioni, denota come il legislatore abbia qui sempre voluto contemplare obblighi di comportamento precontrattuali e contrattuali, non già regole di validità del contratto (sia esso il contratto d'intermediazione finanziaria o i singoli negozi con cui a quello vien data esecuzione)*ò ([245]).

Quest'ultima statuizione, sebbene la Corte abbia espresso un mero *obiter dictum*, ha ricevuto numerose critiche, anche dagli stessi sostenitori della tesi dell'inadempimento. In particolare, oggetto della critica è stato l'accostamento del divieto di operazioni inadeguate ovvero in conflitto di interessi, senza una specifica autorizzazione scritta da parte del cliente, agli obblighi *lato sensu* di informazione, con conseguente applicazione, anche in caso di violazione dei primi, del rimedio risarcitorio e non anche della tradizionale nullità ([246]).

([245]) Cassazione Civile, Sezioni Unite, sentenza n. 26724 del 19 dicembre 2007, in *Il foro it.*, 2008, pag. 785.

Per un'analisi critica della decisione, vedi ALBANESE, *Regole di validità cit.*, pagg. 108 e ss.; COTTINO, *La responsabilità degli intermediario cit.*, pagg. 351 e ss.; DURANTE, *Intermediari cit.*, pagg. 331 e ss.; MAFFEIS, *Discipline preventive cit.*, pagg. 403 e ss.; GENTILI, *Disinformazione cit.*, pagg. 393 e ss.; MARICONDA, *L'insegnamento cit.*, pagg. 230 e ss.; MAZZINI, *L'ambito applicativo cit.*, pagg. 708 e ss.; RIGHINI, *Recenti sviluppi cit.*, pagg. 150 e ss.; ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e responsabilità*, 2008, pagg. 526 e ss.; SANGIOVANNI, *Il caso ñ*my way*ò cit.*, pagg. 3116 e ss.; SARTORI, *La (ri)vincita cit.*; SCODITTI, *La violazione cit.*; VETTORI, *Regole di validità cit.*, pagg. 104 e ss.

Seguono gli insegnamenti di queste Sezioni Unite numerose pronunce, tra le quali, *ex multis*, si ricordano: Tribunale di Torino, sentenza 7 novembre 2008, inedita; Tribunale di Roma, sentenza 19 luglio 2008, inedita, e 14 luglio 2008, inedita.

([246]) MAFFEIS, *Discipline preventive cit.*, pagg. 404 e ss., secondo cui ñ*l'obbligo di astenersi dal compimento di operazioni inadeguate o in conflitto di interessi manifesta la disapprovazione dell'ordinamento per le operazioni compiute in consimili situazioni di pericolo, che ne comporta la sicura nullità per illiceità in omaggio all'esigenza di ordine pubblico di garantire l'integrità dei mercati contro la diffusione di operazioni pericolose (e molto probabilmente dannose)*ò; ID., *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *I contratti*, 2008, pagg. 555 e ss.; GENTILI, *Disinformazione cit.*, pag. 398 il quale osserva che ñ*il fatto che i singoli acquisti siano programmati genericamente nel contratto-quadro non toglie affatto l'importanza determinante che*

Questa conclusione, ad onor del vero, risponde coerentemente alla premessa logica da cui le Sezioni Unite partono, ossia la ricostruzione del contratto quadro come contratto di mandato, con conseguente natura di atti esecutivi delle singole negoziazioni.

Tuttavia, si nota come il difetto dell'autorizzazione scritta incida sulla struttura dell'atto negoziale perché è la sua stessa esistenza a porsi in contrasto con la scelta effettuata dall'ordinamento giuridico. Da ciò la nullità ai sensi dell'art. 1418, comma 2, cod. civ. ovvero, laddove si eccepisca la mancanza di una nullità testuale, per la violazione di una norma imperativa ai sensi dell'art. 1418, comma 1, cod. civ. ([247]).

Si è efficacemente osservato che la mancanza dell'autorizzazione redatta per iscritto - inderogabilmente prevista per dar seguito ad una operazione inadeguata o in conflitto di interessi - incide inevitabilmente sul nascere del negozio, costituendo perciò un vizio genetico. In altri termini, siamo di fronte ad una irregolarità giuridica che trae titolo da un fatto contestuale al perfezionamento e all'efficacia del contratto e non anche di una sopravvenuta inadempienza atta eventualmente a tradursi in una anomalia funzionale del contratto ([248]).

In sintesi, la tesi giurisprudenziale dimentica che talora la violazione di una regola di comportamento altera il processo di formazione, e quindi la conformazione, della regola negoziale. In tali casi, gli elementi costitutivi della fattispecie negoziale sono alterati e l'invalidità della stessa discenderebbe secondo i principi generali.

Di conseguenza, delle due l'una: o il contratto è nullo per illiceità dell'oggetto, atteso che la prestazione contrattuale coincide con comportamenti vietati da norme

---

*ha la scelta negoziale fatta al momento dei singoli acquisti ai fini degli scopi dell'investitore. Non sono perciò affatto uno scontato momento esecutivo, ma un essenziale momento decisionale*ò; SANGIOVANNI, *Operazioni inadeguate cit.*, pagg. 568 e ss.; SARTORI, *La (ri)vincita cit.*, pagg. 23 e ss.

Sembra invece condividere questa impostazione, anche in ottica della scomparsa del divieto di operazioni in conflitto di interesse a seguito della ricezione della direttiva MIFID, SCODITTI, *La violazione cit.*, pag. 786.

Anche nella giurisprudenza formatasi successivamente all'arresto, nonostante sia condiviso l'impianto fondato sulla distinzione regole di validità-regole di condotte, c'è una forte critica riguardo tale *obiter dictum*: cfr., *ex multis*, Tribunale di Venezia, sentenza 27 marzo 2008, in www.ilcaso.it.

([247]) MAZZINI, *L'ambito applicativo cit.*, pagg. 717 e ss.

([248]) In questi termini, SARTORI, *La (ri)vincita cit.*, pagg. 23 e ss.

imperativi preposte alla tutela (di ordine pubblico) della trasparenza dei servizi finanziari ([249]), ovvero il contratto è nullo per difetto di accordo delle parti.

Si finirebbe, in tal modo, per scivolare dalle nullità virtuali a quelle strutturali ma, in conclusione, la sanzione rimarrebbe quella della nullità ([250]).

In merito allôassimilazione della responsabilità precontrattuale a quella contrattuale, i giudici di legittimità, richiamando la teoria del *Sozialkontakt*, mostrano segni di continuità con lôarresto del 2005 ([251]).

Ancora, altro segno di continuità si ha, sempre con lôarresto precedente, per un altro aspetto innovativo, quello inerente la compatibilità tra responsabilità precontrattuale e contratto validamente concluso.

Si legge, a proposito, in ordine alla violazione delle regole di comportamento, che la violazione delle stesse ñè *naturalmente destinata a produrre una responsabilità di tipo precontrattuale, da cui ovviamente discende lôobbligo per lôintermediario di risarcire gli eventuali danni. Non osta a ciò lôavvenuta stipulazione del contratto. Infatti, per le ragioni già da tempo poste in luce dalla migliore dottrina e puntualmente riprese dalla citata sentenza di questa corte n. 19024 del 2005* ï *alla quale si intende su questo punto dare continuità* ï *la violazione dellôobbligo di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto assume rilievo non soltanto nel caso di rottura ingiustificata delle trattative, ovvero qualora sia stipulato un contratto invalido o inefficace, ma anche se il contratto concluso sia valido e tuttavia risulti pregiudizievole per la parte rimasta vittima del comportamento scorrettoò* ([252]).

Infine, per quanto concerne il *quantum* del risarcimento precontrattuale, ancora le Sezioni Unite, in continuità con lôarresto del 2005, confermano la liquidazione del solo

---

([249]) Così, in particolare, MAFFEIS, *Discipline preventive cit.*, pag. 405; ID, *Dopo le Sezioni Unite cit.*, pag. 557.

([250]) MAZZINI, *Lôambito applicativo cit.*, pag. 723.

([251]) Prendendo spunto dalla c.d. responsabilità per contatto sociale, VETTORI, *Regole di validità cit.*, pagg. 107 e ss., ricostruisce la responsabilità pre-contrattuale come forma di responsabilità contrattuale, avallando quindi la sentenza della Cassazione del 2005. In particolare, lôautore afferma che ñ*le trattative creano un contatto qualificato e danno inizio ad un procedimento ove non esistono estranei i* ñ*passanti*ò *ma due soggetti in una relazione qualificata volta alla conclusione di un contratto. Quando questo si conclude la violazione della buona fede nella fase preliminare non può che rimanere assorbita nella disciplina dello stesso contratto e nella connessa responsabilità per inadempimento*ò.

([252]) Cassazione Civile, Sezioni Unite, sentenza n. 26724 del 19 dicembre 2007, in *Il foro it.*, 2008, pag. 785. Valuta positivamente questa continuità tra le due statuizioni, VETTORI, *Regole di validità cit.*, pagg. 106 e ss.

interesse negativo per cui ñ*il risarcimento del danno deve essere commisurato al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento tenuto in violazione dell'obbligo di buona fede, salvo che sia dimostrata l'esistenza di ulteriori danni che risultino collegati a detto comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto*ò ([253]).

Per il *quantum* del risarcimento contrattuale, invece, è stato successivamente chiarito dalla giurisprudenza di merito posteriore che il danno subito dall'investitore, in dipendenza della violazione dei doveri informativi dell'intermediario, è soggetto a rivalutazione monetaria, in quanto debito di valore, e al danno emergente va sommato quello da lucro cessante costituito dalla differenza fra l'ammontare del debito di valore rivalutato secondo gli indici Istat e la somma che sarebbe risultata da un prevedibile impiego della somma originariamente dovuta ([254]).

2.4.5. *Segue. Profili di ordine probatorio circa il nesso di causalità omissiva, la diligenza dell'intermediario e la gravità del suo inadempimento.*

La tesi dell'inadempimento offre, a differenza delle precedenti, notevoli spunti di riflessione in ottica processuale.

In particolare, spetterà all'investitore la prova circa la sussistenza della condotta omissiva dell'intermediario, il pregiudizio patrimoniale subito dal primo ed un nesso eziologico che vincoli il danno all'omissione. Questo significa che il risparmiatore dovrà innanzitutto dimostrare l'esistenza del contratto quadro stipulato con l'intermediario e dal quale nascono gli obblighi informativi e di condotta a cui quest'ultimo è tenuto. E ciò perché qualsiasi condotta omissiva postula sempre la pre-esistenza di un obbligo giuridico, vuoi che la fonte sia la legge vuoi che sia il contratto.

Successivamente, l'investitore dovrà provare l'omissione di tali informazioni e la sussistenza di un evento pregiudizievole in capo a lui ma, soprattutto, l'efficacia eziologica delle prime circa il prodursi del secondo. Secondo i principi generali in

---

([253]) Cassazione Civile, Sezioni Unite, sentenza n. 26724 del 19 dicembre 2007, in *Il foro it.*, 2008, pag. 785.

([254]) Tribunale di Roma, sentenza 11 ottobre 2007, in www.ilcaso.it. In dottrina, vedi DURANTE, *Intermediari finanziari cit.*, pagg. 345 e ss.; GENTILI, *Disinformazione cit.*, pag. 396.

materia di contratti, in effetti, il danno deve essere conseguenza immediata e diretta della condotta del debitore.

Ora, in tema di causalità omissiva la giurisprudenza civilistica era solita attingere a piene mani dalle elaborazioni prodotte dalla giurisprudenza formatasi in ambito penalistico in relazione ai reati omissivi ([255]). Il giudizio contro fattuale, nella causalità omissiva, si presenta esattamente speculare a quello che opera nella causalità attiva: a fronte dell'omissione, dunque, si deve aggiungere mentalmente la condotta normativamente prescritta ed osservare se (dal punto di vista probabilistico) l'evento in concreto realizzato non si sarebbe, invece, prodotto.

Pertanto, si può ritenere sussistente un nesso di causalità tra l'omissione informativa ed il danno patrimoniale subito dall'investitore se, tramite un giudizio controfattuale, risulta – secondo il criterio statistico del "più probabile che non" – che l'informazione *de qua*, laddove fosse stata offerta al cliente, avrebbe distolto lo stesso da quella operazione finanziaria ovvero ne avrebbe diretto l'interesse *aliunde* verso un'operazione affatto diversa ([256]).

Tuttavia, numerose pronunce, successive all'arresto del 2007, hanno talvolta ritenuto sussistente *in re ipsa* il nesso di causalità allorché l'intermediario aveva violato gli obblighi di astensione nelle ipotesi di conflitto di interessi ovvero di operazioni inadeguate ([257]).

In tal modo, si è osservato che l'andamento negativo del mercato finanziario ricadrebbe, nella veste di rischio tipico delle operazioni *de quibus*, totalmente sull'intermediario perché l'obbligo di astensione avrebbe proprio la funzione di prevenire tal rischio ([258]). Tale presunzione, comunque, non è mai assoluta e può convivere con il concorso di colpa dell'investitore ovvero con comportamenti successivi dell'intermediario interruttivi del nesso eziologico.

([255]) Attualmente, è dato assistere ad una sorta di emancipazione circa l'accertamento (e non anche la struttura) del nesso eziologico in campo civile: dalla celeberrima sentenza Franzese e dal suo insegnamento (il criterio di alto grado di credibilità razionale) alle Sezioni Unite n. 581 del 2008 che hanno introdotto, in campo civile, il criterio del "più probabile che non".

([256]) DURANTE, *Intermediari cit.*, pagg. 382 e ss. Tribunale di Fermo, sentenza 9 settembre 2008, inedita; Corte di Appello di Milano, sentenza 26 novembre 2008, inedita.

([257]) Cfr., ad esempio, Tribunale di Milano, sentenza 14 febbraio 2009, in www.ilcaso.it; Tribunale di Venezia, sentenza 28 febbraio 2008, in *I contratti*, 2008, pag. 555. Particolare risulta Tribunale di Salerno, sentenza 10 novembre 2006, in www.jurisdata.it, che esonera dalla prova circa la sussistenza del nesso di causalità il cliente occasionale e grava di tale onere probatorio l'operatore c.d. qualificato.

([258]) MAFFEIS, *Discipline preventive cit.*, pag. 407; ID, *Dopo le Sezioni Unite cit.*, pagg. 557 e ss.

Nondimeno, lôimportanza di questo orientamento giurisprudenziale deve essere risaltato perché riecheggia una teoria elaborata, in ottica general-preventiva e per il mercato secondario, negli Stati Uniti dôAmerica dalla Corte Suprema Federale e conosciuta con lôacronimo di FOTM (*Fraud on the Market Theory*).

In sintesi, questa teoria si basa sulla *efficient capital markets hyphothesis* alla stregua della quale il mercato finanziario è efficiente, quanto meno in forma semi-forte. In particolare, nella forma debole, i prezzi riflettono tutte le informazioni passate relative agli strumenti finanziari ed al loro emittente. Nella forma semi-forte, i prezzi riflettono non solo le informazioni passate, ma anche tutte le informazioni pubblicamente disponibili sul mercato. Nella forma forte, i prezzi riflettono pure le informazioni di cui dispongono gli *insiders*. Di conseguenza, la teoria della FOTM postula che i prezzi riflettano le informazioni disponibili e che, pertanto, le notizie false siano immediatamente riflesse nei prezzi sulla base dei quali gli operatori assumono le proprie decisioni di investimento o disinvestimento nel mercato secondario ([259]). Secondo i dettami di tale teoria, quindi, il giudice non dovrebbe più accertare la sussistenza di un nesso eziologico tra falsa informazione ovvero omessa informazione e danno patrimoniale posto che si presume che la prima sia stata incorporata nel prezzo del titolo. Naturalmente, la FOTM, per come è strutturata, richiede un elemento intenzionale che non si concilia con le false od omesse informazioni dovute a mera negligenza dellôintermediario.

Un esempio di applicazione della teoria in esame si può leggere in un recente arresto della giurisprudenza di merito in cui si stabilisce che ñ*se in generale grava specificamente sullôinvestitore lôonere di dimostrare il nesso di causalità tra inadempimento degli obblighi comportamentali e danno, onere che può essere assolto eventualmente anche attraverso il ricorso a presunzioni a norma dellôart. 2727 e ss. c.c. [é] vi sono, tuttavia, talune ipotesi nelle quali, come emerge inequivocabilmente dalla lettura della sentenza n. 26724/07 delle S.U. della Suprema Corte, il nesso di causalità in questione deve ritenersi* in re ipsa *[é], come nel conflitto di interessi e nelle operazioni inadeguate, nelle quali [é] lôintermediario può legittimamente dar attuazione allôordine di investimento solo in presenza di determinate condizioni non*

([259]) Per una ricostruzione dettagliata di tale teoria e dei suoi influssi negli Stati Uniti dôAmerica nonché in Italia, vedi *amplius* GIUDICI, *La responsabilità cit.*, pagg. 256 e ss.

ricorrendo le quali lo stesso ha lôobbligo di astenersi. Ove lôintermediario non sia astenuto dal compiere unôoperazione dalla quale avrebbe dovuto necessariamente astenersi ï abbia, ad esempio, dato corso ad unôoperazione in conflitto di interessi senza comunicare per iscritto lôesistenza di tale conflitto e senza ottenere la preventiva autorizzazione scritta del cliente oppure abbia eseguito unôoperazione inadeguata pur in mancanza di un ordine impartito per iscritto [é] ï deve ritenersi che lôintermediario abbia concorso causalmente alla determinazione del dannoò ([260]).

Sempre dal punto di vista processuale, ma questa volta nellôottica dellôintermediario, la peculiare inversione dellôonere probatorio ï sancita generalmente per la responsabilità contrattuale dallôart. 1218 cod. civ. e, in particolare, per i contratti finanziari, dallôart. 23, comma 6, TUF ï accolla allôintermediario la prova liberatoria circa la diligenza spiegata nel suo operato professionale.

In altri termini, per superare la presunzione legale relativa, dovrà essere lôintermediario a dimostrare di aver rifuso, nel caso concreto, la diligenza professionale richiestagli, ai sensi dellôart. 1176, comma 2, cod. civ., nella stipulazione e nellôesecuzione del contratto in questione ([261]).

Vi è, inoltre, chi afferma che lôart. 23, comma 6, TUF non sia un mero doppione dellôart. 1218 cod. civ. perché non permetterebbe, in materia finanziaria, il ricorso allôart. 2236 cod. civ. il quale limita, in caso di ñsoluzioni di problemi tecnici di speciale difficoltàò, la responsabilità del prestatore dôopera intellettuale soltanto ai casi di dolo o colpa grave ([262]).

Infine, appare utile spendere una riflessione, strettamente attinente al parametro della diligenza professionale, circa il grado di esperienza maturato nel settore finanziario dallôinvestitore. Invero, è facilmente comprensibile che il grado di diligenza professionale proprio dellôintermediario sia in qualche modo correlato alla adeguatezza

---

([260]) Tribunale di Venezia, sentenza 28 febbraio 2008, in *I contratti*, 2008, pag. 555.

([261]) Cfr. Corte di Cassazione, Sezione I, sentenza n. 3773 del 17 febbraio 2009, in *Danno e resp.*, 2009, pag. 503, che, in maniera assolutamente chiara, ribadisce che ñ*nei contratti di intermediazione finanziaria, allorché risulti necessario accertare la responsabilità contrattuale per danni subiti dallôinvestitore [é] risulta così disciplinato il riparto dellôonere della prova: lôinvestitore deve allegare lôinadempimento delle citate obbligazioni da parte dellôintermediario, nonché fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e lôinadempimento, anche sulla base di presunzioni; lôintermediario, a sua volta, deve provare lôavvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico, allegate come inadempiute dalla controparte, e, sotto il profilo soggettivo, di avere agito ñcon la specifica diligenza richiestaòò*.

([262]) DURANTE, *Intermediari cit.*, pag. 372.

delle informazioni richieste, nei casi di doveri di informazione passiva, ovvero fornite, nei casi di doveri di informazione attiva, al cliente ([263]).

In tal senso, si è anche sostenuto che gli obblighi di informazione a carico dell'intermediario sono inversamente proporzionali al livello di competenza tecnica del cliente: ad un investitore esperto, infatti, sarà sufficiente fornire indicazioni minime sulle caratteristiche del singolo prodotto, al contrario di quanto sarà necessario fare nei confronti di un risparmiatore occasionale ([264]). In questo caso, giova ricordarlo, non siamo in presenza di un c.d. operatore qualificato bensì di un cliente che, ad esempio per aver già compiuto simili convenzioni finanziarie, sia dotato comunque di un seppur minimo bagaglio di conoscenze tecniche. Ad ogni modo, la diversa comunicazione (sia dal punto di vista quantitativo che qualitativo) delle informazioni a seconda dell'esperienza dell'investitore sposa la stessa *ratio* che abbiamo visto presiedere all'individuazione della peculiare categoria del c.d. operatore qualificato.

Ora, dal punto di vista dell'analisi economica del diritto, un autore in particolare si è soffermato sull'analisi – in ottica di distribuzione dei costi correlati al pregiudizio subito dal cliente e della sua efficacia come deterrente a future infedeltà – del rimedio risarcitorio, preferito a quello della massima invalidità civile ([265]).

L'informazione fornita al cliente, in effetti, si atteggia a vero e proprio bene privato, atteso il suo valore economico e l'esclusività del suo godimento, così che il singolo investitore-controparte negoziale, per goderne i benefici, deve sopportarne i costi di produzione. Questa dinamica di equilibrio tenderebbe così ad assicurare una adeguata protezione dell'informazione-bene privato ed a scongiurare, di conseguenza, i rischi di *free riding*, preludio dei fenomeni di instabilità finanziaria ([266]).

In tale prospettiva, quindi, nel caso di accertato inadempimento dell'intermediario dei doveri informativi, sembrerebbe più efficiente un rimedio capace di assicurare una perfetta compensazione del creditore, riportando il cliente al livello di benessere di cui avrebbe beneficiato se non ci fosse stato l'inadempimento *de quo*, senza dimenticare poi i privilegi immunitari del rimedio restitutorio che manterrebbe ingiustificatamente

([263]) Sottolinea questo rapporto direttamente proporzionale, SARTORI, *La (ri)vincita cit.*, pagg. 2 e ss.

([264]) Tribunale Catania, sentenza 8 febbraio 2007, in www.ilcaso.it.

([265]) SARTORI, *La (ri)vincita cit.*, pagg. 31 e ss.

([266]) *Ibidem*.

indenne il risparmiatore da eventuali danni conseguenti allôandamento negativo del mercato ovvero al concorso colposo del suo comportamento negligente ([267]).

In ultimo, rimane da analizzare la possibilità da parte dellôinvestitore, a fianco del risarcimento del danno contrattuale, di richiedere ai sensi dellôart. 1455 cod. civ., laddove lôinadempimento sia di non scarsa importanza, la risoluzione del contratto quadro ([268]).

Fermo restando che lôazione di risoluzione si prescrive in 10 anni, diviene preliminare stabilire quali siano i parametri per determinare la gravità dellôinadempimento.

La giurisprudenza di merito non ha enucleato particolari criteri limitandosi, dopo enunciazioni di carattere generale, a decidere caso per caso. Pertanto, in sede di valutazione della gravità dellôinadempimento, dovrà considerarsi la natura degli interessi tutelati, non limitandoli a quelli attinenti alla sfera dellôinvestitore, accertando la sussistenza di un inadempimento talmente grave da compromettere irreversibilmente lôequilibrio del rapporto negoziale ovvero da produrre una significativa lesione dellôintegrità del mercato finanziario ([269]).

Sebbene la condotta illecita dellôintermediario potrebbe in astratto configurare un grave inadempimento del contratto quadro, si sostiene che ï essendo tale negozio giuridico caratterizzato da obblighi (di protezione) esclusivamente a carico di una sola parte, lôintermediario, al fine di regolare la successiva fase dellôesecuzione dei singoli ordini ï non avrebbe senso ammetterne la risoluzione, presupponendo tale rimedio un contratto con prestazioni, o comunque obblighi, corrispettivi di entrambi i contraenti([270]).

([267]) *Ibidem*.

([268]) Costituendo, per la giurisprudenza dominante, il contratto quadro un mandato, la risoluzione può concernere logicamente soltanto questôultimo, rimanendo immuni i singoli ordini di negoziazione che ne costituirebbero il solo momento esecutivo. Vedi per tutte, Tribunale di Roma, sentenza 23 ottobre 2008, inedita.

([269]) Corte di Appello di Lecce, sentenza 12 marzo 2009, inedita; Tribunale di Firenze, sentenza 6 luglio 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Torre Annunziata, sentenza 27 giugno 2007, in *I* contratti, 2008, pag. 5.

([270]) ALBANESE, *Regole di condotta cit.*, pagg. 120 e ss.

La risoluzione ha effetto *ex tunc* ([271]), con conseguente indebito oggettivo in capo allôintermediario ([272]). In tal caso, convergono in questa ipotesi peculiare gli effetti dei rimedi restitutori e di quelli risarcitori ([273]).

Si applica, nondimeno, lôart. 1458, comma 1, cod. civ. per cui il contratto è travolto limitatamente al solo ordine per il quale vi è stata violazione degli obblighi di condotta, mentre restano valide le operazioni già poste in essere per le quali non è controverso il rispetto delle regole di comportamento ([274]).

2.4.6. *Segue. Considerazioni critiche di natura giuridica ed economica.*

Nonostante, come accennato allôinizio del paragrafo, abbia riscosso autorevole credito presso la dottrina e le successive pronunce giurisprudenziali di merito, questa decisione non è, tuttavia, andata esente da critiche.

Si è ironicamente affermato che le sentenze ñgemelleò della Suprema Corte riconducono tutte le regole inerenti ai contratti di investimento ï in maniera indistinta, come le ñvacche nere nella notteò ï ad obblighi di informazione e di condotta, escludendo quindi per la loro inosservanza il rimedio della nullità ([275]).

In primo luogo, si è osservato che la netta distinzione tra regole di condotta e regole di comportamento non terrebbe in debito conto della peculiare natura del rapporto che lega lôintermediario al cliente: il contratto quadro non può essere configurato come mera relazione di scambio, basata su contrapposti interessi ed un rigido sinallagma, bensì un rapporto di carattere fiduciario, ove lôintermediario coopera col cliente per il perseguimento del medesimo fine ([276]). Di talché, si è precisato, gli obblighi informativi, e in senso più lato quelli di assistenza, imposti dalla legge non

([271]) GAZZONI, *Manuale cit.*, pagg. 1017 e ss.

([272]) Si rinvia a quanto già esposto nel paragrafo precedente in ordine alla restituzione a seguito della dichiarazione di nullità del contratto.

([273]) ROPPO, *I rimedi cit.*, pagg. 180 e ss.

([274]) Così, Tribunale di Catania, sentenza 22 novembre 2005, in *Il foro it.*, 2006, pag. 1212.

([275]) MAFFEIS, *Discipline preventive cit.*, pagg. 403 e ss.

([276]) MAFFEIS, *Discipline preventive cit.*, pag. 404; RIGHINI, *Recenti sviluppi cit.*, pagg. 154 e ss. Sebbene si inquadri nella tesi dellôinadempimento, coglie nondimeno questo profilo Tribunale di Roma, sentenza 8 ottobre 2004, inedita, che estende al mercato finanziario lôinsegnamento del giudice di legittimità per cui ñ*nei contratti con prestazioni corrispettive i doveri di correttezza, di buona fede e di diligenza, di cui agli artt. 1338, 1374 e 1375 e 1175 c.c., si estendono anche alle cosiddette obbligazioni collaterali di protezione, di informazione, che presuppongono e richiedono una capacità discretiva ed una disponibilità cooperativa e, quindi, nel tenere conto delle controparti allôacquisto*ò.

possono ridursi alla stregua del semplice obbligo di cui allôart. 1337, c.c., in tema di responsabilità precontrattuale, perché essi integrano, nella veste di elementi costitutivi, la fattispecie negoziale. La conclusione, quindi, sarebbe lôincertezza dei confini tra la violazione di regole di condotta esterne al contratto e quella di regole di condotta attinenti ad elementi intrinseci dello stesso ([277]).

Sempre nel solco di questa interpretazione, si è sostenuto che la distinzione tra regole di condotta e regole di comportamento, sebbene possa costituire una ñchiave di letturaò del quarto libro del codice civile, non risulterebbe però uno schema operativo per orientare i giudizi sullôapplicazione o meno dellôart. 1418, comma 1, cod. civ.([278]).

Invero, ricordando che nel sistema del codice civile vi sono regole di comportamento che incidono sulla validità del contratto ï provocandone non la nullità bensì lôannullabilità, quali le norme sui vizi della volontà ï verrebbe screditata la distinzione *de qua*, essenzialmente dottrinale e per nulla operativa.

Al riguardo, in effetti, le Sezioni Unite del 2007 non hanno offerto alcun criterio operativo capace di definire in via generale, e con ragionevole chiarezza e certezza, lôambito di applicazione dellôart. 1418, comma 1, cod. civ. ([279]).

E non vôè dubbio che in taluni casi i comportamenti della parte contrattuale, come ad esempio nel caso di reticenza, attengano non soltanto alla stipulazione ovvero allôesecuzione dellôatto bensì anche alla corretta formazione della regola che tale atto disciplina.

Sempre in merito alla stretta ed inscindibile correlazione tra doveri informativi e contenuto della fattispecie negoziale, si è acutamente osservato che costituirebbe soltanto un ñcieco formalismoò pensare che un prodotto finanziario rilevi, ai fini dellôoperazione di investimento che il cliente intende intraprendere, in ragione delle sue caratteristiche strutturali (ad esempio, la sua natura azionaria o obbligazionaria) e non anche in ragione della sua attitudine ad incrementare il reddito, difendere il capitale, concedere opportunità speculativeé In altri termini, ciò che valuta lôinvestitore è la convenienza economica e non la struttura del prodotto finanziario: la sua volontà,

([277]) RIGHINI, *Recenti sviluppi cit.*, pagg. 154 e ss.
([278]) ROPPO, *La nullità virtuale cit.*, pagg. 42 e ss.
([279]) *Ibidem*.

quindi, si forma e si modella in dipendenza delle informazioni fornite dallôintermediario([280]).

Pertanto, lôinvalidità non conseguirebbe alla violazione di una mera regola di condotta bensì alla violazione di una regola di condotta, per così dire, qualificata dal rilievo che, oltre ad essere lesiva degli interessi negoziali altrui, è destinata ad incidere negativamente anche sulla formazione della regola negoziale.

Ancora, secondo lôinsegnamento del Supremo Collegio soltanto lôafferenza della norma imperativa ad elementi intrinseci del contratto, individuati nellôoggetto o nella struttura del negozio giuridico, potrebbe comportare nullità virtuale della fattispecie concreta. Sennonché, la quasi totalità delle ipotesi ricomprese in tale violazione già sarebbero disciplinate, come nullità strutturali, dallôart. 1418, comma 2, cod. civ. Il risultato, perciò, sarebbe il concreto svuotamento pratico del contenuto applicativo del primo comma del medesimo articolo, con conseguente assorbimento delle ipotesi di nullità virtuale a quelle di nullità strutturali, atteso che entrambe risponderebbero ad analoghi parametri ([281]).

In ordine, poi, alla violazione dei doveri informativi che, in concreto, potrebbero ñinquinareò il consenso del risparmiatore, la Corte di Cassazione ha ribadito che, soltanto per tale interferenza, non può sostenersi un difetto totale di consenso, tale da giustificare la conseguente nullità strutturale *ex* art. 1418, comma 2, cod. civ. Di talché appare legittimo interrogarsi, come fa un autore con un quesito critico e retorico al tempo stesso, se lôinvestitore di tipo prudente che abbia acquistato un titolo ad alto rischio, a causa della sua incolpevole disinformazione, abbia ñvolutoò realmente un simile acquisto, ossia in altri termini abbia realmente ñvolutoò proprio ciò che voleva evitare ([282]).

In effetti, chi si pone questo interrogativo accusa il Supremo Collegio di essere stato ñveterodogmaticoò, ossia di aver prediletto la ñveritàò dogmatica agli interessi delle parti, ed in particolare di aver acriticamente avallato il vecchio insegnamento per cui, soltanto ove il consenso difetti si potrà parlare di nullità mentre, ove il consenso vi

([280]) GENTILI, *Disinformazione cit.*, pag. 397. Contraria a questa tesi è la giurisprudenza prevalente di merito, cfr. Tribunale di Torino, sentenza 7 novembre 2008, inedita; Tribunale di Forlì, sentenza 10 aprile 2008, inedita.

([281]) ROPPO, *La nullità virtuale cit.*, pagg. 42 e ss. Anche se con riferimento al precedente arresto del 2005, condivide lo stesso timore GENOVESI, *Limiti cit.*, pag. 674.

([282]) GENTILI, *La disinformazione cit.*, pag. 401.

sia ma risulti viziato, si potrà (e dovrà) parlare di annullabilità. Ricorda, però, il medesimo autore che lôevoluzione normativa ha portato, ad esempio nei contratti col consumatore, a comminare la nullità in caso di clausole vessatorie, ossia in fattispecie ove il consenso cê ma è viziato dalla disinformazione che, nel caso concreto, ha prodotto una significativo squilibrio ([283]).

In conclusione, quindi, possiamo sintetizzare, a proposito delle numerose critiche avanzate alla massima delle Sezioni Unite, che ñ*lôautorevolezza dellôinsegnamento impone di considerarlo, ma non di condividerlo. E sebbene sia superbia respingerlo (dôaltronde, solo in parte), è giusto inchinarsi alla ragione piuttosto che allôautoritàò*([284]).

2.5. I gap di informazione e controllo nei più recenti casi giurisprudenziali: *bond* argentini, *crack* Cirio e Parmalat. Lacune normative ed inefficienza delle regole vigenti ovvero mancata attuazione ed osservanza delle stesse?

2.5.1. *Premesse ed oggetto dellôindagine.*

Il paragrafo conclusivo del presente capitolo concentra la sua analisi sui casi più eclatanti di dissesto finanziario che, a ben vedere, sono stati i motori delle recenti novelle legislative e degli ultimi arresti giurisprudenziali.

Lôaspetto peculiare che ha connotato queste vicende risiede nella violazione delle regole di condotta gravanti sugli intermediari e, in particolare, i già ampiamente analizzati oneri di informazione.

Mentre nei paragrafi precedenti abbiamo analizzato il sistema dei possibili rimedi ad una situazione patologica già prodottasi (*rectius*: lôeffetto della violazione dei doveri informativi) in questo paragrafo conclusivo si vuole effettuare una considerazione finale ï tanto *de iure condendo* quanto, soprattutto, *de iure condito* ï sullôarsenale normativo

([283]) *Ibidem.*
([284]) *Ivi*, pag. 393.

che avrebbe dovuto prevenire simili dissesti ma che, in ultimo, i fatti hanno rilevato inidoneo allo scopo prefissato.

In particolare, si vuole comprendere se il problema sia da ricercare nellôincapacità dellôattuale sistema normativo di arginare simili fenomeni di *default* ovvero se - a fronte di un panorama di disposizioni sufficientemente consone, le quali sulla carta non sembrerebbero presentare alcun difetto ï la questione sia da ricercare, piuttosto, nellôineffettività di tale arsenale normativo.

Prima di cercare di ñdistribuireò correttamente il carico di responsabilità sulla struttura e sul contenuto delle norme ovvero sullôattuazione e lôeffettività, nel mercato finanziario, delle stesse, appare utile ripercorrere, seppur brevemente, le tappe storiche delle vicende di cui al titolo in epigrafe.

Non da ultimo si vedrà come la tipologia di rimedi adottata a seguito delle violazioni dei doveri informativi condizioni nuovamente, come in una sorta di circolo vizioso, la possibilità di ulteriori comportamenti illeciti da parte dellôintermediario. Per esemplificare, lôadozione incondizionata del rimedio risarcitorio - ossia la sanzione civilistica che, in questo campo, dispiega la minore efficacia general-preventiva ï consentirà, in caso di una delle suddette violazioni, numerosi ñannacquamentiò (dovuti soprattutto agli ostacoli di natura processuale) della responsabilità dellôintermediario che, posta la scarsa forza deterrente del rimedio adottato, potrà perpetrare le sue condotte illecite.

Ora, lôoggetto della nostra indagine sarà delimitato alla decozione delle aziende Cirio e Parmalat ed allôaltrettanto noto *default* della Repubblica argentina.

I tre dissesti sopra evidenziati hanno, invero, dei punti di contatto e delle divergenze che non si mancherà di evidenziare al fine di porre in luce profili comuni e dissonanze.

La nostra analisi terminerà con delle considerazioni finali circa la prevedibilità di tali dissesti finanziari e, più precisamente, lôevitabilità degli stessi attraverso una normativa *ad hoc* o, più semplicemente, attraverso lôefficace attuazione della disciplina già in vigore.

Sin da subito, però, si vuole sottolineare il comune denominatore che ha giustificato lôunitaria trattazione di questi tre casi.

Tanto la crisi delle aziende italiane quanto il *default* della Repubblica argentina sono stati caratterizzati da una complessa operazione negoziale strutturata in tre passaggi fondamentali.

Nella prima fase, gli emittenti hanno realizzato una sollecitazione all'investimento con collocazione dei titoli, a scarso o nullo rendimento, presso investitori istituzionali.

Nella seconda, quella che maggiormente ci occuperà nelle pagine che seguono, gli investitori istituzionali, quasi sempre istituti di credito, hanno venduto i titoli di cui sopra ai propri clienti, scaricando dunque "verso il basso" le prevedibili passività finanziarie e trasferendo i relativi oneri economici dei dissesti ai risparmiatori.

In questa fase, tuttavia, non si transita più nel campo dell'appello al pubblico risparmio – che ha caratterizzato la fase precedente – bensì in quello del servizio di investimento in senso proprio. Invero, difettando il "pubblico" - ossia il requisito costitutivo della sollecitazione all'investimento - gli ordini individuali di acquisto effettuati dagli investitori altro non sono se non negoziazioni per conto proprio tra istituto di credito e cliente ([285]).

Ed è soltanto in questo stadio che ha senso il richiamo, operato dalla giurisprudenza di merito ([286]), all'art. 21 TUF ed agli artt. 27 e ss. reg. Consob in tema di osservanza dei doveri informativi e di condotta degli intermediari finanziari.

I rilievi che sono stati mossi agli istituti di credito - ossia all'anello intermedio della catena negoziale che lega l'emittente all'investitore - sono stati sostanzialmente tre([287]): l'aver agito senza aver previamente ed adeguatamente informato l'investitore

---

([285]) Per l'analisi di questo passaggio fondamentale, vedi *amplius* SANGIOVANNI, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *I contratti*, 2006, pag. 692.

([286]) Vedi note nn. 160 e 173.

([287]) Li evidenziano, in particolar modo, BOMBELLI-IATO, *Obbligazioni Argentina e Cirio: responsabilità dell'istituto bancario intermediario*, in *Giurisprudenza di merito*, 2006, pagg. 1403 e ss.; BUFACCHI, *La libertà di negoziazione nei mercati finanziari riduce il potere di vigilanza degli organi preposti*, in *Guida al diritto*, 2010, pagg. 14 e ss.; COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat*, bonds *argentini*, in *Giurisprudenza italiana*, 2006, pagg. 537 e ss.; FABIANO, *La negoziazione di* bond *e le conseguenze della violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario tra responsabilità per inadempimento e nullità del contratto*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007, pag. 340; FANTETTI, *Tutela del risparmiatore e* class action. *Il caso Cirio*, in *La responsabilità Civile*, 2008, pagg. 413 e ss.; POLIANI, *Obblighi di informazioni ed acquisto di obbligazioni Parmalat*, in *I contratti*, 2006, pagg. 14 e ss.; RUVOLO, *Questioni in tema di obbligazioni argentini e rimedi contrattuali*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2007, pagg. 830 e ss.; SANGIOVANNI, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, in *Le società*, 2006, pagg. 607 e ss.; ID., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *I contratti*, 2006, pagg. 691 e ss.; RUSSO, *Il caso Parmalat: tra conflitto*

circa il palese interesse sotteso alla prestazione finanziaria; il non aver osservato la *suitability rule* o, in altri termini, il non aver rispettato il profilo di rischio del risparmiatore in relazione alla tipologia di strumenti finanziari oggetto dell'ordine; il non aver previamente informato l'investitore della provenienza degli strumenti *de quibus* la cui emissione, per il peculiare collocamento "istituzionale", non era stata previamente autorizzata dalla Consob ([288]); infine, l'aver spostato sui risparmiatori loro clienti ciò che, più che un naturale rischio appartenente all'alea del mercato finanziario, rappresentava una sicura perdita.

Come è facile intuire, le violazioni sopra elencate sono riconducibili allo statuto di disciplina prescritto dall'art. 21 TUF ed integrato, con fonte di rango secondario, dalle previsioni di dettaglio contenute negli artt. 27 e ss. reg. Consob.

I quattro profili sopra evidenziati, tuttavia, non sono tra loro scindibili perché, nella condotta complessivamente tenuta dalle banche, si influenzano tra di loro provocando una sinergia negativa teleologicamente rivolta a danno dell'investitore.

Si deve sottolineare, poi, come la liquidabilità del titolo nonché la qualità dell'emittente si ripercuotano inevitabilmente sull'esatta portata della *best execution rule*, posto che gli ordini di negoziazione devono essere eseguiti alle condizioni più favorevoli per i clienti ([289]).

Infine, nella terza ed ultima fase, lo stato di decozione degli emittenti è stato accertato, sia pur con negligente tardività, dall'autorità di vigilanza ([290]). Alla dichiarazione di *default* sono seguiti, poi, l'instaurazione di procedimenti civili e penali, a carico degli emittenti, e procedimenti civili, a carico degli intermediari finanziari, in un quadro più ampio di tutela (ormai soltanto in forma repressiva o *ex post*) degli investitori "traditi" ([291]).

La considerazione che precede – tratteggiando a grandi linee le comuni operazioni finanziarie poste in essere nelle diverse fasi illustrate – può ora essere integrata ed arricchita con le peculiarità delle singole vicende di dissesto le quali, a ben vedere,

---

dell'interesse del lead manager *e tutela risarcitoria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2007, pagg. 1252 e ss..

([288]) Questo rilievo, naturalmente, non vale per la Repubblica argentina. Per le peculiarità del *default* che l'ha riguardata, vedi oltre il paragrafo 2.5.4.

([289]) POLIANI, *Obblighi di informazioni cit.*, pag. 20.

([290]) Anche questo rilievo, naturalmente, non vale per la Repubblica argentina. Vedi nota n. 153.

([291]) Per le sanzioni afflittive di natura internazionale che hanno colpito l'Argentina, vedi oltre il paragrafo 2.5.4.

presentano cause e *modus procedendi* dissimili e, quindi, meritevoli di essere approfonditi in sedi separate.

Nondimeno, nella trattazione che segue, si rinvierà spesso alle tre fasi del procedimento appena evidenziato posto che esso assurge a schema comune del meccanismo che ha condotto agli stati di decozione che ora si analizzeranno.

2.5.2. *Il caso Parmalat.*

La vicenda Parmalat può essere sintetizzata come il frutto di decenni di malgoverno societario, di collusione tra le cariche apicali dell'azienda ed i poteri bancari e politici del tempo nonché di colpevole inerzia dell'autorità di vigilanza ([292]).

Il *modus operandi* che ha contraddistinto gli organi direttivi del gruppo di Collecchio è da rinvenire, sostanzialmente, in una reiterata condotta di falsità nelle comunicazioni sociali. Attraverso la mendace certificazione di bilancio, infatti, l'azienda ha ottenuto ingenti prestiti, successivamente non onorati, tanto da parte dello Stato (grazie anche all'appoggio di alcuni esponenti politici) quanto da parte di diversi istituti di credito ([293]).

L'indebitamento a seguito di false comunicazioni sociali ha quindi condotto l'azienda all'inevitabile crack: verso la fine del 2003, il totale dei debiti che questa non poteva più onorare ammontava a circa 14 miliardi di euro.

Dopo l'accertamento del *default*, le stesse banche si sono dichiarate vittime della politica economica fraudolenta dell'impresa che, nel corso degli anni, era riuscita attraverso le falsità sociali a celare l'enorme esposizione debitoria accumulata.

Una volta illustrate la causa dello stato di decozione ed il *modus operandi* dell'azienda, si devono ora mettere in luce le peculiarità che differenziano il caso

---

([292]) Tra la copiosa giurisprudenza che si è occupata *ex professo* della vicenda, vedi *ex multis*, Tribunale di Roma, sentenza 3 novembre 2009, in www.ilcaso.it; Tribunale di Genova, sentenza 15 marzo 2005, in *Danno e resp.*, 2005, pag. 609; Tribunale di Palermo, sentenza 17 gennaio 2005, inedita; Tribunale di Taranto, sentenza 27 ottobre 2004, in *Giur. Mer.*, 2005, pag.839; Tribunale di Venezia, sentenza 22 novembre 2004, in *I contratti*, 2005, pag. 5; Tribunale di Firenze, sentenza 30 maggio 2004, in *Giur. Mer.*, 2005, pag. 839.

([293]) Considerando che l'origine del malgoverno societario risale agli inizi degli anni '90, ossia nel periodo di vertiginoso sviluppo delle imprese sotto analisi, si può affermare che la Consob attivò i suoi poteri ispettivi con un ritardo imperdonabile, arrivando soltanto nel 2003 a visionare le movimentazioni contabili della società.

Parmalat dagli altri che saranno oggetto di apposita analisi nei paragrafi che seguono. Appare utile, a tal proposito, richiamare i tre passaggi fondamentali di cui si compone la complessa vicenda finanziaria sopra cennata e che ha caratterizzato tutti i dissesti finanziari ricompresi nella nostra indagine.

In relazione alla prima fase, vale a dire lôofferta al pubblico, il gruppo di Collecchio ha optato per la strada più sicura offerta dalla sollecitazione allôinvestimento presso investitori istituzionali. In realtà, una simile scelta risultava dettata dallo scarso o quasi nullo rendimento dei titoli in questione nonché dal riparo offerto dallôart. 100, comma 1, lett. a) che, in simili ipotesi, esenta dallôobbligo di fornire il prospetto informativo, previsto dagli artt. 94 e 94 *bis* TUF e subordinato alla successiva approvazione da parte della Consob ([294]).

La *ratio* dellôart. 100, comma 1, lett. a), è di intuitiva comprensione e riposa su di un condivisibile principio di efficienza. Questo perché tra soggetti di pari conoscenze tecniche, la redazione del prospetto assumerebbe un carattere pleonastico e diseconomico.

Nondimeno, è stata proprio lôassenza di questo filtro di controllo preventivo a permettere allôazienda Parmalat di celare, agli istituti di credito che la sovvenzionavano, lo stato di dissesto finanziario in cui verteva.

Come abbiamo sopra ricordato, il danno è stato poi scaricato, verso il basso, sui singoli risparmiatori che acquistavano obbligazioni Parmalat, ignari dellôimminente crack del gruppo di Collecchio.

Questo meccanismo perverso rende la vicenda Parmalat un *unicum* nel panorama della storia della crisi industriale in Italia ([295]). Per la prima volta, infatti, il *default* di unôazienda non era pagato dagli istituti di credito ovvero dallo Stato bensì, seguendo un

---

([294]) In particolare, lôart. 94, comma 2, TUF specifica il contenuto del prospetto informativo, deferendo i criteri previsti, e già analizzati, dallôart. 21 TUF nel diverso campo dellôofferta al pubblico. In particolare, si prescrive che ñ*il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta*ò.

([295]) Analoghe considerazioni verranno svolte a proposito della vicenda successivamente analizzata, vale a dire il caso Cirio.

procedimento a cascata, dalla categoria ñfinaleò dei privati risparmiatori ([296]). Forse è proprio in questo elemento di novità che si può rinvenire il motivo determinante della sfrontatezza del comportamento assunto dagli organi direttivi di tale impresa.

Passando alla seconda fase, quella relativa alle controversie instaurate dai clienti contro i singoli intermediari, si deve notare come la giurisprudenza di merito che si è occupata dalle vicenda ([297]) abbia definito gli istituti di credito come una sorta di ñosservatori privilegiatiò che non potevano non prevedere lôimminente dissesto finanziario dellôazienda *de qua* ([298]).

In particolare, nelle *offering circular* delle banche il *rating* attribuito al titolo Parmalat era il ñBBBò, indicante un titolo adatto anche ad investitori non esperti. Da ciò si può dedurre che la condotta delle banche era volta alla massimizzazione del valore di mercato del proprio portafogli titoli ed al contemporaneo trasferimento, con palese violazione degli obblighi informativi e di condotta prescritti dallôart. 21 TUF, del rischio ai risparmiatori ([299]).

È stato osservato come il conflitto di interesse, in questi casi, risulti palese perché lôistituto di credito si trovava, contemporaneamente, nella posizione di ñfinanziatore della società attraverso lôerogazione del credito, *manager* nella emissione delle obbligazioni, e venditore dei *bonds* alla clientela *retail*ò ([300]).

Si deve ricordare, a tal proposito, che, nel caso di rapido disfacimento dal proprio portafogli di titoli in esubero, la Consob ha ritenuto escluso il conflitto di interesse soltanto nel caso in cui ñ*le condizioni della singola transazione fossero ï rispetto alle operazioni con analoghe caratteristiche prospettabili in alternativa ï così favorevoli per il cliente da escludere per esso ogni concreto pregiudizio, anche in termini comparativi riferiti al mancato conseguimento di una più favorevole opportunità di*

([296]) FIMMANÒ, *I* gap *di informazione e controllo nei* crac *Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in *Le società*, 2004, pagg. 403 e ss..

([297]) Vedi nota n. 158.

([298]) In effetti, il pericolo di crack era già stato percepito dal mercato finanziario quando, ad inizio del 2003, il gruppo era stato costretto a ritirare lôemissione di un prestito obbligazionario da 300 milione di euro destinato ad investitori istituzionali a causa delle consistenti vendite del titolo.

([299]) Secondo Tribunale di Monza, sentenza 16 dicembre 2004, in www.ilcaso.it, il conflitto sorge in tutti i casi in cui ñ*lôintermediario persegue scopi ulteriori e diversi rispetto alla realizzazione dellôinteresse del cliente, quale, ad esempio, lôobiettivo dellôistituto di credito di eliminare rapidamente dal portafoglio di proprietà titoli presenti in via sovrabbondante, a seguito di una massiccia sottoscrizione dellôemissione obbligazionaria contestata*ò.

([300]) RUSSO, *Il caso Parmalat cit.*, pag. 1258.

*investimento,e ciò tenuto, in particolare, conto della qualità dell'emittente e della liquidabilità del titolo*ò ([301]).

Nondimeno, nella previgente disciplina dell'art. 21 TUF - normativa sotto la quale operava l'azienda Parmalat e le banche che la sovvenzionavano - il conflitto di interessi poteva essere superato con l'informazione all'investitore, in ordine alla prestazione finanziaria da lui richiesta, circa l'effettiva sussistenza nonché l'estensione dell'interesse dell'intermediario. Tuttavia, la giurisprudenza di merito più volte richiamata ha sostenuto che, in realtà, l'obbligo di *disclosure* o non era stato correttamente adempiuto ovvero che l'investitore medio non potesse comunque valutare, in maniera ponderata, il livello di coinvolgimento dell'intermediario finanziario, finendo in sostanza per accollarsi inconsapevolmente i costi di un'operazione per lui dannosa ([302]).

In estrema sintesi, si può concludere affermando che le condotte degli istituti di credito, lungi dall'osservare la componente fiduciaria del rapporto negoziale instaurato col risparmiatore, sono state volte, tutte, al soddisfacimento dei propri interessi, ossia il facile disfacimento di titoli che, di lì a poco, avrebbero perso ogni rimunerativ ità attraverso il trasferimento delle passività finanziaria agli investitori.

Per terminare la nostra disamina sul caso Parmalat, si deve accennare alle vicende giudiziarie che, fisiologicamente, sono seguite all'accertamento dello stato di decozione dell'impresa. In particolare sono stati instaurati paralleli procedimenti, civili e penali([303]), per le cariche apicali ma l'impresa, grazie a validi piani di salvataggio (economici ed occupazionali), ha comunque eluso la procedura fallimentare beneficiando della meno grave amministrazione straordinaria ([304]).

([301]) Comunicazione Consob n. 97006042/97, in *Bollettino Consob*, 2007.

([302]) Vedi nota n. 157.

([303]) Nei confronti del presidente della Parmalat, Calisto Tanzi, il procedimento penale, conclusosi con la condanna dello stesso a 10 anni di reclusione, concerneva l'associazione per delinquere finalizzata alla bancarotta fraudolenta impropria, l'aggiotaggio, l'ostacolo all'esercizio delle funzione di vigilanza della Consob, il falso in comunicazioni sociali ed ai revisori.

([304]) Lo Stato, attraverso un finanziamento di 150 milioni di euro, ed alcune banche, si occuparono del risanamento del gruppo di Collecchio perché potesse continuare l'attività. L'amministratore straordinario Enrico Bondi, nel suo piano di salvataggio, onorò alcuni bond e cedette il Parma Calcio. Inoltre, ha deciso di intraprendere un'azione legale contro le banche creditrici prima del crack, accusandole di aver emesso *bond* fino all'ultimo momento pur essendo consapevoli della situazione disastrosa in cui versavano i bilanci dell'azienda. A titolo esemplificativo, si stima che *Deutsche Bank* abbia, a fronte di un prestito di 140 milioni di euro, guadagnato di interessi 217 milioni (+140%), Unicredit Banca da 171 milioni di euro ne ha ricavati 212 (+124%), Capitalia ha incassato il 123% in più

2.5.3. *Il caso Cirio.*

Dopo aver esaminato il caso Parmalat, la nostra analisi si focalizzerà su di un altro noto dissesto di unôazienda italiana. Lôattenzione, ora, è volta al crack della Cirio che, con la vicenda precedentemente esaminata, condivide molti spunti comuni ma, a ben vedere, offre anche numerosi profili di divergenza che meritano di essere esaminati più approfonditamente ([305]).

Al fine di estendere, in questa sede, le argomentazioni e le conclusioni sopra raggiunte in ordine alla vicenda Parmalat, si procede accordando la precedenza ai tratti comuni del *default* delle due imprese italiane.

La vicenda Cirio condivide, col dissesto finanziario del gruppo di Collecchio, tanto la causa del crack quanto il percorso attraverso le tre fasi della complessa operazione negoziale che ha condotto al dissesto finanziario. Se ne differenzia, invece, per un peculiare *modus operandi* che ha influito sul tipo di sollecitazione allôinvestimento.

Pertanto, anche per quanto concerne il caso Cirio, la causa dello stato di decozione è da rinvenire nel malgoverno societario, nellôinerzia della Consob ([306]) e nella collusione tra i vertici dellôimpresa ed importanti esponenti politici e di istituti di credito i quali, in maniera fin troppo disinvolta, hanno accordato ingenti prestiti allôazienda agro-alimentare.

---

di quanto aveva prestato alla Parmalat. Paradigmatico a questo proposito fu il *bond* emesso dalla banca svizzera UBS a Parmalat di 420 milioni di euro, dei quali effettivamente solo 110 milioni furono incassati, mentre i restanti 290 milioni tornarono indietro alla banca, come assicurazione in caso di insolvenza (cosa che, invero, si verificò). Le ingenti somme erogate in maniera disinvolta allôazienda Parmalat servirono anche per acquisizioni di altre società o di partecipazioni in altre società, in modo da dare l'idea che la società fosse una società finanziariamente solida e in crescita.

([305]) Tra la copiosa giurisprudenza che si è occupata *ex professo* della vicenda, vedi *ex multis*, Tribunale di Roma, sentenza 3 novembre 2009, in www.ilcaso.it; Tribunale di Genova, sentenza 15 marzo 2005, in *Danno e resp.*, 2005, pag. 609; Tribunale di Palermo, sentenza 17 gennaio 2005, inedita; Tribunale di Taranto, sentenza 27 ottobre 2004, in *Giur. Mer.*, 2005, pag.839; Tribunale di Venezia, sentenza 22 novembre 2004, in *I contratti*, 2005, pag. 5; Tribunale di Firenze, sentenza 30 maggio 2004, in *Giur. Mer.*, 2005, pag. 839.

([306]) Anche in tal caso, la Consob attivò negligentemente i suoi poteri ispettivi soltanto nel 2003, ad accertare e non più a prevenire il dissesto finanziario della società.

Anche in tale vicenda, poi, le passività finanziarie sono state scaricate verso il basso e gli investitori hanno dovuto, in ultima analisi, sostenere i costi del *default* dell'impresa ([307]).

Si è accennato, però, ad una peculiarità inerente al *modus operandi* ed alla consequenziale collocazione dei *bonds* Cirio presso gli investitori istituzionali.

Infatti, l'azienda agro-alimentare operava usufruendo di un'intricata costituzione di fittizi crediti infragruppo ([308]). In particolare, l'emissione dei *bonds* avveniva in Lussemburgo, sede della *holding* nonché paese dalla normativa finanziaria privilegiata tanto per le modalità quanto per i limiti di importo di emissione.

La successiva collocazione sull'euromercato, attraverso offerte destinate ad investitori istituzionali, non era stata considerata dalle agenzie più qualificate proprio per i peculiari (ed agevolati) parametri finanziari in cui tali titoli erano stati emessi. Di talché, i *bonds* Cirio erano circolati in Italia senza essere preceduti da alcun prospetto informativo, posto che l'emittente non aveva alcun obbligo di redazione in tal senso, e senza che, a differenza dei *bonds* Parmalat, venisse loro assegnato un *rating* (internazionale).

Pertanto, in assenza di quelli che avrebbero potuto essere dei "campanelli di allarme" ([309]), non era più concretamente possibile accertare il grado di solvibilità dell'emittente e determinare i rischi (particolarmente elevati) dell'operazione finanziaria([310]).

Il crack della Cirio è avvenuto nel novembre 2002 quando un prestito obbligazionario del valore di 150 miliardi delle vecchie lire non è stato rimborsato ed il *Trustee* di Londra, l'organo deputato alla tutela degli obbligazionisti secondo il regolamento del prestito, ha dichiarato formalmente il *default* del gruppo e, pochi giorni dopo, l'insolvenza di 7 emissioni Cirio, con conseguente *cross default* ([311]).

([307]) FIMMANÒ, *I* gap *di informazione cit.*, pagg. 403 e ss.; ONADO, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta. Storie di ordinaria spoliazione di azionisti e obbligazionisti*, in *Mercato concorrenza regole*, 2003, pag. 500.

([308]) FANTETTI, *Tutela del risparmiatore cit.*, pag. 416.

([309]) Vedi *amplius*, GRECO, *La vendita dei* corporate bond *tra giurisprudenza e riforma del risparmio*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2006, pagg. 421 e ss. che analizza, nel dettaglio, l'introduzione con la l.n. 262/05 il nuovo art. 100 *bis* TUF sulla sollecitazione all'investimento.

([310]) FANTETTI, *Tutela del risparmiatore cit.*, pag. 415.

([311]) Per una dettagliata ricostruzione dell'intera vicenda Cirio, FIMMANÒ, *I* gap *cit.*, pagg. 401 e ss.; ONADO, *I risparmiatori cit.*, pagg. 499 e ss.

Forse ancora di più che nel caso Parmalat, caratterizzato dalla condotta decettiva del gruppo di Collecchio, la Consob avrebbe potuto (e dovuto) prevenire il dissesto finanziario dell'impresa.

In effetti, i «campanelli di allarme» oltre che nella nazionalità estera della *holding* emittente e nell'assenza di *rating* internazionale, si trovavano, molto più semplicemente, nelle movimentazioni contabili dell'azienda agro-alimentare ([312]).

Nei bilanci del gruppo Cirio, infatti, era evidenziata, fino al 2000, un'ingente esposizione debitoria di natura bancaria mentre, dal 2000 in poi, era registrata una netta diminuzione di quest'ultima a fronte, però, di un incremento vertiginoso dell'esposizione debitoria di natura obbligazionaria.

Ciononostante, l'esame meramente formale, da parte della Consob, dei bilanci della Cirio ha permesso a quest'ultima di celare i suoi squilibri contabili agli istituti di credito che, considerando solvibile il cliente, continuavano a rifornirlo di liquidità.

Per concludere la nostra disamina sulla vicenda Cirio, si deve accennare alle successive vicende, soprattutto giudiziarie, che hanno seguito l'accertamento dello stato di decozione.

Anche in questo caso l'impresa ha beneficiato della più mite amministrazione straordinaria, in luogo della procedura fallimentare ([313]), ed anche in questo caso si sono instaurati, parallelamente, un procedimento civile ed uno penale – diverso, in quest'ultimo caso, rispetto alla vicenda Parmalat - a carico dei livelli apicali dell'azienda ([314]).

([312]) FANTETTI, *Tutela del risparmiatore cit.*, pag. 416.

([313]) Nonostante l'intervento di alcuni istituti di credito con un prestito ponte di circa 25 milioni di euro per garantire l'operatività del gruppo Cirio, su richiesta della Consob vengono resi noti i dati di fine esercizio 2002 ed emergono perdite per 144 milioni di euro ma l'indebitamento, alla fine del 2003, sfiora i 700 milioni. A metà 2003 viene presentato il piano di salvataggio degli *advisors* approvato dalla Consob ma non anche dall'assemblea degli azionisti che, invece, chiedono la messa in liquidazione della società. Il piano prevedeva, per ciascuna delle sette emissioni non onorate, una piccola percentuale di recupero del capitale investito e per la restante quota la conversione in azioni. Tuttavia, l'assemblea degli azionisti boccia il piano di salvataggio e chiede la liquidazione. Per gestire il rimborso delle obbligazioni Cirio viene creata ad hoc una s.r.l. dalle banche coinvolte nella vicenda dei bond Cirio, ossia Banca Intesa, Capitalia, Unicredito e Sanpaolo Imi.

([314]) Nei confronti del presidente del gruppo Cirio, Sergio Cragnotti, il procedimento penale aperto concerne la bancarotta fraudolenta impropria, la truffa e le false comunicazioni sociali. Allo stato attuale, con sentenza del Tribunale di Roma 4 luglio 2011, inedita, il patron è stato condannato a 9 anni e Cesare Geronzi, l'allora presidente di Capitalia, a 4 anni. Inoltre, l'Unicredit (che ha incorporato Capitalia), come responsabile civile, dovrà pagare 200 milioni di euro, insieme agli altri imputati, all'amministrazione straordinaria del gruppo Cirio, a titolo di risarcimento del danno alle parti civili costituitesi.

2.5.4. *Il caso dell'Argentina.*

Passando ora al *default* della Repubblica argentina, appaiono sin da subito doverose alcune precisazioni, stante il soggetto particolare colpito dal dissesto finanziario.

Invero, il coinvolgimento, non più di un'impresa, bensì di un intero Stato ha inciso inevitabilmente sulla dimensione (macroeconomica) dei fattori che hanno cagionato il dissesto nonché su alcuni aspetti peculiari della procedura di collocazione dei *bonds* e sulla natura delle sanzioni che hanno colpito l'emittente.

Per cominciare, la causa del *default* è da rinvenire, in un'ottica prettamente macroeconomica, nel fallimento della politica economica nazionale.

Invero, la recessione argentina ha innescato un circolo vizioso alla stregua del quale lo Stato sudamericano si vedeva costretto a contrarre debiti non per poter effettuare investimenti produttivi, che avrebbero arricchito il paese rilanciandolo economicamente, ma per ripagare i detentori di titoli precedentemente emessi e non onorati a causa dell'incapacità del gettito fiscale di provvedere allo scopo.

La situazione, poi, è peggiorata quando numerosi finanziamenti produttivi, ossia destinati agli investimenti ed allo sviluppo, sono stati dirottati verso la copertura del *deficit* pubblico, aumentando la già enorme esposizione debitoria ([315]).

Tenendo debitamente conto delle dovute differenze, sopra premesse, inerenti alla vicenda che qui ci occupa, si può comunque affermare che anche l'Argentina ha ripercorso tutte e tre le fasi caratterizzanti la complessa operazione negoziale che ha contraddistinto i crack finanziari fin qui analizzati. Cionondimeno, appaiono utili, per la migliore comprensione del *default* argentino, alcune precisazioni.

La collocazione dei *bonds* argentini presso gli investitori istituzionali non è stata preceduta, né avrebbe potuto esserlo, da un prospetto informativo – o altro istituto giuridico equipollente previsto dallo Stato sudamericano – posto che la sollecitazione all'investimento proveniva dallo stesso Stato argentino.

([315]) Cfr., per le vicende dei *bond* argentini, *ex multis*: Tribunale di Bologna, sentenza 5 febbraio 2008, inedita; Tribunale di Novara, sentenza 16 marzo 2006, in *Giur. Mer.*, 2006, pag. 1402; Tribunale di Roma, sentenza 29 luglio 2005, inedita; Tribunale di Milano, sentenza 25 luglio 2005, in *I contratti*, 2006, pag. 465 ; Tribunale di Brindisi, sentenza 21 giugno 2005, inedita.

Nonostante questo, i titoli emessi erano provvisti di *rating* internazionale per cui sussisteva lôobbligo per lôintermediario italiano di comunicare allôinvestitore il giudizio negativo delle agenzie specializzate e, conseguentemente, la natura altamente rischiosa dellôinvestimento ([316]). Anzi, è noto come la valutazione delle agenzie di *rating* sia dato che lôistituto di credito è tenuto a conoscere ï rientrando nel più ampio dovere di informarsi ï al fine di fornire al cliente tutte le informazioni suscettibili di influenzare il suo processo decisionale verso una scelta consapevole ([317]).

Le cifre italiane del *default* argentino, che rendono lôidea degli effetti collaterali del dissesto finanziario del paese sudamericano, hanno visto circa 450.000 risparmiatori italiani coinvolti per un controvalore nominale ï su 81 miliardi di titoli obbligazionari in *default* - pari a circa 14 miliardi di euro (senza contare, poi, i 25 miliardi di interessi non pagati) ([318]).

Ufficialmente, lôargentina ha ufficializzato il suo *default* il 24 dicembre 2001 ma, atteso che il pagamento dei flussi cedolari fu dichiarato soltanto sospeso, la sorte degli investimenti in *bonds* argentini rimase incerta ([319]).

Soltanto nel 2005, lo Stato sudamericano, con lôofferta pubblico di scambio, ha ufficializzato che non intendeva riprendere i pagamenti per nessuna obbligazione esistente in circolazione dopo la conclusione dellôofferta medesima.

Questôultima consisteva in un inaccettabile taglio di circa il 70% del capitale con pagamenti fino a 35 anni. Nondimeno, più della metà dei risparmiatori coinvolti ha accettato la pur non conveniente offerta.

Naturalmente, trattandosi di uno Stato, lôArgentina non poteva essere colpita da alcuna sanzione penale ed a questôultima è stata sostituita una sanzione di tipo internazionale. La presa di posizione unilaterale è costata allôArgentina numerosi procedimenti di fronte ai tribunali internazionali, unôazione ñdisciplinareò presso la Camera Arbitrale (ICSID) della Banca Mondiale e, per quanto qui maggiormente

([316]) Tribunale di Mantova, sentenza 12 novembre 2004, in Corr. Giur. , 2005, 754 e ss.
([317]) Tribunale di Firenze, sentenza 18 febbraio 2005, in www.ilcaso.it.
([318]) *Ibidem*.
([319]) Per il riflesso sulla prescrizione del diritto azionato al risarcimento del danno inerente lôinosservanza dei doveri informativi e di condotta in relazione allôacquisto di *bonds* argentini, vedi BUFACCHI, *La libertà di negoziazione cit.*, pagg. 14 e ss.

interessa, il divieto di accesso dei *bonds* argentini al mercato nelle borse internazionali([320]).

Attualmente, lôArgentina ha istituito una particolare modalità di finanziamento del debito pubblico attraverso la quale non emette più *bonds* bensì *warrants*. Questi titoli di debito garantiscono il capitale investito al 100% (come per i normali titoli di Stato) ma pagano lôinteresse soltanto se la crescita del PIL misurata a fine anno (e non quella prevista) supera il 4.2%.

In questo modo lôandamento del debito pubblico è legato alla crescita della ricchezza reale della nazione e, pertanto, un nuovo *default* dovrebbe essere scongiurato.

2.5.5. *Considerazioni finali: lacune normative o inefficacia della normativa vigente?*

Terminata la disamina circa i casi più eclatanti di dissesto finanziario, si può ora passare allôanalisi della questione che il titolo del paragrafo principale ci impone, ossia verificare se i *defaults* sopra cennati sono stati causati, ed in che misura, da un *corpus* normativo troppo facile da eludere ovvero se a difettare è stata lôeffettività di norme che, sulla carta, erano state ben congegnate.

Dai rilievi che seguono può anticiparsi sin da ora che la responsabilità grava su entrambi i fattori sopra delineati perché è stata proprio la sinergia tra una normativa ñdeboleò e la sua ineffettività a determinare le condotte illecite degli intermediari.

In tutte e tre le vicende, possiamo confermare che lôintermediario ha sempre violato il dovere di informarsi (*know your merchandise rule* e *know your customer rule*). Tuttavia, essendo il dovere di informarsi presupposto logico del dovere di informare, una volta inquinato il primo onere viene successivamente invalidato anche il secondo e, per lôeffetto, anche il corretto risultato che dovrebbe delinearsi alla fine del processo informativo: la *suitability rule* e la *best execution rule*.

In particolare, nel caso Cirio ad essere carente è stata (ed è tuttora) una dettagliata normativa ï a moô, ad esempio, di quella fiscale - circa le operazioni infragruppo possibili, con meccanismi volti ad evitare costituzioni fittizie di crediti (una sorta di

([320]) LôArgentina a tuttôoggi mantiene lo status di default ed è stata estromessa dai mercati finanziari internazionali, atteso lôomissione dolosa dello stato sudamericano che, in particolare, ha intenzionalmente occultato, prima di dichiarare il default, le sue riserve allôestero (oltre 150 miliardi di dollari).

scatole cinesi) e con relative sanzioni per i danni patrimoniali cagionati agli azionisti([321]).

Inoltre, per quanto concerne lôemissione di obbligazioni senza *rating*, sarebbe auspicabile, se non il divieto *tout court*, quanto meno la previsione di procedure particolari, con obblighi informativi più pregnanti a favore del cliente e, magari, disposizioni *ad hoc* per affrontare quel particolare ed elevato rischio ([322]).

A titolo esemplificativo, si potrebbero introdurre regole sul c.d. *holding period*, ossia sul tempo minimo che deve intercorrere tra la sottoscrizione in sede di emissione di obbligazioni senza prospetto informativo da parte degli intermediari e la vendita delle stesse al pubblico. Ovvero, potrebbe abrogarsi lôart. 100 comma 1 lett. F) TUF che esonera dallôobbligo di prospetto informativo e di comunicazione alla Consob le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario ([323]).

In via generale, invece, sarebbe necessaria la semplificazione del prospetto contenente le informazioni sul profilo rischio-rendimento per far sì che lôobbligo di informazione non si traduca, paradossalmente, in un danno da disinformazione, stante la complessità del materiale fornito che soltanto pochissimi risparmiatori saprebbero maneggiare ([324]). Il rischio finale che si prospetta in caso di una legislazione pesante e dettagliata è, in finale, quello di determinare effetti controproducenti rispetto alla *ratio* ispiratrice dellôimpianto normativo, risolvendo la tutela del cliente nel mero rispetto di regole più formali che non sostanziali e, oltretutto, facendo lievitare i costi di servizio.

Abbiamo già visto ([325]) come tali considerazioni hanno fatto dubitare la dottrina prevalente ([326]) della effettiva adeguatezza delle disposizioni in materia di tutela dellôinvestitore, posto che è notorio che il modo migliore per lasciare disinformato lôinterlocutore sia proprio quello di inondarlo di complessi e tecnici documenti con la certezza che, sommerso da una quantità spropositata di informazioni da cui fosse difficile rintracciare le poche essenziali, lôinteressato non avrebbe alcuna possibilità di districarsi.

([321]) ONADO, *I risparmiatori cit*., pagg. 534 e ss.
([322]) RUSSO, *Il caso Parmalat cit.*, pag. 1268.
([323]) Per queste considerazioni *de iure condendo*, vedi FIMMANÒ, *I* gap *cit.*, pag. 405
([324]) ONADO, *I risparmiatori cit*., pagg. 534 e ss.
([325]) Vedi capitolo I.
([326]) *Ex multis* SCHLESINGER, *Mercato finanziario cit.*, 724 ss.

Sempre a proposito del prospetto informativo, gli *escamotage* delle sollecitazioni allôinvestimento, utilizzati nelle tappe iniziali dei crack sopra analizzati, hanno condotto il legislatore finanziario ad introdurre nel TUF un art. 100 *bis* che, riferendosi ai casi di esonero dallôobbligo di presentare il prospetto informativo, dispone una disciplina particolare per la successiva circolazione in Italia dei prodotti finanziari oggetto di sollecitazione allôinvestimento. La nuova normativa non solo specifica che gli investitori professionali che trasferiscono titoli emessi sono soggetti allo statuto dellôart. 21 TUF ma che gli stessi investitori rispondono della solvenza dellôemittente, per la durata di un anno dallôemissione, nei confronti degli acquirenti che non rivestano la qualifica di investitori professionali ([327]).

Questo potente deterrente, nonostante sia temporalmente limitato, costringe lôintermediario finanziario a verificare con estrema attenzione gli strumenti finanziari che acquista per poi specularne nella successiva vendita.

Dalla ricostruzione sopra effettuata e dalle considerazioni ora spese, côè anche chi ha sostenuto che il caso Cirio ï ma non anche quello Parmalat che, come abbiamo visto, si fonda principalmente sulla falsificazione della situazione patrimoniale - è emblematicamente non solo un caso di *market failure*, ma anche un caso di *regulatory failure* ([328]).

In particolare, lo stesso autore, notando come sia nel caso Cirio che in quello Parmalat, lôintervento della Consob sia stata fatalmente tardivo, ha auspica un maggior parco di poteri impeditivi in capo a tale autorità di vigilanza ([329]).

Accanto allôinidoneità normativa, però, abbiamo anticipato sopra come vi sia un concorso di ñresponsabilitàò anche dellôineffettività del sistema, fattore che ha impedito la trasformazione della norma da mera lettera a forza cogente.

Per quanto concerne il conflitto di interessi, la normativa ï precedente alla recezione della direttiva MIFID ï sotto lôimperio della quale tali dissesti si sono verificati imponeva agli intermediari finanziari di ñorganizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interesseò e, nel caso concreto in cui questo si

([327]) Per unôanalisi di tale normativa, vedi *amplius* SANGIOVANNI, *La responsabilità cit.*, pag. 692.
([328]) ONADO, *I risparmiatori cit*., pag. 536.
([329]) ID., pagg. 534 e ss.

verificasse, di ñagire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamentoò.

Tale disciplina avrebbe senzôaltro potuto trovare completa ed efficace attuazione con lôintroduzione, negli intermediari finanziari polifunzionali, delle c.d. *chinese walls*, ossia barriere predisposte dagli stessi intermediari per rendere autonomi ed indipendenti i diversi settori interni, garantendo al contempo la loro separazione contabile ed amministrativa nonché evitando la circolazione, o meglio la fuga, di informazioni da un settore allôaltro ([330]).

In tal modo, le muraglie cinesi avrebbe potuto evitare, o quantomeno limitare, il conflitto di interessi e di doveri nei casi, come quelli che hanno occupano i *defaults* sopra analizzati, di collocamenti di titoli emessi da soggetti finanziati dagli stessi istituti di credito.

Proseguendo le nostre considerazioni, si devono esaminare le carenze strutturali della funzione di vigilanza e le condotte spregiudicate dei c.d. *gatekeepers* che, sfruttando al meglio le lacune e le debolezze del sistema (soprattutto laddove si accogliesse incondizionatamente il risarcimento del danno come paradigma di rimedio), potrebbero reiterare i loro comportamenti *contra legem* a causa della fragilità degli argini di deterrenza che il sistema stesso ha predisposto ([331]).

Nel caso Parmalat, ad esempio, la Consob giustificò il suo ritardo ispettivo denunciando, oltre che la carenza di poteri impeditivi, lôimpossibilità di accedere alla Centrale dei rischi ([332]) nonché la difficoltà di rinvenire anomalie finanziarie in dati e movimentazioni falsificate.

Mentre sul primo e lôultimo rilievo si può essere parzialmente dôaccordo, sul secondo si è espressa una forte riserva. In realtà, lôart. 7 TUB esclude il divieto di

([330]) Le c.d. *chinese walls*, previste dallôart. 56, commi 3 e 4, reg. Consob contrastano, però, con la sopravvenuta disciplina introdotta dalla direttiva MIFID. Lo denuncia RUSSO, *Il caso Parmalat cit.*, pag. 1260 e ss.

([331]) Sulle difficoltà, non solo dal punto di vista del diritto sostanziale ma anche da quello del diritto processuale, insite nel ristoro civilistico, con conseguente vantaggio per gli intermediari, vedi *amplius* i paragrafi 2 e 3 di questo capitolo.

([332]) Organo disciplinato nel testo unico bancario che ha la funzione di produrre informazioni secretate utili agli intermediari per il contenimento dellôalea derivante dal cumulo dei fidi in capo ad un medesimo soggetto, per la valutazione del merito creditizio e in generale per la gestione del rischio.

divulgazione dei dati sui singoli affidati della Centrale nei confronti delle altre autorità di vigilanza ([333]).

Ad ogni modo, gestendo esso soltanto i crediti bancari a livello nazionale ricevuti dai risparmiatori da parte delle banche e degli intermediari vigilati dalla Banca dôItalia, la Consob non avrebbe potuto ottenere alcuna informazione utile a livello di credito bancario sovranazionale ([334]).

Analizzando il riparto per obiettivi delineato dallôart. 5 TUF, poi, un altro autore ha mostrato lôimmanente conflitto di interessi insito nella disposizione, ripercuotendosi negativamente sulla funzione di vigilanza. In effetti, se la Banca dôItalia è competente per quanto concerne la stabilità patrimoniale degli intermediari e la Consob per quanto attiene alla trasparenza dei comportamenti di questôultimi, il loro operato coordinato si trasforma in realtà in una sorta di interferenza di gestione che provoca unôimmanente inefficacia del sistema di vigilanza, considerato che chi regola la stabilità è inevitabilmente favorevole ad operazioni che riducono il rischio per le banche mentre chi assicura la trasparenza si deve istituzionalmente preoccupare di tutelare i singoli investitori garantendo loro tutte le informazioni possibili sul grado effettivo di rischio, senza preoccuparsi se questo riduce in concreto i margini di guadagno dellôintermediario ([335]).

Discorso a parte meritano i c.d. *gatekeepers* le cui condotte, affiancandosi a quelle della proprietà e dei ruoli apicali delle società in dissesto, sono state altrettanto censurabili e spesso hanno contribuito causalmente ai *default* delle aziende medesime.

Se si ricostruisce il loro ambito operativo, allôinterno del sistema di regolamentazione e controllo del mercato finanziario, nella macrostabilità, microstabilità e trasparenza e protezione dellôinvestitore, si può affermare che, in tutte e tre le vicende che qui ci occupano, i *gatekeepers* sono venuti meno al loro dovere inserendosi etiologicamente nel processo che portato al *default* tanto della Cirio, quanto della Parmalat e della repubblica Argentina ([336]).

([333]) FIMMANÒ, *I* gap *cit.*, pag. 406.

([334]) *Ibidem*.

([335]) FIMMANÒ, *I* gap *cit.*, pag. 409, il quale, in ordine alla Banca dôItalia, precisa che ñ*essa ha storicamente privilegiato la stabilità dei propri soggetti rispetto alla tutela dellôinvestitore o della concorrenza o, in altri termini, ha concorso a causare il ribaltamento, a favore degli intermediari, dei rischi sul mercato finanziario dei capitali e, quindi, in ultima istanza, sugli investitori*ò.

([336]) FIMMANÒ, *I* gap *cit.*, pagg. 403 e ss.; ONADO, *I risparmiatori cit.*, pagg. 526 e ss.

Avendo già trattato dei limiti della funzione di vigilanza delle rispettiva autorità amministrative indipendenti, ci si vuole soffermare qui sullôoperato dei revisori contabili nonché degli analisti finanziari.

Ai primi spettava il delicato compito di assicurare la veridicità delle movimentazioni contabili delle imprese vagliate e la trasparenza della loro situazione finanziaria, fattore essenziale ed imprescindibile nelle scelte di investimento. Sennonché le stesse società di revisione non avrebbe rinvenuto, nei bilanci Cirio e Parmalat, alcuna situazione anomala o patologica nel corso del ventennio di operazioni finanziarie poi rivelatesi disastrose ([337]).

Il motivo potrebbe essere rinvenuto nel mantenimento di rapporti duraturi, spesso collusivi, con la società vagliata. In effetti, una relazione duratura conviene alla società di revisione perché stabilizza i profitti e riduce i costi, posto che redigere il bilancio di una società nota è meno costoso.

A tal riguardo, si è auspicato, al fine di diminuire queste ñrelazioni pericoloseò, un sistema basato sulla scelta del revisore condivisa dal consigliere che rappresenta gli azionisti di minoranza nonché dai sindaci. A ciò si dovrebbe affiancare la responsabilità civile di un solo revisore, una durata più breve agli ordinari contratti novennali nonché il divieto di rinnovo del mandato certificatorio anche nei confronti di una società collegata. Il regime di rotazione, poi deve concernere non solo la società vagliata ma anche i *partners* e coloro che svolgono materialmente lôattività societaria ([338]).

Discorso diverso si deve fare per gli analisti finanziari e per quelli di investimento i quali ognuno nel proprio campo operativo, influiscono sulle decisioni dei risparmiatori.

In particolare, mentre i primi suggeriscono strategie di investimento sulla base dellôandamento della società e del mercato finanziario ([339]), i secondo lavorano per le agenzie di *rating* ed esprimono un giudizio di merito sugli emittenti gli strumenti finanziari.

([337]) FIMMANÒ, *I* gap *cit.*, pagg. 403 e ss.

([338]) Per queste considerazioni *de iure condendo* nonché per unôanalisi comparatistica col sistema statunitense, ed in particolare col modello del PCAOB (*Public Company Accounting Oversight Board*), vedi *amplius* FIMMANÒ, *I* gap *cit.*, pag. 412.

([339]) La valorizzazione degli analisti finanziari ñindipendentiò è un rimedio considerato della massima importanza da RUSSO, *Il caso Parmalat cit.*, pag. 1268.

Fermo restando la necessità di un obbligo normativo di esternazione dei propri interessi, attuali o potenziali, con la società oggetto di analisi, essi avrebbero disatteso, nei casi in questione, una precisa disposizione: invero, lôart. 69 reg. emittenti (n. 11971 del 1991) impone loro di trasmettere gli studi effettuati alla Consob ed alla Borsa italiana per poi essere messi a disposizione del pubblico. Lôassenza di qualsivoglia risultato, specialmente in ordine al gruppo Cirio, sarebbe da ascrivere, secondo un autore che si è occupato *ex professo* di tale anomalia operativa, principalmente in due motivi: gli analisti finanziari sapevano, prima ancora di filtrare la situazione patrimoniale societaria, che si trattava di unôazienda ñrischiosaò, ossia pericolosa da valutare ovvero gli stessi sapevano che, in ogni caso, i propri clienti (fondi, investitori istituzionali ecc.) si sarebbero astenuti dallôinvestire in quella società ([340]).

Per concludere, abbiamo visto come nei più recenti *default* lo stato di decozione dellôimpresa sia sempre stato determinato da una congerie di fattori che, in concorso, hanno condotto al dissesto finanziario. Non si può, se non arbitrariamente, evidenziare un fattore predominante: in alcuni casi, come nella costituzione di fittizi crediti infragruppo da parte del gruppo Cirio, è proprio una normativa dettagliata a difettare; in altri, come nel caso delle false movimentazioni del bilancio Parmalat, la normativa cô era ma la sua ineffettività è stata determinata dallôinerzia delle autorità di vigilanza e dei c.d. *gatekeepers*. Possiamo affermare, comunque, la sussistenza di una stretta correlazione ï o, meglio, di un circolo vizioso che si auto-alimenta - tra lacune normative ed inosservanza in concreto di disposizioni troppo ñmorbideò o, al contrario, talmente rigorose da essere nella realtà dei fatti ñineseguibiliò.

Invero, lôineffettività conclamata di una norma, ad esempio lôart. 69 reg. emittenti sopra analizzato, comporta a lungo termine lo stesso effetto della lacuna normativa perché, nei fatti, è ñcome seò la disposizione non esistesse nel sistema normativo.

Gli intermediari, che di questo sistema sono esperti, beneficiano così di pericolose sacche di impunità a scapito degli investitori che, dal canto loro, neanche possono dolersi dellôinesistenza di una precisa regolamentazione che, invero ed anche se formalmente, esiste.

([340]) Approfondisce questo aspetto, ONADO, *I risparmiatori cit.*, pag. 529.

CAPITOLO III
LôAPPLICAZIONE IN SEDE AMMINISTRATIVA DELLE SANZIONI PER LE VIOLAZIONI DELLE DISPOSIZIONI DEL TUF

SOMMARIO: 3.1. *Ratio* pubblicistica dellôapparato sanzionatorio della Consob. Il ruolo di garante e regolatore del mercato finanziario. 3.2. Lôapparato sanzionatorio amministrativo a tutela del risparmiatore nei servizi di investimento. 3.2.1. Lôart. 190 TUF come norma cardine per la responsabilità amministrativa-disciplinare dellôintermediario finanziario. 3.2.2. Lôinadeguatezza organizzativa come parametro giurisprudenziale su cui fondare la sanzione amministrativa. 3.2.3. Profili di legittimità costituzionale dellôapparato sanzionatorio amministrativo a disposizione della Consob. 3.2.4. Strumenti cautelari a tutela dellôinvestitore: lôart. 55 come soglia anticipata di punibilità del promotore finanziario. 3.3. Le procedure sanzionatorie e le garanzie processuali previste per gli intermediari finanziari. 3.3.1. La procedura sanzionatoria prevista dallôart. 195 TUF. 3.3.2. Profili procedurali: il principio del contraddittorio ed il diritto di accesso agli atti amministrativi. 3.3.3. La procedura sanzionatoria prevista dallôart. 196 TUF. 3.3.4. Il sistema impugnativo dei provvedimenti sanzionatori della Consob. 3.4. La responsabilità della Consob per omessa vigilanza.

3.1. *Ratio* pubblicistica dellôapparato sanzionatorio della Consob. Il ruolo di garante e regolatore del mercato finanziario.

Terminata lôanalisi delle sanzioni di matrice civilistica previste a tutela degli investitori, lôoggetto dellôindagine si sposta, necessariamente, sul concorso, a fianco delle prime, di ulteriori sanzioni, questa volta di natura amministrativa, irrogate dalle competenti autorità pubblicistiche in caso di accertamento della commissione, da parte dellôintermediario, di predeterminati illeciti amministrativi, previsti dal legislatore finanziario a tutela della osservanza dei prescritti obblighi comportamentali.

La complessità della materia finanziaria, come sarà meglio specificato nel prosieguo del capitolo, ha portato il legislatore a predisporre una duplice dimensione di tutela degli investitori. La prima, di natura preventiva, è costituita proprio dallôapparato sanzionatorio pubblicistico di cui dispone la Consob, il cui compito è di presidiare lôosservanza, da parte degli intermediario, degli obblighi informativi su di essi gravanti. La seconda, di natura repressiva, è costituita dalle descritte sanzioni civilistiche irrogate nelle vicende negoziali caratterizzate dalla violazione dei suddetti obblighi.

In altri termini, il processo di tutela del cliente viene inserito in una sequenza logica e dinamica che, partendo da una tutela amministrativa in via preventiva, sfocia in una tutela civilistica in via successiva. Un approccio, dunque, che, attraverso il concorso simultaneo di sanzioni private e pubbliche, considera in una visione globale la tutela del risparmiatore.

Nel capitolo che precede, ci siamo soffermati sui rimedi civilistici a disposizione del risparmiatore, privilegiando dunque la tutela di tipo successivo. La nostra indagine deve perciò completarsi soffermandosi sul primo momento della sequenza logica sopra illustrata. In particolare, lôinterrogativo posto dal presente capitolo attiene allôefficacia o meno ï ed in quali limiti ï dellôapparato amministrativo di tutela di cui dispone la Consob. Per rispondere ad un simile interrogativo, la nostra indagine dovrà ricondurre a sistema - attraverso unôanalisi che avrà ad oggetto i bollettini dellôautorità di vigilanza relativi alle sanzioni amministrative irrogate negli ultimi dieci anni - i vari provvedimenti emanati dalla Consob nei confronti degli intermediari finanziari.

Anticipando le conclusioni si deve fin da ora sottolineare come lôart. 190 TUF possa essere considerato una sorta di *anello di congiunzione* tra rimedi di natura civile ed amministrativa, nellôottica di una visione globale delle responsabilità dellôintermediario per lôinosservanza dei doveri informativi e di condotta ([341]). Invero, tale norma duplica e rafforza la tutela approntata allôinvestitore poiché, a fronte della violazione del medesimo dovere, lôintermediario incorre tanto in una responsabilità civile ([342]) quanto in quella amministrativa-disciplinare.

Appare utile ricordare, a fini introduttivi, che il diritto pubblico dellôeconomia è stato profondamente modificato dal recente fenomeno di privatizzazione nonché dalla massiccia liberalizzazione dei servizi pubblici imposta dallôordinamento comunitario([343]).

([341]) Per lôanalisi della struttura di questa norma chiave, vedi il paragrafo successivo.

([342]) Di cui si è parlato *amplius* nel capitolo che precede.

([343]) CASSESE, *La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ï Consob e poteri indipendenti*, in *Rivista delle società*, 1994, pagg. 412 e ss.; CARDIA, *Indagine conoscitiva sulle autorità amministrative indipendenti*, audizione del 14 aprile 2010, in www.consob.it; CAPRIGLIONE, *Responsabilità e autonomia delle Autorità di controllo del mercato finanziario di fronte alla ñrisarcibilità degli interessi legittimiò*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000, pagg. 27 e ss.; POTO, *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare. I custodi incustoditi*, Napoli, 2008, pagg. 38 e ss.

Quanto al primo aspetto, è cambiata, in particolare, la modalità di controllo pubblico nei confronti delle attività economiche private al fine di correggere le storture concorrenziali che il mercato finanziario non è in grado di rettificare da solo.

In estrema sintesi, possiamo affermare che il quadro normativo prevede, ora, lôabbandono di un intervento dirigista dello Stato, ossia di una pianificazione e direzione *ex ante*, a favore di un atteggiamento meno invasivo, concretizzantesi in un controllo ed in una vigilanza *ex post* che garantisce il regolare funzionamento dellôordinamento economico senza pretendere di indirizzarne le forze.

Tutto ciò si traduce nellôemanazione, a livello legislativo, di principi generali specificati, poi, da autorità settoriali con funzioni di regolamentazione e controllo ([344]). Pertanto, è venuto sviluppandosi uno Stato ñriequilibratoreò e garante dei meccanismi di mercato il quale ï non assumendo direttamente la gestione delle attività economiche né conformando le stesse con normative specifiche e puntuali ï si limita a dettare regole di condotta generale per gli operatori economici privati.

Per quanto concerne, invece, il profilo di rilevanza comunitaria, è sufficiente osservare che optare per forme nazionali diverse di regolazione e di controllo esporrebbe a rilevanti conseguenze pregiudizievoli, sia di tipo economico che giuridico: invero, un mercato finanziario fortemente ñdisallineatoò diverrebbe meno attraente per gli operatori economici e per gli investitori stranieri. Mentre, per altro verso, una scelta legislativamente difforme si tradurrebbe in violazione di accordi e normative definite a livello sovranazionale ([345]).

Delineato sommariamente il quadro normativo ed economico attuale, si coglie immediatamente la *ratio* della istituzione delle autorità amministrative indipendenti che, caratterizzate da alta competenza tecnica ed indipendenza dal potere politico, assolvono,

---

([344]) BANI, *Il potere sanzionatorio delle Autorità Indipendenti. Spunti per unôanalisi unitaria*, Torino, 2000, pagg. 18 e ss.

([345]) CARDIA, *Indagine conoscitiva cit.* Per lôautore, inoltre, ñ*Il diritto comunitario non si limita ad affermare il principio della regolazione economica indipendente ï di per sé già di portata molto ampia, atteso che opera tanto nei confronti dei regolati quanto nei confronti del governo ï ma definisce anche standard di adeguatezza di poteri e mezzi di cui devono disporre le autorità, affinché possano svolgere in modo efficace ed efficiente le funzioni loro assegnate*ò. Nello stesso senso, ma privilegiando lôanalisi del principio di sussidiarietà verticale, POTO, *Le autorità cit.*, pagg. 48 e ss.

in settori pubblici sensibili, il ruolo, demandato loro dallo Stato, ora di garanti del settore ora di arbitri di eventuali controversie ([346]).

In effetti, lôabbandono della pianificazione dirigistica nei settori pubblici essenziali per lôeconomia nazionale non ha significato un disinteresse statuale ovvero un vuoto di tutela bensì un intervento normativo meno invasivo e, proprio perché effettuato attraverso autorità settoriali dotate di elevata tecnicità, maggiormente rispondente alle esigenze ed alle necessità del settore medesimo. Da ciò deriva la sottrazione delle *authorities* allo statuto normativo tipico delle pubbliche amministrazioni che, a differenza delle prime, non sono (e non possono essere) obiettive ed imparziali in quanto esponenziali, e quindi partigiane, dellôinteresse pubblico che esse tendono a realizzare.

In ordine alla funzione delle autorità amministrative indipendenti, un illustre autore ha sostenuto che queste ñ*servono a spezzare il potere pubblico, a sdoppiarlo, a distribuirlo. Le istituzioni indipendenti coabitano nella sfera pubblica, ma in concorrenza. Assicurano il policentrismo là dove prima prevaleva una concezione organicistica del potere*ò ([347]).

A tal proposito, si è affermato che proprio nel periodo attuale devono essere nuovamente avvalorate le ragioni che storicamente hanno legittimato il ricorso alle *authorities* posto che, nel mutato contesto di globalizzazione internazionale dei mercati, non è dato riscontrare unôincondizionata libertà di azione per i suoi attori, così che divengono necessarie regole più congrue e di uniforme applicazione ovvero, in altri termini, la sussistenza di autorità preposte alla loro emanazione ed alla vigilanza della loro effettività ([348]).

In tal senso, si è persino auspicato una statuto costituzionale di siffatte autorità proprio avuto riguardo al fatto che esse - quali organi tecnici, neutrali ed indipendenti dagli indirizzi politici nonché munite, nella maggioranza dei casi, di una ñpositivaò

([346]) Vedi, in particolare, CARDIA, *Indagine conoscitiva cit.* che, a proposito delle procedure di nomina e dei poteri di controllo, sottolinea il concreto rischio di un condizionamento dellôorgano esecutivo sullôoperato di tali autorità.

([347]) CASSESE, *La Commissione cit.*, pagg. 422 e ss.

([348]) CARDIA, *Indagine conoscitiva cit.*, *passim*; CASSESE, *La Commissione cit.*, pagg. 420 e ss., ove lôAutore si sofferma sulle ragioni economiche e politiche, anche in chiave comparatistica, che hanno condotto allôistituzione delle *authorities* nel panorama normativo internazionale.

legittimazione comunitaria - sono chiamate ad assicurare stabile protezione di interessi costituzionalmente rilevanti, nel caso che qui ci occupa sanciti dallôart. 47 Cost. ([349]).

Per quanto concerne il profilo strettamente sanzionatorio, invece, essendo lôistituzione delle *authorities* espressione della natura pubblicistica degli interessi di cui tali enti sono esponenziali, si sono privilegiate, al fine di assicurare lôeffettività della tutela di detti interessi, le sanzioni di tipo pubblicistico che, almeno in teoria, dovrebbero presentare un carattere maggiormente deterrente rispetto alle sanzioni privatistiche, affidate al controllo sociale ed allôauto-disciplina dei privati.

Tra le risposte di questa matrice, poi, si è specificato che la scelta del legislatore a favore di quelle di stampo amministrativo sarebbe stata giustificata dalla maggiore duttilità ed efficienza delle stesse rispetto alle sanzioni di matrice penale: la maggiore duttilità è data dal rilievo che la risposta penalistica è tipicamente repressiva e raramente preventiva, senza contare le rigide garanzie processuali che presiedono alla sua irrogazione; la maggiore efficienza, invece, è data dal rilievo che la risposta di matrice amministrativa proviene dalla stessa amministrazione che, in via primaria, è chiamata a curare gli interessi del settore sensibile di competenza, interessi connessi al corretto svolgimento delle attività economiche di riferimento.

Proprio questôultimo aspetto rende anomalo, nonché stridente con i principi generali del diritto amministrativo, il sistema sanzionatorio delle *authorities* ([350]).

In effetti, la regola imporrebbe che lôattività di controllo e di vigilanza e lôattività sanzionatoria spetti a soggetti differenti mentre, nel nostro caso, esse vengono accorpate in un unico soggetto, appunto lôautorità amministrativa indipendente. Le ragioni di un simile accentramento potrebbero rinvenirsi, e ciò sarebbe ancora più evidente in ordine alla Consob, in esigenze di semplificazione ed efficienza dellôazione amministrativa. Il corollario di un simile ragionamento, però, porterebbe a snaturare le sanzioni amministrative di tipo pecuniarie trasformandole, invero, in un rafforzamento dei poteri di controllo e di vigilanza ed in uno strumento ñindirettoò di regolazione del settore sensibile di competenza ([351]).

([349]) CARDIA, *Indagine conoscitiva cit.*

([350]) LOMBARDI, *Autorità amministrative indipendenti: funzione di controllo e funzione sanzionatoria*, in *Diritto amministrativo*, 1995, pag. 633.

([351]) È questo lôinterrogativo che si pone LOMBARDI, *Autorità amministrative*, *ibidem*.

Ancora, si deve sottolineare come il profilo di maggiore duttilità della sanzione amministrativa sia venuto meno, con la legge 24 novembre 1981, n. 689, per la maggior parte delle autorità amministrative indipendenti – ma non, come vedremo più avanti, per la Consob e per la Banca d'Italia - il cui potere sanzionatorio è stato riscritto sulla falsa riga di quello propriamente penalistico, attingendo da questo ramo dell'ordinamento numerosi istituti fondamentali.

Ora, dopo aver sommariamente ricostruito la *ratio* sottesa all'istituzione delle autorità amministrative indipendenti e ad alcuni dei tratti ad esse peculiari, si può soffermare l'attenzione, per quello che in questa sede più interessa, sul ruolo e sulla funzione svolti dalla Consob.

Venute meno, come sopra accennato, le esigenze di stampo autoritativo, la vigilanza pubblica del mercato finanziario è apparsa ad alcuni addirittura un passaggio obbligato per garantire, nella trasversalità delle relazioni di mercato, un livello adeguato ed efficiente di sicurezza e trasparenza ([352]).

L'esigenza di creare una «costituzione economica» al nostro paese ha, dunque, giustificato la configurazione di un'autorità di vigilanza come la Consob.

Nonostante la dottrina maggioritaria tenda a distinguere le autorità amministrative indipendenti in quelle di regolazione e in quelle di garanzia ([353]), la Consob costituisce un *unicum* del suo genere perché, a seguito delle riforme normative degli ultimi anni, assomma in sé le caratteristiche di ambedue le tipologie. Da un lato, infatti, regola e

vigila soggetti ben determinati mentre, dall'altro lato, assicura l'attuazione della normativa in materia di intermediazione finanziaria, agendo nei confronti di chiunque si renda responsabile dell'inosservanza delle disposizioni previste ed irrogando le relative sanzioni ([354]).

([352]) POTO, *Le autorità cit.*, pagg. 53 e ss.

([353]) Vedi, *ex multis*, CARINGELLA-MAZZAMUTO-MORBIDELLI, *Manuale di diritto amministrativo*, Roma 2010, pagg. 681 e ss.

([354]) Per una disamina di ulteriori e possibili sistemi di vigilanza, in un'ottica *de iure condendo* e con finalità di armonizzazione comunitaria, vedi POTO, *Le autorità cit.*, pagg. 53 e ss., secondo la quale in un modello di vigilanza decentrato, ove si ha la contemporanea presenza di più autorità, «*la ripartizione delle competenze può qui essere operata in relazione alla tipologia di soggetti vigilati (vigilanza per istituzioni), alla finalità della vigilanza (vigilanza per finalità) e al tipo di servizio offerto (vigilanza per attività)*».

Questo binomio funzionale tra controllo e prevenzione, da una parte, e tra accertamento e repressione, dallôaltra, degli abusi commessi dai soggetti vigilati deriva dalla delicatezza e dalla dimensione superindividuale degli interessi tutelati.

Si deve ammettere, però, che nellôottica del legislatore, e ciò si desume facilmente dallôarsenale messo a sua disposizione, il compito della Consob sia, più che la repressione, la prevenzione delle violazioni del settore sensibile a lei affidato ([355]). Di talché, lôapparato sanzionatorio per essa congegnato, come vedremo, è strumentale non tanto allôattività repressiva quanto a quella preventiva.

Autorevole dottrina ha, per così dire, ñcatalogatoò questo arsenale paragonandolo a quello proprio dello Stato moderno: tale autorità, invero, disporrebbe di poteri prescrittivi, organizzativi, acquisitivi, autorizzativi, custodiali (per quanto concerne gli albi), di vigilanza, consultivi, cautelari ed infine sanzionatori ([356]).

Ora, come già è stato sottolineato in precedenza ([357]), nella disciplina finanziaria le competenze circa il controllo e la vigilanza sul risparmio spettano rispettivamente alla Banca dõItalia ed alla Consob secondo un criterio di riparto funzionale in base al quale a ciascuna autorità è attribuito un potere di intervento correlato al raggiungimento di uno specifico obiettivo.

Pertanto, la finalità perseguita costituisce il presupposto non solo per la delimitazione dellôambito di competenza ma, soprattutto, per la tipologia di poteri di cui è investita lôautorità in questione ([358]).

Delimitando la nostra indagine alla Consob, constatiamo che ad essa è demandata, ai sensi dellôart. 5 TUF, la vigilanza per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza

---

([355]) Per lo studio dellôevoluzione del sistema di vigilanza e dei controlli di cui la Consob rappresenta lôorgano di vertice, vedi *amplius* MERUSI, *Interessi e fini nei controlli sugli intermediari finanziari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1989, pagg. 169 e ss.

([356]) Vedi *amplius* CASSESE, *La Commissione cit.*, pagg. 417 e ss. che descrive lõintera evoluzione della Consob da mero organo del Ministero dellõEconomia e delle Finanze ad autorità amministrativa indipendente. In particolare, lôA. individua efficacemente ñquattroò Consob che si sono succedute nel ventennio 1974-1994: la prima (1974-1982) era un organo dello Stato, dotata di limitata autonomia, con attività di controllo del funzionamento delle borse valori e poteri ordinatori in materia di società; la seconda (1983-1985) era una persona giuridica pubblica che vedeva ampliarsi il proprio potere regolamentare in materia di mercato mobiliare, tutelando valori prima non riconosciuti, come ad esempio la trasparenza delle operazioni finanziarie; la terza (1986-1990) stabilizza la propria posizione di vertice del controllo del mercato mobiliare, anche attraverso poteri autorizzativi; lõultima Consob (1991-1998) acquisisce il controllo completo anche dellõoperato degli intermediari finanziari, principiando con la l.n. 1/91, ed attuando in campo finanziario la disciplina comunitaria.

([357]) Vedi paragrafo 1.5.2.

([358]) RORDORF, *La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio*, in *Il foro italiano*, 2000, pagg. 145 e ss.

dei comportamenti dei soggetti controllati, per la salvaguardia della fiducia del sistema finanziario, per la tutela degli investitori, per la stabilità ed il buon funzionamento del sistema finanziario, per la competitività dello stesso e per la generale osservanza delle disposizioni dettate in materia finanziaria ([359]).

La Consob ha il delicato compito, dunque, di gestire la potenziale tensione tra finalità di trasparenza del mercato finanziario ï le quali richiedono che agli investitori siano fornite tempestivamente tutte le informazioni necessarie per assicurare ponderate decisioni - e finalità di stabilità degli intermediari e del sistema ï che impongono di prevenire il fallimento degli operatori del settore ed il contagio di una crisi allôintero sistema ï sempre perseguendo lôobiettivo primario della protezione del risparmio e degli investitori ([360]). Essa, pertanto, realizza nel mercato finanziario unôanticipazione della tutela degli interessi rilevanti dispiegando una sinergia di azioni di controllo e di vigilanza ï prodromiche allôattività repressiva vera e propria ï la cui effettività viene assicurata da sanzioni amministrative ([361]).

E non è un caso che le uniche *authorities* a resistere al forzato allineamento del potere sanzionatorio di matrice amministrativa a quello di matrice penale, realizzato dalla l.n. 689/81, siano state proprie quelle preposte alla tutela ed alla vigilanza del settore bancario e creditizio e di quello finanziario. Invero, tanto per la Consob quanto per la Banca dôItalia, è prevista una regolamentazione settoriale che, tratteggiando un

---

([359]) RORDORF, *La Consob cit.*, pag. 146 ï sempre considerando la tutela degli investitori come filo conduttore dei poteri dellôautorità di vigilanza - sottolinea anche, tra i compiti istituzionali affidati allôautorità in questione, la vigilanza sui mercati finanziari (cfr. art. 74 TUF) e quella sugli emittenti strumenti finanziari quotati (cfr. art. 91 TUF).

Per una dettagliata analisi della natura imperativa delle norme contenute nel TUF, si rinvia al Capitolo che precede.

([360]) POTO, *Le autorità cit.*, pagg. 106 e ss., che ripartisce le competenze della Consob in quattro grandi tipologie: poteri di regolamentazione; poteri di autorizzazione; poteri di vigilanza in senso stretto; poteri sanzionatori.

([361]) BANI, *Il potere sanzionatorio cit.*, pagg. 40 e ss. LôA. descrive la lenta, ma inesorabile, progressione depenalizzatrice che si è avuta sin dalla legge istitutiva della Consob (legge 7 giugno 1974, n. 216) passando attraverso il decreto Eurosim e terminando col TUF. Nello stesso senso, SEMINARA, sub *art. 191*, in AA.VV., *Testo unico della finanza*, Vol. III, Torino, 2002, pagg. 1503 e ss. Per lôevoluzione della sanzione amministrative, tanto in generale quanto in particolare con riferimento al suo utilizzo nel settore dellôintermediazione finanziaria, vedi *amplius* SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di PATRONI GRIFFI-SANDULLI-SANTORO, Torino, 1999, pagg. 1247 e ss. Elogia questo sistema repressivo misto, definito ñorganico e modulatoò, ZANNOTTI, sub *art. 188*, in AA.VV., *Testo unico della finanza*, Vol. III, Torino, 2002, pagg. 1490 e ss.

procedimento sanzionatorio *ad hoc*, allontana queste due autorità dalla disciplina a cui soggiacciono le altre previste nel nostro sistema ([362]).

Prima di passare in rassegna la principale fattispecie di illecito amministrativo concernente i doveri informativi e di condotta di cui sono gravati gli intermediari finanziari, appare utile ricordare che, nonostante la devianza dai principi generali delle sanzioni amministrative irrogate dalla Consob, la l.n. 689/81 si applica, anche se in via residuale, laddove il TUF non contenga espresse disposizioni in merito.

Il rinvio è stabilito in virtù dellôart. 12 della normativa in esame ([363]) che estende le prescrizioni della stessa, a moô di statuto generale, a tutte le discipline contenenti sanzioni amministrative ([364]).

Da ciò deriva la generalizzata estensione al TUF del principio di legalità (art. 1), della capacità di intendere e di volere (art. 2), dellôelemento soggettivo (art. 3), delle cause di esclusione della responsabilità (art. 4), della disciplina del concorso di persone (art. 5), del principio di solidarietà nellôobbligazione (art. 6), del principio di intrasmissibilità agli eredi dellôobbligazione medesima (art. 7), del cumulo giuridico in caso di continuazione o di concorso formale di illeciti amministrativi (art. 8), del principio di specialità (art. 9) e dei criteri di applicazione delle sanzioni amministrative (art. 11).

Non si applicheranno invece le disposizioni concernenti i limiti minimi e massimi editali (art. 10) ed il pagamento in misura ridotta (art. 16) nonché le norme procedurali in quanto implicitamente o esplicitamente derogati (ad esempio, dallôart. 195 TUF).

([362]) Vedi *amplius* il paragrafo 3 del presente capitolo.

([363]) Art. 12. Ambito di applicazione. ñ*Le disposizioni di questo Capo si osservano, in quanto applicabili e salvo che non sia diversamente stabilito, per tutte le violazioni per le quali è prevista la sanzione amministrativa del pagamento di una somma di denaro, anche quando questa sanzione non è prevista in sostituzione di una sanzione penale. Non si applicano alle violazioni disciplinari*ò.

([364]) DI GIROLAMO, sub *art. 190*, in AA.VV., *Testo unico della finanza*, Vol. III, Torino, 2002, pag. 1495; LUCARELLI, sub *art. 190*, in RABITTI BEDOGNI, *Il testo unico dellôintermediazione finanziaria*, Milano, 1998, pagg. 1040 e ss.; SANDULLI, *Sanzioni amministrative*, in *Enciclopedia giuridica*, Vol. X, pagg. 3 e ss.

3.2. Lôapparato sanzionatorio amministrativo a tutela del risparmiatore nei servizi di investimento.

3.2.1. *Lôart. 190 TUF come norma cardine per la responsabilità amministrativa - disciplinare dellôintermediario finanziario.*

Prima di focalizzare la nostra indagine sullôillecito amministrativo descritto dallôart. 190 TUF, appare utile ricordare che il sistema sanzionatorio amministrativo è fornito tanto di sanzioni di tipo punitivo quanto di sanzioni di tipo non punitivo.

Nel primo caso, dopo lôaccertamento dei presupposti fattuali e giuridici per irrogare la sanzione, lôautorità competente dispone di un potere discrezionale - valutando lôintensità del pericolo o della lesione apportata ad un determinato interesse pubblico - in ordine allô*an* dellôirrogazione del provvedimento.

Nel secondo caso, invece, lôaccertamento formale della sussistenza della violazione esaurisce il compito dellôamministrazione che, dunque, è tenuta ad irrogare la relativa sanzione.

Tipico esempio di sanzione punitiva è proprio la norma di cui allôart. 190 TUF; tipico esempio di sanzione non punitiva è costituita, al contrario, dallôart. 55 TUF ([365]).

Lôunico dato che accomuna le due tipologie di rimedi risiede nella doverosità dellôesercizio dellôazione amministrativa di accertamento. Ed il quadro normativo non risultava diverso neanche prima della novella del 2005 ([366]), quando la Consob deteneva soltanto un potere di proposta di sanzione: invero, ricevuta la notizia di violazioni delle disposizioni del TUF, essa doveva obbligatoriamente iniziare unôattività di accertamento in relazione ai fatti costitutivi delle violazioni *de quibus* ([367]).

([365]) BANI, *Il potere sanzionatorio cit.*, pagg. 171 e ss. che ricorda come, anche nelle sanzioni punitive, lôamministrazione in realtà eserciti un potere discrezionale, almeno in ordine al *quantum* della sanzione, compresa in limiti edittali, da irrogare. Per la sanzione amministrativa pecuniaria *ex* art. 190 TUF, vedi, *ex multis*, delibere Consob nn. 17776/11, 17775/11, 17717/11, 17731/10, 17/414, 17371/10, tutte consultabili su www.consob.it. Per la sospensione cautelare *ex* art. 55 TUF, vedi, *ex multis*, delibere Consob nn. 17878/11, 17711/11, 17243/10, 16834/09, 16825/09, tutte consultabili su www.consob.it.

([366]) Vedi paragrafo 3 in ordine allôanalisi della procedura sanzionatoria.

([367]) Ritiene che la funzione sanzionatoria sia sempre un atto doveroso, attesi gli interessi pubblicistici sottostanti il pubblico investimento, DI GIROLAMO, sub *art. 195 cit.*, pag. 1495; SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pagg. 1266 e ss.

Ora, il fondamento normativo dellôobbligatorietà dellôesercizio dellôazione amministrativa non può essere rinvenuto nellôart. 112 Cost. che enuncia, a ben vedere, un siffatto principio con esclusivo riferimento allôazione penale. Più correttamente, la nostra attenzione, come suggerito dal Giudice delle Leggi ([368]), deve spostarsi sulle disposizioni sancite dagli artt. 3 e 97 Cost. Si sostiene, a tal proposito, che i principi di uguaglianza, di buon andamento nonché di imparzialità della pubblica amministrazione costituiscono lôespressione, costituzionalmente tradotta, per cui la potestà sanzionatoria amministrativa, quale estrinsecazione della più ampia sovranità, deve essere esercitata non per un interesse proprio ma per il soddisfacimento di pubblici interessi ([369]).

Questa impostazione, caratterizzata da copertura costituzionale, deve essere privilegiata rispetto a quella che tenta di rinvenire il fondamento del principio dellôobbligatorietà dellôesercizio dellôazione amministrativa nelle norme della l.n. 689/81: infatti le disposizioni in esame (cfr., in particolare negli artt. 13, 14, 18 e 19) non solo hanno rango ordinario ma si applicano soltanto in via residuale alla materia che qui ci occupa ([370]).

Giova sottolineare, ancora, che le sanzioni amministrative irrogate dalla Consob, sebbene caratterizzate da una forbice edittale in relazione alla condotta antigiuridica tenuta, prescindono dalla correlazione con un danno concreto e, come si vedrà nel prosieguo del lavoro, escludono il pagamento in forma ridotta, prevedono la pubblicità della sanzione medesima ed obbligano allôazione di rivalsa lôente di appartenenza dellôintermediario persona fisica che ha commesso la violazione ([371]).

Ora, procedendo con lôanalisi della fattispecie di illecito che qui ci interessa, vale a dire lôart. 190 TUF, si nota immediatamente come la tecnica di costruzione legislativa di tale disposizione sia quella tipica della ñnorma in biancoò, ossia di una fattispecie di illecito che, per quanto concerne lôintero contenuto del suo precetto, rinvia totalmente ad unôaltra norma, di fonte primaria o secondaria ([372]).

([368]) Corte Costituzionale, sentenza 14 aprile 1988, n. 447 che, anche se in ordine al concetto di riserva ñrelativaò di legge, richiama anche lôart. 23 Cost.

([369]) SANDULLI, *Sanzioni amministrative cit.*, pagg. 15 e ss.; SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pagg. 1266 e ss.

([370]) Vedi il paragrafo che precede.

([371]) Da ciò la loro natura afflittiva. In tal senso, *ex multis*, LUCARELLI, sub *art. 190 cit.*, pag. 1043; DI GIROLAMO, sub *art. 190 cit.*, pagg. 1501 e ss.

([372]) Art. 190. Altre sanzioni amministrative pecuniarie in tema di disciplina degli intermediari e dei mercati. ñ*I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione e i dipendenti di società o*

Lôart. 190 TUF, ricalcando fedelmente lo schema del previgente art. 43 del d.lgs. n. 415/96, rappresenta la norma cardine dellôintero sistema delle sanzioni amministrative finanziarie e, per la sua configurazione strutturale, anche quella più problematica ([373]).

Essa costituisce lôanello di congiunzione tra il sistema normativo di fonte primaria e quello di fonte secondaria che, nel complesso, costituiscono lo statuto dei doveri informativi e di condotta gravanti sullôintermediario finanziario. Attraverso tale disposizione, la Consob assume poteri para-legislativi rendendo concreto il precetto da

---

enti abilitati, i quali non osservano le disposizioni previste dagli articoli 6; 7, commi 2 e 3; 8, comma 1; 9; 10; 12; 13, comma 2; 21; 22; 24, comma 1; 25; 25-bis, commi 1 e 2; 27, commi 3 e 4; 28, comma 3; 30, commi 3, 4 e 5; 31, commi 1, 2, 5, 6 e 7; 32, comma 2; 36, commi 2, 3, 4, 6 e 7; 37; 38, commi 3 e 4; 39, commi 1 e 2; 40, comma 1; 41, commi 2 e 3; 42, commi 2, 3, 4, 6, 7 e 8; 43, commi 7 e 8; 50, comma 1; 65; 79-bis; 187-nonies, ovvero le disposizioni generali o particolari emanate dalla Banca d'Italia o dalla Consob in base ai medesimi articoli, sono puniti con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro duemilacinquecento a euro duecentocinquantamila. La stessa sanzione si applica nel caso di violazione dellôarticolo 18, comma 1, ovvero in caso di esercizio dellôattività di consulente finanziario o di promotore finanziario in assenza dellôiscrizione negli albi di cui, rispettivamente, agli articoli 18-bis e 31.

2. La stessa sanzione si applica:

a) ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione e ai dipendenti delle società di gestione del mercato, nel caso di inosservanza delle disposizioni previste dal capo I del titolo I della parte III e di quelle emanate in base ad esse;

b) ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione e ai dipendenti delle società di gestione accentrata, nel caso di inosservanza delle disposizioni previste dal titolo II della parte III e di quelle emanate in base ad esse;

c) agli organizzatori e agli operatori dei sistemi di scambi di fondi interbancari, ai soggetti che gestiscono sistemi multilaterali di negoziazione ed agli internalizzatori sistematici, nel caso di inosservanza delle disposizioni previste dai capi II e II-bis del titolo I della parte III e di quelle emanate in base ad esse;

d) ai soggetti che gestiscono sistemi indicati negli articoli 68, 69, comma 2, e 70 o che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione della società indicata nell'articolo 69, comma 1, nel caso di inosservanza delle disposizioni previste dagli articoli 68, 69, 70, 70-bis e 77, comma 1, e di quelle applicative delle medesime;

d-bis) ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione e ai dipendenti delle imprese di assicurazione, nel caso in cui non osservino le disposizioni previste dall'articolo 25-bis, commi 1 e 2, e quelle emanate in base ad esse;

d-ter) agli operatori ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati in caso di inosservanza delle disposizioni previste dallôarticolo 25, comma 3;

d-quater) ai membri dellôorganismo dei consulenti finanziari in caso di inosservanza delle disposizioni previste dallôarticolo 18-bis e di quelle emanate in base ad esso;

d-quinquies) ai membri dellôorganismo dei promotori finanziari in caso di inosservanza delle disposizioni previste dallôarticolo 31 e di quelle emanate in base ad esso.

3. Le sanzioni previste dai commi 1 e 2 si applicano anche ai soggetti che svolgono funzioni di controllo nelle società o negli enti ivi indicati, i quali abbiano violato le disposizioni indicate nei medesimi commi o non abbiano vigilato, in conformità dei doveri inerenti al loro ufficio, affinché le

disposizioni stesse non fossero da altri violate. La stessa sanzione si applica nel caso di violazione delle disposizioni previste dall'articolo 8, commi da 2 a 6.

*4. Alle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente articolo non si applica l'articolo 16 della legge 24 novembre 1981, n. 689*ò.

([373]) DI GIROLAMO, sub *art. 190 cit.*, pag. 1495.

osservare e definendo compiutamente il sistema di responsabilità amministrativa/disciplinare dell'intermediario finanziario.

Analizzando la struttura dell'illecito, si nota subito che il dettato normativo dell'art. 190 TUF – ma questa è una conseguenza inevitabile della tecnica legislativa di cui questa norma è espressione - non è di agevole lettura e provoca non pochi problemi circa la previa conoscibilità della regola di condotta sanzionata ([374]).

Invero, l'intermediario finanziario è tenuto ad osservare non solo i dispositivi delle norme primarie richiamate ma anche quelli delle norme secondarie che, emanate dalla Consob nell'esercizio della sua potestà regolamentare, sono richiamate mediante rinvio dalle prime ([375]).

Ad ogni modo, si è comunque sostenuto che l'art. 190 TUF costituisca un consistente passo in avanti rispetto alla tecnica normativa previgente (art. 13, comma 3, l. n. 1/91) che faceva riferimento in termini molto generici al "*caso di accertata irregolarità ovvero di accertata violazione di legge o di regolamento o di disposizioni impartite dalle Autorità di vigilanza*" ([376]).

L'elenco disposto dall'art. 190 TUF impone all'intermediario finanziario di osservare, tra gli altri, anche il precetto di cui all'art. 21 TUF che, nello svolgimento dei servizi di investimento, gli prescrive di:

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

([374]) LUCARELLI, sub *art. 190 cit.*, pagg. 1042 e ss., ha provato a raggruppare gli illeciti amministrativi richiamati, in via primaria o regolamentare, dall'art. 190 TUF proponendone, dopo un'attenta analisi normativa, tre categorie:

a) violazioni che, direttamente o indirettamente, attengono alle funzioni di vigilanza della Banca d'Italia o della Consob (artt. 6; 7, commi 2 e 3; 8; 9; 10; 12; 13, comma 2; 42, commi 7 e 8; 65);

b) violazione che, direttamente o indirettamente, attengono ai principi che devono informare l'esercizio dei servizi di investimento e della gestione collettiva (artt. 21; 22; 24, comma 1; 25; 27, commi 3 e 4; 28, comma 3; 30, commi 3, 4 e 5; 31, commi 1, 2, 5, 6 e 7; 32, comma 2; 36, commi 2, 3, 4, 6 e 7; 37; 38, commi 3 e 4; 39, commi 1 e 2; 40, comma 1; 41, commi 2 e 3; 42, commi 2, 3, 4 e 6; 43, commi 7 e 8; 50, comma 1);

c) violazioni che attengono a norme di rango primario ovvero secondario dettate in tema di mercati regolamentati (Capo I, Titolo I, Parte III), non rientranti nella prima categoria, ovvero in materia di gestione accentrata degli strumenti finanziari (Titolo II, Parte III).

([375]) Delibere Consob nn. 17776/11, 17775/11, 17717/11, 17731/10, 17/414, 17371/10, tutte consultabili su www.consob.it.

([376]) In tal senso, e per una disamina dettagliata dell'evoluzione della disciplina sanzionatoria in materia finanziaria, dall'arsenale misto penale ed amministrativo della l.n. 1/91 a quello principalmente pecuniario del decreto eurosim fino alla forte depenalizzazione prevista nel TUF, vedi CONDEMI, sub *artt. 188-196*, in RABITTI BEDOGNI, *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, pagg. 1029 e ss.

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

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

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

Non solo. Lôart. 190, primo comma, TUF conclude, richiamandole per farne oggetto di sanzione, anche tutte ñ*le disposizioni generali o particolari emanate dalla Banca dôItalia o dalla Consob in base ai medesimi articoli*ò.

Ora, nel reg. 11522 ï ed in particolare agli artt. 26 e ss., collocati nelle ñdisposizioni di carattere generaleò - la Consob ha specificato i doveri informativi e di condotta gravanti sugli intermediari finanziari per la cui analisi, dal punto di vista del contenuto e delle sanzioni civili in caso di loro inosservanza, si rinvia ai capitoli che precedono ([377]).

Nel sistema di rinvii a cascata dellôart. 190 TUF, assurgono quindi a contenuto di precetti, sanzionati in via amministrativa, tanto i doveri di informarsi (*know your customer rule* e *know your merchandise rule*) e di informare quanto la corretta esecuzione dellôordine di negoziazione ricevuto (*suitability rule* e *best execution rule*).

A titolo esemplificativo, se lôintermediario finanziario, in violazione dellôart. 28 del reg. n. 11522, non osserva la *know your customer rule* e non si informa circa lôesperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari del cliente, né sulla sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio, incorrerà ï oltre allôeventuale responsabilità civile ï anche in quella amministrativo-disciplinare di cui allôart. 190 TUF, proprio attraverso il sistema a cascata di rinvii finora illustrato.

([377]) Vedi, per lôanalisi del contenuto di tali doveri nonché per lôevoluzione normativa che li ha caratterizzati, il capitolo I; e per le conseguenze civilistiche della loro inosservanza, il capitolo II.

Si ricorda, tuttavia, in tale sede che lôart. 26 si occupa delle regole generali di comportamento; lôart. 27 del conflitto di interessi; lôart. 28 delle informazioni tra gli intermediari e gli investitori; lôart. 29 delle operazioni non adeguate; lôart. 30 del contratto con gli investitori; ed infine lôart. 31 del rapporto tra intermediari finanziari e speciali categorie di investitori.

3.2.2. *Lôinadeguatezza organizzativa come parametro giurisprudenziale su cui fondare la sanzione amministrativa.*

Le disposizioni sub-legislative sopra richiamate consentono di introdurre alcune considerazioni critiche circa un profilo di tutela molto sviluppato in giurisprudenza ([378]). Il dovere di informare la clientela si atteggia, naturalmente, a *posterius* logico del più ampio dovere di informarsi. Soltanto un intermediario che si è diligentemente informato può, in maniera altrettanto diligente, informare la controparte negoziale. Tuttavia, il dovere di informarsi si atteggia, a sua volta, a *posterius* logico del più ampio dovere, da parte dellôintermediario, di dotarsi di procedure interne e di assetti organizzativi idonei ai fini della realizzazione del dovere informativo ([379]).

In altri termini, dalla c.d. adeguatezza organizzativa discende la c.d. adeguatezza informativa ([380]). Una carenza organizzativa, intesa come difetto strutturale del soggetto abilitato di acquisire informazioni utili per tratteggiare il profilo del cliente, si riverbera inevitabilmente a catena sul corretto adempimento degli obblighi informativi nei confronti dello stesso.

Si è compreso, in altri termini, che lôadozione, da parte del soggetto abilitato, di un sistema organizzativo proporzionato, efficiente e razionale costituisce il migliore presidio per la correttezza dei comportamenti dellôimpresa di investimento nei confronti dei propri clienti.

La posizione del legislatore interno, dunque, è molto chiara: la tutela della clientela deve fondarsi su precetti che guidino la predisposizione dellôorganizzazione interna dellôintermediario in una direzione che garantisca lôallineamento delle condotte assunte ai principi fondamentali della trasparenza e della correttezza.

([378]) Cfr., ad esempio, Tribunale di Udine, sentenza del 1 luglio 2011, in www.ilcaso.it; Corte di Appello di Milano, decreto del 13 novembre 2008 in www.ilcaso.it; Corte di Appello di Venezia, decreto del 16 luglio 2008, in www.ilcaso.it; Tribunale di Vigevano, sentenza del 7 agosto 2006, in www.ilcaso.it; Tribunale di Brindisi, sentenza del 4 ottobre 2005, in www.ilcaso.it; Tribunale di Novara, sentenza del 10 gennaio 2006 in www.ilcaso.it; Tribunale di Brindisi, sentenza del 4 ottobre 2005, in www.ilcaso.it.

([379]) Le procedure di controllo (c.d. semafori) trovano il loro fondamento normativo nel più ampio disegno di aggiornamento professionale a cui tutti i soggetti abilitati sono tenuti ai sensi dellôart. 56 reg. intermediari.

([380]) Come vedremo nel Capitolo IV, paragrafo 4.4.3, lôimportanza dellôassetto organizzativo è diventato, dopo il recepimento del sistema MIFID, nodo centrale della politica di gestione del conflitto di interesse.

Non deve ingannare il rilievo che la c.d. adeguatezza organizzativa ï quale indice di espressione della politica di gestione sana e prudente degli intermediari ï sia ricompresa nellôampio dettato dellôart. 5, comma 2, TUF che disciplina il raggio di azione del potere di vigilanza, e di conseguenza anche di quello sanzionatorio, della Banca dôItalia.

In effetti, la c.d. adeguatezza organizzativa riveste un duplice ruolo: il primo, ad efficacia prettamente interna, concerne la stabilità patrimoniale dellôintermediario e, pertanto, rientra nellôoggetto di vigilanza della Banca dôItalia; il secondo, ad efficacia prettamente esterna, concerne la fonte del processo informativo e, pertanto, rientra nellôoggetto di vigilanza della Consob ([381]).

Di talché, a seconda del tipo di efficacia, avremo una diversa titolarità del potere di vigilanza nonché di quello sanzionatorio. Per quanto qui ci interessa, il sindacato di adeguatezza organizzativa, nella sua veste di presupposto giuridico dei doveri informativi, non deve essere ancorato a parametri quantitativi quanto, piuttosto, qualitativi.

Si privilegia, in altri termini, non un imponente mole di informazioni cartacee - schermo dietro al quale lôintermediario spesso si protegge ï bensì ñ*accorgimenti procedurali adeguatamente preordinati ad assicurare al medesimo un prodotto finanziario corrispondente alle di lui specifiche esigenze*ò ([382]).

Come è stato felicemente sintetizzato, cogliendo in maniera sinergica entrambe le dimensione della c.d. adeguatezza organizzativa, le procedure interne devono ñ*oltre ad essere efficienti nellôinteresse dellôintermediario, anche improntati a criteri di trasparenza e ordinata sequenzialità nellôinteresse dellôinvestitore e devono perciò essere confezionati in modo tale da «ricostruire» le modalità e i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi*ò ([383]).

Le pronunce in tema di adeguatezza organizzativa ([384]), unitamente alle delibere dellôautorità di vigilanza esaminate nel paragrafo che precede, costituiscono espressione di una forte anticipazione della tutela dellôinvestitore e denotano lôefficacia preventiva dellôapparato sanzionatorio pubblicistico.

([381]) Vedi la giurisprudenza richiamata nella nota n. 378.
([382]) Corte di Appello di Venezia, decreto del 16 luglio 2008, in www.ilcaso.it
([383]) Corte di Appello di Milano, decreto del 13 novembre 2008, in www.ilcaso.it
([384]) Vedi nota n. 38.

La scelta di rafforzare la protezione dellôinvestitore con interventi sanzionatori ña monteò, vale a dire sganciati da un futuro e potenziale danno patrimoniale, è da salutare con estremo favore perché elimina *in nuce* ï o, meglio, dovrebbe eliminare eventuali comportamenti pregiudizievoli a detrimento dei risparmiatori.

A tal proposito, lôorganizzazione interna del soggetto abilitato e le procedure deputate ai canali del flusso informativo assurgono a parametro giurisprudenziale prediletto per valutare la sussistenza o meno degli *standards* organizzativi che, in sede di negoziazione, devono sussistere per rendere concreta ed effettiva la tutela del cliente.

Come, tuttavia, ampiamente dimostrato nel capitolo che precede, una soglia così arretrata di protezione non ha comunque impedito il profilarsi di numerose controversie giudiziarie aventi ad oggetto lôinosservanza di quegli obblighi informativi che, al contrario, idonei assetti organizzativi avrebbero dovuto maggiormente consolidare.

La duplicazione, in caso di inosservanza degli obblighi informativi, della responsabilità (amministrativa e civile) in cui incorre lôintermediario negligente non ha quindi sortito lôeffetto desiderato.

In altri termini, la funzione di ñargineò dellôart. 190 TUF ï con conseguente duplicazione della tutela apprestata allôinvestitore - non è stata svolta appieno da tale disposizione che, nella realtà dei fatti, non ha comunque impedito la realizzazione di comportamenti opportunistici e di speculazioni a danno dei risparmiatori.

Di talché, almeno dagli sconfortanti numeri che si registrano nelle aule giudiziarie, nonché dai dubbi di natura costituzionale che solleva (e di cui ci occuperemo nel paragrafo immediatamente successivo), è lecito dubitare dellôefficacia ñrealmenteò preventiva dellôapparato sanzionatorio pubblicistico predisposto dal TUF.

Lôintensità di un simile apparato, invero, si misura con la capacità dello stesso di prevenire potenziali conflitti tra intermediari ed investitori: il numero impressionante di controversie instaurate in questo decennio, nonché i recenti scandali finanziari che hanno minato alla base lôintegrità dei mercati, mostrano come la finalità preventiva dellôapparato pubblicistico sia, quantomeno, da raffinare.

3.2.3. *Profili di legittimità costituzionale dellôapparato sanzionatorio amministrativo a disposizione della Consob.*

Dopo aver esaminati i dubbi che attengono alla tecnica di descrizione legislativa dellôart 190 TUF nonché lôinerenza ai doveri informativi della c.d. adeguatezza organizzativa, la nostra indagine deve proseguire analizzando se, ed in quali limiti, lo schema normativo dellôart. 190 TUF, quale norma amministrativa in bianco, sia compatibile col dettato costituzionale.

Invero, non sembra scorretto affermare, come sopra anticipato, che la funzione ñdi riempimentoò affidata alla Consob in materia di sanzioni amministrative contro gli intermediari finanziari, abbia vera e propria natura para-legislativa. Questo perché, emanando regolamenti attuativi delle disposizioni del TUF, lôautorità di vigilanza ñcreaò in realtà il precetto la cui inosservanza genera la sanzione amministrativa. Accanto ad una funzione para-giurisdizionale, quindi, la Consob assolve, nella materia dei servizi di investimenti, anche una funzione para-legislativa, atteso che il sistema di rinvio dellôart. 190 TUF, nei fatti, le attribuisce il potere di riempire il contenuto dellôillecito amministrativo, privo di qualsiasi precetto.

Di talché, i doveri informativi e di condotta che la Consob specifica in relazione allôoperato degli intermediari finanziari, lungi dal rimanere vuote disposizioni programmatiche, divengono il corpo di fattispecie di illecito amministrativo.

Si comprende allora perché, in precedenza, si accennava allôart. 190 TUF come allôanello di congiunzione attraverso il quale, nellôambito dei servizi di investimento, si perviene alla duplicazione della responsabilità dellôintermediario finanziario e, correlativamente, alla duplicazione della tutela apprestata allôinvestitore.

Tutto ciò premesso, se una maggiore tutela del mercato finanziario può giustificare, dal punto di vista politico, la funzione para-legislativa attribuita alla Consob dallôart. 190 TUF, si deve ora analizzare se una simile funzione sia anche costituzionalmente compatibile.

Invero, un precetto configurato *in toto* dallôautorità di vigilanza mal si concilierebbe con la *ratio* garantistica sottesa al principio di legalità in quanto la regola di condotta, soltanto formalmente cristallizzata nella legge, verrebbe sostanzialmente posta in essere da un organo para-esecutivo. Infatti, lôespresso rinvio alla normazione

secondaria conferirebbe a questôultima una sorta di delega per la qualificazione degli elementi costitutivi dellôillecito amministrativo, identificando in concreto lôoggetto giuridico, ossia lô*an* della punibilità ([385]).

Ancora, si sostiene che, sulla base di unôanalisi costi-benefici, il potenziamento del ruolo dellôillecito amministrativo non varrebbe una così vistosa violazione del principio di legalità del quale sarebbero pericolosamente arretrati, in modo inaccettabile, i requisiti minimi di formulazione della fattispecie illecita ([386]).

Simili preoccupazioni, a ben vedere, avrebbero pregio se il principio di legalità, nella materia delle sanzioni amministrative, fosse sancito da una norma di rango costituzionale ma, *in subiecta materia*, un simile principio trova la sua codificazione soltanto a livello di norma ordinaria, nellôart. 1 l.n. 689/81.

Gli artt. 23 e 97 Cost., dunque, non costituiscono le basi dello statuto costituzionale delle sanzioni amministrative limitandosi ad esprimere, secondo la dottrina dominante ([387]), la riserva relativa di legge e lôimparzialità nella irrogazione della sanzione stessa.

Il discorso, pertanto, non può vertere sulla legittimità costituzionale della potestà sanzionatoria della Consob bensì soltanto sulla sua opportunità politica. Il fenomeno per cui la normativa primaria sempre più spesso affida a questa autorità non solo compiti di regolamentazione - da svolgere nel quadro dei principi generali stabiliti dalla medesima normativa primaria, sebbene con larghi margini di scelta discrezionale ï ma anche compiti di legislazione, può essere facilmente rinvenuto nella maggiore celerità e rispondenza degli interventi normativi di unôautorità ñcalataò nella realtà da regolamentare ([388]).

([385]) DI GIROLAMO, sub *art. 190 cit.*, pag. 1495; SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pag. 1258.

([386]) SEMINARA, sub *art. 191 cit.*, pagg. 1504 e ss. Sempre in senso critico riguardo questa tecnica, LUCARELLI, sub *art. 190 cit.*, pagg. 1042 e ss.; SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pag. 1258, il quale sottolinea come ñ*il richiamo di numerosissime e, soprattutto, eterogenee norme del testo unico ostacola enormemente la conoscibilità delle sanzioni: lôart. 190 raggruppa sanzioni che riguardano tutte le categorie di operatori finanziari contemplate dal testo unico, mentre una disciplina che avesse quantomeno articolato le sanzioni per singole categorie di operatori, avrebbe reso certamente più intellegibile il sistema sanzionatorio*ò.

([387]) Vedi CARINGELLA-MAZZAMUTO-MORBIDELLI, *Manuale di diritto amministrativo cit.*, pagg. 901 e ss. In giurisprudenza, vedi *ex multis*: Corte di Appello di Milano, secreto 13 novembre 2008, in www.ilcaso.it; Corte di Appello di Venezia, decreto del 16 luglio 2008, in www.ilcaso.it.

([388]) A proposito del fenomeno sopra accennato, RORDORF, *La Consob cit.*, pagg. 147 e ss., sottolinea come si pongono immediatamente due problemi: il primo investe il difetto di responsabilità

Ed è proprio questa impostazione che il legislatore del õ98 ha avallato delegando, in un settore caratterizzato da un alto tasso di tecnicismo operativo, la previsione sanzionatoria allôorganismo amministrativo. Basti pensare, a titolo esemplificativo, alla rapidissima e continua evoluzione degli strumenti tecnici, giuridici e finanziari che caratterizza la *subiecta materia*, per comprendere come gli illeciti degli intermediari finanziari mal si concilierebbero con la cristallizzazione in un rigido catalogo legislativo richiedendo, al contrario, un intervento celere e flessibile attento a captare le evoluzioni ed i mutamenti di un mercato così dinamico, intervento che ben viene apprestato dalla fonte sub legislativa.

Ora, superato il primo dubbio di incostituzionalità alla stregua delle ragioni sopra evidenziate, parte della dottrina non ha mancato di sottolineare come la peculiare configurazione dellôart. 190 TUF si colori di sospetta incostituzionalità per contrasto con altri disposti della nostra Carta Fondamentale ([389]).

In primo luogo, lôespressa esclusione del principio di oblatività (art. 16 l.n. 689/81([390])), sancito espressamente dallôultimo comma dellôart. 195 TUF, non terrebbe in debito conto gli insegnamenti del Giudice delle Leggi che considera lôart. 16 come principio fondamentale del ñdiritto amministrativo punitivoò, con effetti vincolanti sul legislatore statale e regionale ([391]).

In secondo luogo, lôomessa previsione di un criterio direttivo ovvero di un vincolo imposto alla discrezionalità sanzionatoria dellôautorità di vigilanza ï stante la forbice edittale abbastanza ampia ([392]) - ben potrebbe minare lôeffettività delle garanzie costituzionali previste dagli artt. 24 e 113 Cost. Questo perché lôapprezzamento soggettivo della Consob - in difetto di un parametro normativo affidabile che consenta

---

politica delle autorità amministrative indipendenti che, secondo lôautore, striderebbe con lôattribuzione alle stesse di poteri normativi discrezionali; il secondo postula lôindividuazione degli strumenti di controllo giuridico di detti poteri normativi, in particolare circa il rispetto da parte della Consob dei limiti legislativi entro i confini dei quali è legittimata ad esercitare il suo potere discrezionale o, in altri termini, sulla conformità delle norme regolamentari ai principi espressi nella legislazione primaria.

([389]) BANI, *Il potere sanzionatorio cit.*, pagg. 164 e ss.

([390]) Questo articolo, rubricato ñPagamento in misura ridottaò, esprime il principio secondo cui è ammessa una tale forma di pagamento - pari alla terza parte del massimo della sanzione amministrativa pecuniaria prevista per la violazione commessa o, se più favorevole, al doppio del minimo della sanzione edittale, oltre alle spese del procedimento - entro il termine di sessanta giorni dalla contestazione immediata o, se questa non vi è stata, dalla notificazione degli estremi della violazione delle sanzioni amministrative.

([391]) Corte Costituzionale, sentenza n. 152 dellô8 maggio 1995.

([392]) La forbice edittale dellôart. 190 TUF va da un minimo di 2.500 ú ad un massimo di 250.000 ú.

un raffronto tra operato amministrativo e precetto legislativo ï trasformerebbe la discrezionalità propria di tale autorità in un vero e proprio arbitrio, sottratto al (successivo ed eventuale) sindacato giurisdizionale di legittimità della sanzione irrogata stante il difetto dellôunico presupposto giuridico che potrebbe consentire al giudice il vaglio della legittimità dellôazione amministrativa ([393]).

Il problema si presenta in tutti i suoi aspetti critici perché ï costituendo lôart. 190 TUF un illecito amministrativo di pericolo astratto ossia un illecito che prescinde dallôeffettiva verificazione di un pregiudizio patrimoniale ï la Consob ben potrebbe irrogare una sanzione amministrativa pecuniaria, anche dallôimporto ingente, a seguito di inosservanza di doveri informativi che, in concreto, ad esempio per la loro scarsa consistenza quantitativa e/o qualitativa in relazione al contratto di investimento, non abbia inciso pregiudizievolmente il patrimonio dellôinvestitore.

Terminate le considerazioni circa gli ulteriori e più incisivi dubbi di legittimità costituzionale che affliggono lôart. 190 TUF, si può passare allôanalisi strutturale della fattispecie di illecito che qui maggiormente ci occupa e soffermarci, eventualmente, sulle problematiche dogmatiche che la stessa solleva.

In ordine allôindividuazione dei destinatari del precetto, il legislatore ï a differenza degli artt. 188, 191, 192 e 194 TUF ([394]) ove si riferisce, quale soggetto attivo dellôillecito amministrativo, a ñchiunqueò ï ha preferito, nellôart. 190 TUF, prendere in considerazione esclusivamente, secondo un criterio oggettivo-funzionale, colui che ha in concreto svolto le funzioni di amministrazione o di direzione, a prescindere da una formale qualifica rivestita ([395]).

Si deve osservare, in primo luogo, che la norma non chiarisce affatto come la funzione di amministrazione o di direzione debba essere collegata con la condotta sanzionata o, in altri termini, non chiarisce, in caso di violazione di norme a contenuto generale come lôart. 6, quale organo debba essere punito ([396]).

([393]) BANI, *Il potere sanzionatorio cit.*, pagg. 165 e ss.

([394]) Le fattispecie menzionate disciplinane lôabuso di denominazione (art. 188), lôofferta al pubblico di sottoscrizione o di vendita (art. 191), le offerte pubbliche di acquisto o di scambio (art. 192) e le deleghe di voto (art. 194).

([395]) LUCARELLI, sub *artt. 188-196 cit.*, pagg. 1040 e ss.; DI GIROLAMO, sub *art. 190 cit.*, pag. 1497; SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pag. 1259.

([396]) SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pag. 1259.

Inoltre, questo sistema di imputazione oggettiva, se da un lato coincide con una visione realistica dellôillecito amministrativo, dallôaltro non risolve il problema dellôintermediario finanziario ñdi fattoò, ossia del soggetto non abilitato che, in concreto, continui a porre in essere prestazioni relative ai servizi di investimento. Invero, la norma riferisce il criterio oggettivo-funzionale soltanto a coloro che svolgono funzione di amministrazione e di direzione, ossia ai soli ñamministratori e direttori di fattoò ([397]).

Quid iuris in caso di ñdipendente di fattoò, ad esempio di intermediario dipendente di un istituto di credito la cui autorizzazione sia stata revocata ovvero che sia stato destituito dal suo impiego?

Ed in caso di consulente finanziario la cui autorizzazione a prestare il proprio parere professionale sia stata revocata?

Ferma restando lôefficacia costitutiva dellôiscrizione ai relativi albi, permane una situazione di incertezza giuridica che, ad esempio nel diritto penale bancario e societario, è stata risolta una volta per tutte con una clausola di equivalenza normativa, rispettivamente sancita dagli artt. 136 TUB e 2639 cod. civ.([398]).

([397]) DI GIROLAMO, sub *art. 190 cit.*, pagg. 1498 e ss.

([398]) Articolo 136. Obbligazioni degli esponenti bancari.

ñ*Chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una banca non può contrarre obbligazioni di qualsiasi natura o compiere atti di compravendita, direttamente od indirettamente, con la banca che amministra, dirige o controlla, se non previa deliberazione dellôorgano di amministrazione presa allôunanimità e col voto favorevole di tutti i componenti dellôorgano di controllo, fermi restando gli obblighi previsti dal codice civile in materia di interessi degli amministratori e di operazioni con parti correlate.*

Le medesime disposizioni si applicano anche a chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo, presso una banca o società facenti parte di un gruppo bancario, per le obbligazioni e per gli atti indicati nel comma 1 posti in essere con la società medesima o per le operazioni di finanziamento poste in essere con altra società o con altra banca del gruppo. In tali casi lôobbligazione o lôatto sono deliberati, con le modalità previste dal comma 1, dagli organi della società o banca contraente e con lôassenso della capogruppo.

Per lôapplicazione dei commi 1 e 2 rilevano anche le obbligazioni intercorrenti con società controllate dai soggetti di cui ai medesimi commi o presso le quali gli stessi soggetti svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo, nonché con le società da queste controllate o che le controllano. Il presente comma non si applica alle obbligazioni contratte tra società appartenenti al medesimo gruppo bancario ovvero tra banche per le operazioni sul mercato interbancario.

Lôinosservanza delle disposizioni dei commi 1, 2 e 2-bis è punita con la reclusione da uno a tre anni e con la multa da 206 a 2.066 euroò.

Art. 2639 cod. civ. Estensione delle qualifiche soggettive.

ñ*Per i reati previsti dal presente titolo (disposizione penali in materia di società e di consorzi) al soggetto formalmente investito della qualifica o titolare della funzione prevista dalla legge civile è equiparato sia chi è tenuto a svolgere la stessa funzione, diversamente qualificata, sia chi esercita in modo continuativo e significativo i poteri tipici inerenti alla qualifica o alla funzione.*

3.2.4. *Strumenti cautelari a tutela dellôinvestitore: lôart. 55 come soglia anticipata di punibilità del promotore finanziario.*

Appare utile soffermarsi, in questa parte del lavoro, sullôanalisi di una misura prevista dallôart. 55 TUF che, nonostante la natura cautelare e prognostica, si atteggia a vera e propria sanzione amministrativa di tipo interdittivo, al pari di quelle previste dallôart. 196 TUF ([399]).

Dal titolo del paragrafo si evince lôassenza nel TUF di analoghe misure cautelari irrogabili, da parte dellôautorità di vigilanza, nei confronti degli intermediari. In effetti, non può essere considerata una misura cautelare in senso stretto il più ampio potere ingiuntivo di cui allôart. 51 TUF. Il provvedimento adottato sulla base di tale norma si atteggia, in tutto e per tutto, a sanzione amministrativa di tipo interdittivo e non ha funzione cautelare ([400]).

La scelta di non prevedere un sistema cautelare nei confronti dellôintermediario può forse essere stata dettata dalla considerazione circa lôinopportunità di anticipare, riguardo tale soggetto, la soglia di punibilità. In altri termini, un delicato bilanciamento di interessi tra la tutela dellôinvestitore e la possibilità di svolgere unôattività intrinsecamente rischiosa, quale è quella finanziaria.

---

*Fuori dei casi di applicazione delle norme riguardanti i delitti dei pubblici ufficiali contro la pubblica amministrazione, le disposizioni sanzionatorie relative agli amministratori si applicano anche a coloro che sono legalmente incaricati dall'autorità giudiziaria o dall'autorità pubblica di vigilanza di amministrare la società o i beni dalla stessa posseduti o gestiti per conto di terzi*ò.

([399]) Ci si riferisce al richiamo scritto, alla sospensione da 1 a 4 mesi dallôalbo ed alla radiazione. Per lôanalisi della peculiare procedura sanzionatoria prevista da tale norma, si rinvia al paragrafo che segue.

([400]) SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pagg. 1251 e ss.

Lôarticolo 51 TUF dispone che ñ*In caso di violazione da parte di Sim, di imprese di investimento e di banche extracomunitarie, di società di gestione del risparmio, di Sicav e di banche autorizzate alla prestazione di servizi e attività di investimento aventi sede in Italia delle disposizioni loro applicabili ai sensi del presente decreto, la Banca d'Italia o la Consob, nellôambito delle rispettive competenze, possono ordinare alle stesse di porre termine a tali irregolarità. L'autorità di vigilanza che procede può altresì, sentita l'altra autorità, vietare ai soggetti indicati nel comma 1 di intraprendere nuove operazioni, nonché imporre ogni altra limitazione riguardante singole tipologie di operazioni, singoli servizi o attività, anche limitatamente a singole succursali o dipendenze dell'intermediario, quando: a) le violazioni commesse possano pregiudicare interessi di carattere generale; b) nei casi di urgenza per la tutela degli interessi degli investitori*ò.

Del pari, sono sanzioni amministrative interdittive, di natura definitiva, le procedure concorsuali coatte adottate - nei confronti delle SIM, delle SGR e delle Sicav - dal Ministero dellôeconomia e delle finanze in base agli artt. 56 (amministrazione straordinaria) e 57 (liquidazione coatta amministrativa) e su proposta della Banca dôItalia o della Consob, nellôambito delle rispettive competenze.

Una simile preoccupazione, stante la delicatezza dellôofferta fuori sede di prodotti finanziari, non ha invece riguardato lôattività posta in essere dal promotore finanziario, ossia da quel soggetto che, previa autorizzazione dellôintermediario finanziario, esercita lôofferta fuori sede quale *longa manus* di questôultimo ([401]).

Lôinerenza allôoggetto del presente lavoro di una disposizione che non ha come destinatario in senso tecnico lôintermediario finanziario è data comunque dal rilievo che, ai sensi dellôart. 93, comma 1, reg. n. 11522/98 ([402]), i promotori finanziari devono osservare le disposizioni legislative, regolamentari ed i codici di autodisciplina relativi, oltre che alla loro attività, anche a quella della categoria del soggetto abilitato per conto del quale operano ([403]).

Di talché, il rinvio di cui sopra estende, *mutatis mutandis*, il precetto di cui allôart. 190 TUF anche ai promotori finanziari e, per quanto qui maggiormente interessa, rende questôultimi destinatari di quellôart. 21 TUF che, integrato dal reg. n. 11522/98, enuclea i doveri informativi e di condotta che lôintermediario deve osservare.

Ora, lôart. 55 TUF attribuisce alla Consob, nei soli casi di necessità ed urgenza, la sospensione in via cautelare del promotore finanziario dallôesercizio della relativa attività per un periodo massimo di sessanta giorni, qualora sussistano elementi che facciano presumere lôesistenza di gravi violazioni di legge ovvero di disposizioni

generali o particolari impartite dalla Consob.

Anche in ordine al provvedimento di sospensione - la cui struttura ricalca quella già prevista dallôart. 45, commi 3 e 4, del decreto Eurosim ï si ripropongono tutti i problemi già evidenziati a proposito delle norme amministrative in bianco.

Invero, il richiamo alle ñnorme del presente decretoò nonché alle ñdisposizioni generali o particolari emanate dalla Consob in forza di essoò è, ancora una volta, espressione di quel problematico sistema di rinvii a cascata che mina fortemente la possibilità di conoscenza del precetto.

([401]) Si ricorda che, essendo il promotore finanziario un ausiliare dellôintermediario finanziario, questôultimo, ai sensi dellôart. 31, comma 3, TUF, risponde in solido dei danni cagionati dal primo a terzi, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale.

([402]) Questa disposizione è stata riprodotta interamente e fedelmente nel nuovo art. 107, comma 1, reg. n. 16190/07.

([403]) Per alcuni esempi di sospensioni cautelari irrogate dalla Consob, vedi le delibere nn. 17878/11, 17711/11, 17243/10, 16834/09, 16825/09, 16811/09, tutte consultabili su www.consob.it.

La situazione, però, si aggrava dal momento che la sanzione interdittiva che qui ci occupa, non avendo natura definitiva, può essere irrogata dalla Consob anche *inaudita altera parte*, essendo il procedimento cautelare caratterizzato dalla massima urgenza e dallo stampo prettamente autoritativo.

In sintesi, si raggiunge con questa norma una sorta di pratica inquisitoria ove il promotore finanziario, gravato del difficile onere di reperire e conoscere tutta la normativa primaria e secondaria della materia, può venir sospeso dallôesercizio della sua attività senza neanche la possibilità di un intervento difensivo nel procedimento.

Sebbene abbia natura cautelare, cô è chi ha osservato che, trovando il suo fondamento in fatti a rilevanza disciplinare, il procedimento cautelare *de quo* avrebbe dovuto, per ragioni di coerenza sistematica, essere coordinato o affiancato a quello sanzionatorio *ex* art. 196 TUF, col quale condivide il medesimo presupposto giuridico e la presenza di sanzioni amministrative di natura interdittiva ([404]).

La differenza tra le due ipotesi risiede, però, proprio nel carattere di definitività o meno del provvedimento, il primo irrogato sulla base dellôindiziarietà, al fine di intervenire su una situazione potenzialmente pregiudizievole per il mercato finanziario, il secondo invece irrogato alla fine di un procedimento con tutti i crismi delle garanzie di difesa del promotore finanziario stesso.

Il comma secondo dellôart. 55 TUF prevede la sospensione dallôattività di promotore finanziario, fino ad un massimo di un anno, nel caso in cui questi sia sottoposto a misura cautelare personale ovvero assuma la qualità di imputato in relazione a reati societari, bancari, finanziari e tributari, contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro lôordine pubblico e contro lôeconomia pubblica ([405]).

Anche in tal caso è netta lôanticipazione della soglia di tutela posto che, a differenza della sospensione prevista dal primo comma, scompaiono i due requisiti della necessità ed urgenza (assorbiti dagli altri requisiti di matrice penale) ed è richiesta

([404]) SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pagg. 1251 e ss. *Contra*, per la ragionevolezza della scelta secondo il criterio discretivo sanzione cautelare- sanzione definitiva, CHIEPPA MAGGI, *articolo 55 cit.*, pag. 461; POSSENTI, *articolo 55 cit.*, pag. 411.

([405]) Secondo la normativa regolamentare (cfr. art. 79, comma 3, reg. n. 11522/98), le commissioni territoriali, laddove vengano a conoscenza con riferimento a promotori finanziari delle circostanze previste dal secondo comma della norma in commento, procedono immediatamente alla verifica di tali circostanze presso lôautorità giudiziaria competente, acquisendo idonea documentazione che trasmettono senza indugio alla Consob.

unicamente la sottoposizione a misura cautelare personale (anch'essa fondata su un giudizio prognostico) ovvero la mera qualifica di imputato (e non anche di condannato) per uno dei reati di cui all'elenco del secondo comma.

Ora, è evidente che la norma in commento, nei suoi due commi, miri, colpendo il promotore finanziario con un provvedimento cautelare, ad evitare che da parte dello stesso siano compiuti ulteriori atti illeciti o potenzialmente dannosi per il risparmiatore ovvero tali da ledere la fiducia generale sull'operato dell'intera categoria cui essi appartengono, alterando il corretto funzionamento del mercato finanziario.

Diventa, perciò, assai delicato il bilanciamento di interessi sotteso al ragionamento della Consob in sede di irrogazione di un siffatto provvedimento cautelare: in sintesi, la Commissione vede tra loro contrapposti l'interesse pubblico al corretto svolgimento dell'attività di intermediazione (ed in particolare dell'offerta fuori sede di prodotti finanziari) nonché alle esigenze di tutela dei clienti, da un lato, e l'interesse privato alla svolgimento dell'attività professionale da parte del singolo promotore finanziario, dall'altro ([406]).

D'altro canto, non si è mancato di evidenziare il difetto, nell'ordinamento sezionale di cui la Consob rappresenta il vertice disciplinare, di un certa flessibilità negli strumenti sanzionatori, al fine di renderli meno drastici e più rispondenti, in termini di efficacia, al risultato che si intende perseguire. Di talché, *de iure condendo*, si è prospettato l'attribuzione in capo alla Consob di un potere, sicuramente meno invasivo, di ingiunzione o di diffida che, ad esempio nel caso di specie, potrebbe sostituire la sanzione interdittiva della sospensione dall'attività del promotore finanziario, evitando al contempo l'interruzione dell'attività ed il relativo danno all'immagine del professionista ([407]).

([406]) Critica l'eccessivo numero di fattispecie che consentono l'adozione, a carico dei promotori finanziari, di simili misure, CHIEPPA MAGGI, *articolo 55 cit.*, pag. 462.

([407]) BANI, *Il potere sanzionatorio cit.*, pagg. 172 e ss.

3.3. Le procedure sanzionatorie e le garanzie processuali previste per gli intermediari finanziari.

3.3.1. *La procedura sanzionatoria prevista dall'art. 195 TUF.*

Abbiamo già visto come tanto la Consob quanto la Banca d'Italia costituiscano ipotesi eccezionali di autorità amministrative indipendenti le cui funzioni sanzionatorie esulino, almeno in via generale, dal rigido apparato preposto dalla l.n. 689/81 per le sanzioni amministrative pecuniarie in genere. Questa fuga dallo "statuto" generale introdotto dalla legge sulla depenalizzazione, con conseguente insensibilità alle evoluzioni normative che invece hanno coinvolto le altre *autorithies*, può essere ricercato nel rilievo che il potere sanzionatorio è stato forse il tratto più caratteristico del modello di controllo pubblico della finanza privata nella vecchia costituzione economica, in quanto momento di massima intensità del potere di direzione ([408]).

Vedremo che, dopo una lunga evoluzione normativa, anche per quanto concerne il sistema impugnativo dei provvedimenti della Consob vi sia stata un forzato riallineamento che ha ricondotto anche quest'ultimi, prima impugnabili di fronte al giudice ordinario, nella giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, come accade regolarmente per i provvedimenti adottati dalle altre autorità amministrative indipendenti.

L'autonoma disciplina sanzionatoria, offerta dall'art. 195 TUF, provoca non pochi contrasti ermeneutici con i principi generali in materia di sanzioni amministrative, differenziando pertanto la tutela dell'attività dei servizi di investimento dagli altri settori oggetto del controllo delle diverse *authorities*. La forte atipicità è da giustificare con la peculiarità e la delicatezza delle dinamiche presenti nel mercato finanziario nonché con il rapporto non paritario che si instaura tra risparmiatore ed intermediario finanziario - si riscontra tanto nella tipologia delle sanzioni irrogabili dalla Consob agli intermediari finanziari (e, come abbiamo visto, anche ai promotori finanziari) quanto nel procedimento stesso di irrogazione ed impugnazione.

([408]) BANI, *Il potere sanzionatorio cit.*, pag. 157.

Rispetto alla disciplina generale sancita dalla l.n. 689/81, nellôart.195 TUF si rinvengono precise deroghe consistenti: nellôapplicazione delle sanzioni con ñprovvedimento motivatoò ([409]) (comma 1) invece che con lôñordinanza-ingiunzioneò di cui allôart.18 l.n. 689/81; nella diversa Autorità giudiziaria competente a giudicare sullôopposizione al provvedimento irrogativo della sanzione, che nel TUF è (dopo una lunga evoluzione normativa) il giudice amministrativo, laddove nella l.n. 689/81 è il Tribunale (o il Giudice di Pace a seconda della materia) del luogo in cui è stata commessa la violazione (art. 22); infine, nella circostanza che, pur prevedendo anche il TUF la solidarietà per il pagamento dellôobbligazione in capo alla società cui appartiene lôautore della violazione, il comma 9 dellôart. 195 ne fa discendere lôobbligo di esercitare il diritto di regresso verso i responsabili, mentre lôart. 6 l.n. 689/81 dispone il solo ñdirittoò di regresso per lôintero.

Delineate sommariamente le differenze col procedimento ñcanonicoò previsto per le sanzioni amministrative pecuniarie, la nostra analisi può soffermarsi specificamente sulle tappe procedurali previste dallôart. 195 TUF.

Prevista per la prima volta ([410]) dalla legge bancaria del 1936, la procedura sanzionatoria che andremo ad analizzare è confluita, sostanzialmente immutata nella sua struttura, nei testi unici in materia bancaria e creditizia ([411]) ed in quello sullôintermediazione finanziaria.

In realtà, è più corretto parlare di procedure sanzionatorie atteso che lôart. 195 disciplina quella inerente alle sanzioni amministrative pecuniarie mentre lôarticolo successivo disciplina lôirrogazione delle sanzioni amministrative, pecuniarie ed interdittive, applicabili ai promotori finanziari.

Per quanto qui interessa, la procedura sanzionatoria oggetto di esame è stata profondamente modificata tre volte.

([409]) Prima adottato, come più Avanti esplicato nel testo, con decreto motivato da parte del Ministero del tesoro.

([410]) Cfr. art. 90 r.d.l. n. 375/1936.

([411]) Cfr. art. 145 TUB ma anche art. 44 e ss. decreto Eurosim. Per unôattenta ricostruzione della normativa previgente, ed in particolare quella del d.lgs. n. 415/96, soffermandosi precipuamente sui problemi di legittimità costituzionale e del sistema di impugnazione che essa poneva, vedi SALAFIA, *La procedura sanzionatoria relativa ai servizi di investimento*, in *Le società*, 1996, pagg. 1121 e ss.

La prima ñrivoluzioneò normativa si è avuta con la legge 18 aprile 2005 n. 62 (legge comunitaria 2004) che ha unito le due sottofasi ï dellôistruttoria e della decisione ï riconducendole entrambe in capo alla Consob.

Vedremo meglio più avanti lôarticolazione delle due sottofasi sopra richiamate e la partecipazione attiva dellôorgano ministeriale nel procedimento sanzionatorio.

La seconda svolta normativa, questa volta di matrice schiettamente processuale, si è avuta col decreto legislativo 17 settembre 2007 n. 164 (di attuazione della direttiva MIFID) che ha ampliato, al comma 1, il termine di notifica della contestazione degli addebiti agli interessati, residente in Italia ovvero allôestero, ed ha specificato la competenza territoriale della Corte di Appello, non più in ogni caso quella di Roma bensì quella del luogo in cui ha sede la società o lôente cui appartiene lôautore della violazione ovvero, nei casi in cui tale criterio non sia applicabile, del luogo in cui la violazione è stata commessa.

Vedremo, a tal proposito, come lôultima di queste modifiche sia ora venuta meno per la soggezione delle impugnazioni avverso i provvedimenti sanzionatori della Consob alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo.

Infine, il decreto legislativo 27 gennaio 2010 n. 27, ancora di attuazione della direttiva MIFID, ha previsto lôabrogazione espressa dei commi 4, 5, 6, 7 e 8 dellôart. 195 TUF, ridisegnando, come meglio si esplicherà nel proseguo, il sistema impugnativo contro le sanzioni irrogate dalla Consob.

Passando allôanalisi del procedimento sanzionatorio, si deve sottolineare come, ad unôattenta lettura, esso consti di due fasi principali ([412]): una amministrativa ed una, eventuale, propriamente giurisdizionale che assicura un controllo di legittimità sulla prima ([413]).

La prima - delineata dallôart. 195, comma 1, TUF ï esordisce con una clausola di sussidiarietà espressa, facendo salve le disposizioni sanzionatorie diverse previste dallôart. 196 espressamente per i promotori finanziari.

([412]) La distinzione in due fasi è stata autorevolmente fatta propria, di recente, anche dal Consiglio di Stato, parere 13 aprile 1999, n. 485.

([413]) DI GIROLAMO, sub *art. 195*, in AA.VV., *Testo unico della finanza*, Vol. III, Torino, 2002, pag. 1521; SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pagg. 1264 e ss.

La *ratio* di tale clausola è facilmente intuibile, posto che lôart. 196 TUF prevede anche sanzioni amministrative non pecuniarie, dunque soggette ad un procedimento sanzionatorio differente.

Per tutte le altre sanzioni amministrative, invece, è prevista lôapplicazione delle stesse da parte della Consob (ovvero della Banca dôItalia, secondo le rispettive competenze fissate nellôart. 5 TUF), con provvedimento motivato e previa contestazione degli addebiti agli interessati, da effettuarsi entro centottanta giorni dallôaccertamento ovvero entro trecentosessanta giorni se lôinteressato risiede o ha la sede allôestero.

Lôomessa contestazione nei termini suddetti, ledendo il diritto alla difesa dellôintermediario finanziario nonché il principio del contraddittorio, rende nullo il procedimento e, di conseguenza, lôeventuale provvedimento che ne deriva ([414]).

Nei successivi trenta giorni, le autorità, prima di emanare il provvedimento sanzionatorio, terminano la fase amministrativa-istruttoria vagliando le deduzioni presentate dagli stessi.

Il secondo comma della norma in esame, di contenuto programmatico, dichiara che il procedimento *ex* art. 195 TUF è retto dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie ([415]).

Prima di proseguire con lôanalisi dellôart. 195 TUF, si deve ricordare che nel testo antecedente alla novella apportata dalla l.n. 62/05, la prima fase era suddivisa in due sottofasi caratterizzate dal duopolio autorità amministrativa indipendente ï Ministero dellôeconomia, del bilancio e della programmazione economica (lôattuale Ministero del tesoro) ([416]).

La Consob, attivata la fase amministrativa, aveva soltanto il potere di proporre la sanzione amministrativa laddove lôultima parola spettava al ministero con decreto motivato, ñ*come se il paravento dellôintervento politico potesse sopperire alla tecnicità dellôautorità preponente o quantomeno legittimare la sanzione medesima*ò ([417]).

([414]) DI GIROLAMO, sub *art. 195 cit.*, pag. 1522; ZUCCONI GALLI FONSECA, *Il contraddittorio davanti alle autorità amministrative indipendenti e la legittimazione ad impugnare i loro provvedimenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009, pagg. 342 e ss.

([415]) Vedi *amplius*, anche per un *excursus* storico della procedura sanzionatoria, ZUCCONI GALLI FONSECA, *Il contraddittorio cit.*, pagg. 342 e ss.

([416]) DI GIROLAMO, sub *art. 195 cit.*, pag. 1521.

([417]) BANI, *Il potere sanzionatorio cit*., pagg. 163 e ss.

In sintesi, mentre la Consob svolgeva una funzione meramente istruttoria, concludendo per lôarchiviazione ovvero la formulazione della proposta di irrogazione della relativa sanzione amministrativa, il ministero svolgeva una funzione spiccatamente decisoria che, con decreto motivato, irrogava la sanzione richiesta dalla Consob ovvero si discostava dalle risultanze probatorie da questa fornite e, in contrasto con la decisione dellôautorità di vigilanza, archiviava ovvero irrogava una sanzione amministrativa diversa.

Pertanto, nel sistema previgente, la Consob aveva un ruolo soltanto propositivo e di valutazione tecnica della irregolarità; il ministero, invece, aveva il compito di valutare lôopportunità politica dellôirrogazione della sanzione amministrativa.

Questo duopolio autorità amministrativa ï autorità politica era stato già criticato da molti ([418]) anche per la sua incoerenza sistematica con la procedura sanzionatoria *ex* art. 196 TUF ove, al contrario, la Consob detiene un autonomo potere sanzionatorio([419]).

Oltre che inefficiente dal punto di vista amministrativo e troppo dilatorio rispetto ai tempi del procedimento, tale duplicazione di competenze comportava, in primo luogo, una difficoltà di delimitare con precisione lôambito di operatività e di responsabilità di ciascun apparato nonché, in secondo luogo, la non condivisibile assenza di partecipazione del ministero che irrogava la sanzione amministrativa richiesta senza minimamente partecipare alla fase istruttoria, con lôovvia conseguenza di ñricopiareò nelle motivazioni del decreto le risultanze probatorie e le valutazioni effettuate dalla Consob ([420]).

([418]) BANI, *Il potere sanzionatorio cit.*, pagg. 163 e ss.; CLARICH, *Sanzioni amministrative nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Profili sostanziali e processuali*, in *Scritti in memoria di Aldo Piras*, Milano, 1996, pag. 182.

([419]) Lo nota DI GIROLAMO, sub *art. 195*, pag. 1524.

([420]) Ad ogni modo, appare interessante soffermarsi su una questione che, *ratione tempore*, aveva suscitato diverso interesse presso la dottrina, vale a dire la natura giuridica della proposta della Consob. Tale atto giuridico, invero, poteva configurarsi come atto vincolante o come atto meramente obbligatorio. La differenza era giuridicamente rilevante perché notevole risultava la differenza di disciplina: se, invero, la proposta fosse stata ricostruita come atto vincolante, il ministero non avrebbe conservato alcun potere discrezionale in relazione allô*an* ed al *quantum* della sanzione amministrativa, limitando il suo vaglio al controllo di legittimità dellôoperato dellôautorità di vigilanza; se, al contrario, essa fosse stata configurata come atto meramente obbligatorio, il ministero medesimo avrebbe ben potuto disporre di unôampia discrezionalità.

A favore della prima tesi, deponeva il rilievo per cui il ministero, avendo già sottolineato come questo non disponesse di idonei poteri per procedere allôaccertamento di merito, avrebbe potuto concretamente vagliare la mera legittimità dellôatto propulsivo della Consob e mai discostarsi dalla

A ben vedere, la soppressione di tale filtro politico non solo non ha fatto venire meno la funzione garantistica della procedura sanzionatoria ma, fattore maggiormente rilevante, ha snellito la procedura stessa poiché, in ossequio al principio di efficienza dell'azione amministrativa, ha unificato il momento istruttorio e decisorio in capo alla medesima autorità (ma, naturalmente, demandato a due uffici diversi), sfrondandola del contributo di organi non dotati di quelle competenze tecniche richieste in simili procedimenti.

3.3.2. *Profili procedurali: il principio del contraddittorio ed il diritto di accesso agli atti amministrativi.*

A questo punto dell'indagine, riprendendo l'esame della procedura nella sua attuale configurazione, appare utile soffermarsi su quella che può, senza dubbio, considerarsi la garanzia processuale più importante prevista per l'intermediario finanziario: il contraddittorio.

La questione che si pone è se venga pienamente rispettato il contraddittorio, ed il relativo diritto alla difesa dell'intermediario, anche se quest'ultimo venga ascoltato soltanto nella prima fase della procedura sanzionatoria, vale a dire quella propriamente istruttoria ([421]).

---

valutazione fattuale compiuta dalla Consob (tutt'al più, avrebbe potuto emanare un decreto motivato di diniego dell'irrogazione della sanzione amministrativa).

A favore della seconda tesi, invece, si sosteneva che, stante il ruolo dei soggetti coinvolti ï un'amministrazione suprema non avrebbe potuto ricevere ordini da un'altra che, benché dotata di forte autonomia, le era sottoposta - nonché il preciso termine ñpropostaò - utilizzato dal legislatore finanziario in senso tecnico - il ministero ben avrebbe potuto discostarsi dalle risultanze offerte dalla Consob e, laddove avesse deciso di non archiviare ovvero in caso di dubbio, avrebbe comunque potuto richiedere, o meglio ordinare, all'organo di vigilanza - stante il difetto di poteri di accertamento dei presupposti di fatto e di diritto per l'irrogazione della sanzione amministrativa - un ñsupplementoò di istruttoria. Questa soluzione, peraltro, era quella maggiormente garantistica atteso che la Consob aveva elaborato la propria decisione, non condivisa dall'autorità politica, valutando le deduzioni degli intermediari finanziari che, quali soggetti interessati, avevano partecipato al procedimento. La soluzione opposta, invero, avrebbe reso inutile il contraddittorio nella prima sottofase, con palese violazione dell'art. 24 Cost., nonché permesso al ministero di eludere ogni difesa svolta dall'intermediario finanziario con conseguente inesatta coincidenza tra ñaccusaò e ñcondannaò.

A favore della prima tesi, vedi *amplius* DI GIROLAMO, sub *art. 195 cit.*, pagg. 1523 e ss.

A favore della seconda tesi, invece, cfr. *amplius* CAPRIGLIONE, *Articolo 195*, in ALPA-CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, pag. 1761; SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pag. 1268.

([421]) Naturalmente, prima della novella del 2005, il problema riguardava la prima sottofase, di competenza della Consob, e non anche la seconda, di competenza del ministero. Dopo la novella citata, il

Lôorientamento prevalente della giurisprudenza di merito sembrava a favore di un pieno rispetto di tale principio, tantôè che veniva dichiarato nullo il provvedimento sanzionatorio della Consob laddove il principio del contraddittorio non fosse stato osservato in entrambe le fasi della procedura, ossia istruttoria della divisione competente della Consob e decisione finale dellôufficio sanzioni amministrative, così come previste dalla regolamentazione della stessa Consob (11522/98) ([422]).

Tale rigore garantistico permetteva allôintermediario finanziario di partecipare attivamente alla procedura sanzionatoria che lo riguardava e, fattore ben più importante, permetteva allo stesso di dispiegare ulteriori difese laddove lôufficio sanzioni amministrative si fosse discostato dalle risultanze probatorie raggiunte dalla divisione Consob competente per lôistruttoria.

In effetti, e nonostante si fondino sul medesimo dato normativo (art. 21 TUF), anche una pur lieve modifica delle contestazioni addebitate allôintermediario finanziario - ad esempio, inosservanza della *know your customer rule* modificata in seguito in inosservanza della *best execution rule* ï avrebbe comportato per questôultimo una diversa strategia difensiva, posta la natura affatto diversa degli addebiti in ordine alla violazione dei doveri di informarsi ñsul clienteò ovvero di quelli di informare ñil clienteò.

Tuttavia, si deve rilevare come una recentissima sentenza delle Sezioni Unite abbia, a proposito della ñdosimetriaò di contraddittorio richiesta, enunciato una sorta di restrizione che, di fatto, limita il diritto alla difesa dellôintermediario finanziario ([423]).

Sebbene il Supremo Collegio si stesse riferendo allôanalogo (ma diverso) procedimento sanzionatorio ([424]) di cui allôart. 187 *septies* TUF ([425]), il rilievo che il

---

problema si era riproposto in ordine alla fase istruttoria di competenza della commissione della Consob territorialmente competente ed alla fase decisoria di competenza, invece, dellôufficio sanzioni amministrative della medesima autorità di vigilanza.

([422]) Cfr., *ex multis*, Corte di Appello di Genova, decreto 21 febbraio 2008, inedito. Naturalmente, le decisioni assunte dal giudice di merito richiamate nel testo si riferiscono a prima della novella del 2010 che (come vedremo nel proseguo del paragrafo) ha ricondotto lôimpugnativa dei provvedimenti della Consob sotto la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo.

([423]) Corte di Cassazione civile, Sezioni Unite, sentenza 30 settembre 2009, n. 20935, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, pagg. 290 e ss. Per una disamina della sentenza e dei passi salienti della motivazione, anche sotto gli aspetti processuali, vedi SALANITRO, nota a *Cassazione sezioni unite 30 settembre 2009, n. 20, passim*; VIGO, *Gruppo di società e manipolazione del mercato. Una pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2010, pagg. 312 e ss.

([424]) Analogo perché strutturato sostanzialmente nelle stesse fasi; diverso perché si occupa del sistema sanzionatorio misto (penale ed amministrativo insieme) previsto appositamente dal TUF per gli

comma 2 di quest'ultimo è costruito in maniera identica a quella dell'art. 195, comma 2, sembrerebbe deporre per una *translatio* del principio statuito dal giudice di legittimità, stante l'identità normativa dei due disposti.

Si legge nella motivazione dell'arresto citato che «*in tema di intermediazione finanziaria, il procedimento di irrogazione di sanzioni amministrative [...] postula solo che, prima dell'adozione della sanzione, sia effettuata la contestazione dell'addebito e siano valutate le eventuali controdeduzioni dell'interessato; pertanto, non violano il principio del contraddittorio l'omessa trasmissione all'interessato delle conclusioni dell'Ufficio sanzioni amministrative della Consob e la sua mancata personale audizione innanzi alla Commissione, non trovando d'altronde applicazione, in tal fase, i principi del diritto di difesa e del giusto processo, riferibili solo al procedimento giurisdizionale*».

Da tale *dictum*, sembra evincersi la possibilità per l'ufficio sanzioni amministrative di discostarsi dalle risultanze raggiunte dalla divisione Consob territorialmente competente che ha condotto l'istruttoria, con grave violazione del diritto alla difesa dell'intermediario finanziario che, interrogato su una specifica contestazione, ed avendo apprestato le sue difese in relazione a quella contestata inosservanza, si trovi poi a rispondere di un'altra violazione, in luogo o a fianco della prima, rilevata dall'ufficio sanzioni amministrative e formulata in sua contumacia.

Oltretutto, il *dictum* si conclude con la «pericolosa» affermazione per cui nel procedimento sanzionatorio amministrativo non troverebbero applicazione i principi del diritto di difesa e del giusto processo, limitati alla successiva (ed eventuale) fase del

---

illeciti dell'abuso di informazioni privilegiate (c.d. *insider trading*) e della manipolazione del mercato (c.d. aggiotaggio finanziario).

([425]) Art. 187 *septies*. Procedura sanzionatoria.

«*Le sanzioni amministrative previste dal presente capo sono applicate dalla Consob con provvedimento motivato, previa contestazione degli addebiti agli interessati, da effettuarsi entro centottanta giorni dall'accertamento ovvero entro trecentosessanta giorni se l'interessato risiede o ha la sede all'estero, e valutate le deduzioni da essi presentate nei successivi trenta giorni. Nello steso termine gli interessati possono altresì chiedere di essere sentiti personalmente.*

Il procedimento sanzionatorio è retto dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie.

Il provvedimento di applicazione delle sanzioni è pubblicato per estratto nel Bollettino della Consob. Avuto riguardo alla natura delle violazioni e degli interessi coinvolti, possono essere stabilite dalla Consob modalità ulteriori per dare pubblicità al provvedimento, ponendo le relative spese a carico dell'autore della violazione. La Consob, anche dietro richiesta degli interessati, può differire ovvero escludere, in tutto o in parte, la pubblicazione del provvedimento, quando da questa possa derivare un grave pregiudizio alla integrità del mercato ovvero questa possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte».

controllo giurisdizionale, con ingiustificata limitazione dellôambito di applicazione di tali principi sulla base di un ragionamento fondato sulla ñetichettaò del procedimento sanzionatorio in questione, di natura sicuramente amministrativa e non giurisdizionale ma non per questo meno afflittivo.

Sempre in ordine al principio del contraddittorio, viene in rilievo unôaltra questione controversa di difficile coordinamento sistematico.

In realtà, la questione è più ampia perché richiama un altro principio declamato dallôart. 195, comma 2, vale a dire quello della conoscenza degli atti istruttori.

Tanto questôultimo principio quanto quello del contraddittorio ï entrambi espressioni e corollari del più ampio principio del diritto alla difesa ï convivono sistematicamente con lôopposta disposizione di cui allôart. 4, comma 10, TUF.

Questa norma prevede il segreto di ufficio su ñ*tutte le notizie, le informazioni e i dati in possesso della Consob in ragione della sua attività di vigilanza anche nei confronti della pubblica amministrazione*ò.

Il contrasto normativo è acuito dal rilievo che, ai sensi degli artt. 22 e ss. l.n. 241/90, è ormai ampiamente riconosciuto il diritto di accesso agli atti delle pubbliche amministrazioni da parte degli interessati ([426]).

Lôattuale concezione della p.a. trasparente e non più segreta ed inquisitoria non riguarda però lôautorità di vigilanza della Consob. Invero, ai sensi dellôart. 24, comma 1, lettera a), l.n. 241/90, ñ*il diritto di accesso è escluso: a) é nei casi di segreto o di divieto di divulgazione espressamente previsti dalla legge é* ò.

Il dato normativo, dunque, ha privilegiato la delicatezza della materia finanziaria, della quale lôordinamento preferisce non divulgare le relative informazioni, a scapito delle garanzie procedimentali partecipative che, invero, dovrebbero rendere concreto il precetto costituzionale di cui allôart. 24 Cost.

Stante lôevidente dubbio di legittimità costituzionale di una simile disposizione, recentemente la Consulta è intervenuta sullôinterpretazione dellôart. 10, comma 4, TUF.

Il Giudice delle Leggi, però, ha stabilito la non opponibilità del segreto dôufficio limitatamente ai casi di richieste dôaccesso ai documenti amministrativi in possesso della Consob ed avanzate da promotori finanziari sottoposti a procedimento disciplinare

([426]) CONDEMI, sub *artt. 188-196 cit.*, pag. 1032.

ex art. 196 ([427]). *A contrario*, quindi, tutte le altre ipotesi confermerebbero lôinaccessibilità a tali documenti.

Ad ogni modo, dopo tale intervento ermeneutico si sono presentate alcune occasioni in cui intermediari finanziari coinvolti in un procedimento sanzionatorio *ex* art. 195 TUF hanno tentato, con esito infausto, ad estendere il *dictum* proveniente dal giudice costituzionale.

Un caso emblematico, ove si coglie anche la più volte citata connessione tra responsabilità civile ed amministrativa dellôintermediario finanziario, è quello di una società di revisione che, convenuta nel giudizio civile per il risarcimento dei danni a procedimento sanzionatorio amministrativo ormai concluso, aveva proposto richiesta di accesso ai documenti amministrativi inerenti a tale procedimento, affermando la necessità di acquisirne conoscenza al fine di poterli utilizzare per lôesercizio del diritto alla difesa nel giudizio civile ove era stata convenuta ([428]).

Il giudice amministrativo, però, negò lôestensione del diritto di accesso rilevando, nel caso in esame, come la suddetta richiesta fosse in realtà finalizzata alla difesa non tanto nel procedimento sanzionatorio, ormai concluso, quanto in quello civile pendente e parallelo al primo.

Si legge nella motivazione che ñ*i diritti del privato a difendersi nei confronti della Consob e ad ottenere un trattamento conforme ai principi di imparzialità e trasparenza dellôazione amministrativa sono impossibilitati a venire in gioco in presenza di una attività amministrativa ormai conclusa*ò.

Suffraga quanto sopra pronunciato dal giudice amministrativo di prime cure anche un recente arresto del Consiglio di Stato che, a proposito della citata sentenza della Corte Costituzionale, limita la sua portata innovatrice e modificatrice dellôart. 4, comma 10, TUF soltanto ñ*nella parte in cui preclude indistintamente lôaccesso a qualsiasi notizia, informazione e dato venuti in possesso della CONSOB in connessione con la sua attività di vigilanza, pur quando questi dati, notizie ed informazioni siano evocati a*

([427]) Corte Costituzionale, sentenze 3 novembre 2000, n. 460 e sentenze 30 marzo 2001, n. 93.

([428]) Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio, Sezione I, sentenza 26 settembre 2001, n. 7799, inedita.

*fondamento dellôavvio di un procedimento disciplinare contro un soggetto operante nel settore "retto" dalla predetta Commissione*ò ([429]).

Continuando la nostra indagine, il terzo comma dellôart. 195 TUF si occupa del sistema di pubblicità della sanzione, vera e propria sanzione amministrativa accessoria di natura non pecuniaria e meramente eventuale.

La pubblicità è stabilita, sia nellô*an* che nel *quomodo*, dalla Consob: la regola è la pubblicazione per estratto nel Bollettino della Banca dôItalia; tuttavia, lôautorità di vigilanza, tenuto conto della natura della violazione e degli interessi coinvolti, può privilegiare ulteriori modalità di pubblicità, ponendo le relative spese a carico dellôintermediario finanziario autore della violazione, ovvero ancora escludere del tutto la pubblicità del provvedimento, quando la stessa possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari ovvero arrecare un danno sproporzionato alle parti.

La funzione tipica della pubblicazione risiede nellôinformazione, offerta alla comunità finanziario (ma, soprattutto, al pubblico degli investitori) dallôorgano di vigilanza, circa la liceità o meno di determinati comportamenti o prassi operative poste in essere dagli intermediari finanziari e, quindi, in estrema sintesi, circa la loro affidabilità e professionalità ([430]).

Costituendo lôinformazione, nel settore finanziario, un vero e proprio bene privato, suscettibile di esclusivo godimento ed apprezzabile economicamente, nonché un metro di giudizio dellôoperato svolto dallôintermediario finanziario, figura professionale che fa dellôinformazione il contenuto della sua tecnica lavorativa, si potrebbe affermare che, dal punto di vista della efficacia general-preventiva, la sanzione della pubblicazione per estratto nel bollettino della Consob sia assai più temuta - per i pregiudizi a lungo termine cagionati allôimmagine dellôintermediario, i quali si traducono in perdita potenziale o effettiva di clientela - di quella meramente pecuniaria, soprattutto quando questôultima è irrogata nei confronti di istituti di credito o società.

Le modalità ulteriori di pubblicità, trattandosi di una forma supplementare di *investor education* che incrementa il grado di autodifesa dei risparmiatori, depone invece in favore della natura non sanzionatoria di questôultimo provvedimento.

([429]) Consiglio di Stato, ordinanza 5 luglio 2002, n. 3700, in www.giustamm.it.

([430]) DI GIROLAMO, sub *art. 195 cit.*, pag. 1525 che, pur nella sua natura di sanzione accessoria, ne sottolinea la forte afflittività rispetto alla sanzione principale pecuniaria.

La legge non prevede la durata della pubblicazione così che il tempo di pubblicità del provvedimento sanzionatorio è rimesso discrezionalmente in capo alla Consob.

Ulteriore questione concerne lôimmediata esecutività delle sanzioni amministrative accessorie irrogate in pendenza dellôimpugnazione.

La soluzione passa attraverso la verifica dellôapplicabilità analogica al nostro caso della norma generale dellôart. 20, comma 2, l.n. 689/81, ai sensi della quale ñ*le sanzioni amministrative accessorie non sono applicabili fino a che è pendente il giudizio di opposizione contro il provvedimento di condanna*ò.

Infine, un ultimo discorso merita il comma 9 dellôart. 195, una delle poche disposizioni che è rimasta indenne a seguito delle novelle che hanno riscritto sostanzialmente lôarticolo in questione.

Tale disposizione prevede che ñ*le società e gli enti ai quali appartengono gli autori delle violazioni rispondono, in solido con questi, del pagamento della sanzione e delle spese di pubblicità previste dal secondo periodo del comma 3 e sono tenuti ad esercitare il diritto di regresso verso i responsabili*ò.

A differenza dellôart. 13 l.n. 1/91, viene dunque esclusa la diretta responsabilità della società ove lôintermediario finanziario svolge le sue funzioni in qualità di dipendente.

Atteso che, come sopra ricordato, lôart. 27, comma 1, Cost. ï ed il suo principio di personalità della responsabilità penale ï non si estende anche alle sanzioni amministrative punitive (sanzioni autonome sia concettualmente che dogmaticamente), la scelta di non punire direttamente le società non era affatto vincolata ma è risultata il frutto di una scelta insindacabile di politica legislativa.

La solidarietà passiva era già stata prevista nello statuto generale delle sanzioni amministrative pecuniarie, e precisamente dallôart. 6, terzo e quarto comma, l.n. 689/81, ed è stata confermata dal legislatore nel sistema sanzionatorio del TUF che ha previsto la responsabilità, diretta ed immediata, delle sole persone fisiche, individuate in base al criterio oggettivo-funzionale di appartenenza.

È evidente che anche il legislatore finanziario ha voluto rendere effettive le finalità risarcitorie ï stante la capienza patrimoniale dellôente rispetto a quella dellôintermediario finanziario che ivi svolge le sue funzioni - aumentando le possibilità

di reale soddisfazione dellôinvestitore-creditore attraverso lo strumento tipico della solidarietà passiva delle obbligazioni che, nel diritto civile, costituisce la regola.

Nondimeno, il coinvolgimento dellôente nel pagamento della sanzione amministrativa pecuniaria produce un secondario effettivo positivo degno di rilievo perché, in qualche modo, obbliga lo stesso, in via preventiva ed *ex ante*, ad esercitare una sorta di vigilanza interna, molto simile a quella riconosciuta in capo alla Consob, sui propri intermediari dipendenti affinché questi osservino i precetti di cui sono destinatari.

Tuttavia, la grande differenza con la l.n. 689/81 risiede proprio nel fatto che il TUF ([431]) non richiede, per la solidarietà passiva, uno specifico rapporto lavorativo intercorrente tra lôente e lôintermediario responsabile della violazione ma, soprattutto, non consente allôente alcuna prova liberatoria ([432]). Questo regime è solo apparentemente mitigato dallôobbligo, e non anche dalla facoltà, del diritto di regresso in capo allôente verso gli intermediari responsabili della violazione.

Apparentemente perché non è chi non veda come lôobbligo di regresso da parte dellôente, se inadempiuto, non è corredato da alcuna sanzione ([433]) per cui la sua effettività è rimessa alla discrezionalità dellôente medesimo che, in ordine al ripristino della sua situazione patrimoniale così come presente prima dellôirrogazione della sanzione amministrativa pecuniaria, potrà decidere, senza alcun vincolo o sindacato, se contribuire o meno alla finalità punitiva della sanzione ovvero permettere allôintermediario responsabile della violazione di andare esente da qualsiasi sanzione ed annullare così, magari con lôapposita creazione di ñfondi neriò *ad hoc* ([434]), ogni forma di deterrenza in unôottica di rapporto costi-benefici.

([431]) Scelta già presente sia nel TUB (art. 144) che nel decreto Eurosim (art. 44, comma 7).

([432]) CHIEPPA MAGGI, sub *art. 196*, in AA.VV., *Testo unico della finanza*, Vol. III, Torino, 2002, pag. 1537.

([433]) Lo fanno notare sin da subito, CHIEPPA MAGGI, sub *art. 196 cit.*, pag. 1537 e DI GIROLAMO, sub *art. 195 cit.*, pag. 1532.

([434]) Il medesimo problema si presenta, *mutatis mutandis*, per quanto concerne la responsabilità para-penale degli enti nel d.lgs. n. 231/01, ove invero lôefficacia preventiva di tutte le sanzioni ï salvo ovviamente la chiusura definitiva dellôente, che corrisponde alla pena capitale della persona fisica ï potrebbe essere annullata, stante anche il massimo edittale non proprio alto, con apposite voci di bilancio che, mascherate sotto lôesercizio sociale dellôattività svolta, vengono in realtà utilizzate per attutire le sanzioni comminate agli enti e derivanti da reati commessi dai propri dipendenti nellôinteresse o a vantaggio dei primi.

3.3.3. *La procedura sanzionatoria prevista dallôart. 196 TUF.*

Volgendo lôanalisi allôart. 196 TUF, vediamo che nelle ipotesi da esso disciplinate sopravvivono le tradizionali sanzioni disciplinari dei soggetti iscritti ad un albo professionale, vale a dire il richiamo scritto, la sospensione allôalbo e la radiazione ([435]).

Tale norma ([436]) riproduce sostanzialmente lôart. 45 del decreto Eurosim, salvo per lo scorporo della disposizione contemplante la misura cautelare della sospensione, ora contenuta nellôart. 55 TUF ([437]).

In primo luogo, si deve evidenziare come il legislatore finanziario abbia previsto, in caso di offerta di prodotti finanziari fuori sede, una procedura sanzionatoria *ad hoc* per lôausiliare di cui *ex lege* lôintermediario finanziario si deve avvalere ([438]).

Nonostante siano una categoria professionale a parte, la disciplina normativa, soprattutto quella di fonte secondaria, rivela la peculiare natura di *longa manus* dei promotori finanziari.

([435]) Per una disamina delle sanzioni amministrative punitive, si rinvia al paragrafo che precede. Per la sospensione sanzionatoria, vedi *ex multis* delibere Consob nn. 17873/11, 17840/11, 17839/11, 17671/11, 17223/10, 17216/10, 17215/10, tutte consultabili su www.consob.it. Per la radiazione, vedi *ex multis* delibere Consob nn. 17842/11, 17675/11, 17627/11, 17625/11,, 17241/10, 17220/10, tutte consultabili su www.consob.it.

([436]) Art. 196 TUF. Sanzioni applicabili ai promotori finanziari.

ñ*I promotori finanziari che violano le norme del presente decreto o le disposizioni generali o particolari emanate dalla Consob in forza di esso, sono puniti, in base alla gravità della violazione e tenuto conto dellôeventuale recidiva, con una delle seguente sanzioni:*

a) Richiamo scritto;

b) Sanzione amministrativa pecuniaria da ú 516 a ú 25.823;

c) Sospensione da uno a quattro mesi dallôalbo;

d) Radiazione dallôalbo.

Le sanzioni sono applicate dalla Consob con provvedimento motivato, previa contestazione degli addebiti agli interessati, da effettuarsi entro centottanta giorni dallôaccertamento ovvero entro trecentosessanta giorni se lôinteressato risiede o ha la sede allôestero, e valutate le deduzioni da essi presentate nei successivi trenta giorni. Nello stesso termine gli interessati possono altresì chiedere di essere sentiti personalmente.

Alle sanzioni previste dal presente articolo si applicano le disposizioni contenute nella legge 24 novembre 1981, n. 689, ad eccezione dellôart. 16.

*Le società che si avvalgano dei responsabili delle violazioni rispondono, in solido con essi, del pagamento delle sanzioni pecuniarie e sono tenute a esercitare il regresso verso i responsabili*ò.

([437]) Per lôanalisi dei presupposti fattuali e giuridici del quale si rinvia al paragrafo che precede.

([438]) Invero, lôart. 31, comma 1, TUF prevede un obbligo di avvalersi del promotore finanziario. Il comma 3 della medesima disposizione, invece, prevede, sulla falsa riga dellôart. 1228 cod. civ. in tema di responsabilità per fatto degli ausiliari, la responsabilità in solido tra intermediario e promotore per i danni cagionati da questôultimi a terzi, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale.

Invero, ai sensi dellôart. 93, comma 1, reg. n. 11522/98 ([439]), i promotori finanziari devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza ma, soprattutto, devono osservare le disposizioni legislative, regolamentari ed i codici di autodisciplina relativi alla loro attività ed ñ*a quella della categoria del soggetto abilitato per conto del quale operano*ò.

Ancora, essi devono rispettare ñ*le procedure ed i codici interni di comportamento del soggetto abilitato che ha loro conferito lôincarico*ò.

Da ciò si evince che, *mutatis mutandis*, saranno applicabili ai promotori finanziari tanto le disposizioni di cui allôart. 21 TUF quanto quelle più particolari previste dagli artt. 26 e ss. reg. n. 11522/98, di attuazione e specificazione del disposto di rango primario.

In altri termini, anche se lôapparato sanzionatorio risulta affatto diverso, sul promotore finanziario vengono a gravare analoghi doveri informativi e di condotta, col positivo risultato di ampliare la tutela del risparmiatore anche in quei casi in cui il servizio di investimento si svolge con modalità peculiari.

Questo perché lôattività svolta dal promotore finanziario è, in un certo senso, derivata e non originaria; di talché, subisce le limitazioni e gli oneri propri dellôattività da cui prende origine e legittimazione, vale a dire quella dellôintermediario finanziario.

Ora, lôanalisi della procedura sanzionatoria che qui ci occupa richiama, naturalmente, molte delle osservazioni già effettuate sopra in relazione allôart. 195 TUF.

Per cui, si rinvia a quella sede per tutte le problematiche sollevate e discusse in ordine alla distinzione tra fase istruttoria e decisoria, al principio del contraddittorio e della conoscenza degli atti amministrativi, alla scansione procedurale ed alla solidarietà passiva in capo allôente di appartenenza dellôintermediario responsabile della violazione.

In questa sede, invece, lôindagine si limiterà a porre in luce i pochi aspetti peculiari della procedura sanzionatoria nei confronti dei promotori finanziari.

Innanzitutto, si deve rilevare come, in unôottica di interpretazione sistematica, strida fortemente il rinvio effettuato dal comma 3 dellôart. 196 TUF alle disposizioni della l.n. 689/81, con lôunica ed espressa eccezione dellôart. 16.

([439]) Questa disposizione è stata riprodotta interamente e fedelmente nel nuovo art. 107, comma 1, reg. n. 16190/07.

Invero, contemplando la procedura sanzionatoria di cui in oggetto anche la sanzione amministrativa pecuniaria, si riproduce anche per tale procedura la già accennata censura di sospetta incostituzionalità nella parte in cui prevede la non applicabilità dell'art. 16, considerato invece dal Giudice delle Leggi un principio generale *in subiecta materia* ([440]).

Ancora, nei casi di sanzioni amministrative non pecuniarie, il rinvio *de quo* diviene addirittura inspiegabile se solo si pensa che il procedimento sanzionatorio previsto dalla l.n. 689/81 è strutturalmente costruito per l'irrogazione esclusiva di sanzioni amministrative pecuniarie e non anche disciplinari ([441]).

In ultimo, attesa il diverso contenuto nonché la diversa finalità cui mirano, si ritiene che le sanzioni elencate nel comma 1 siano strutturalmente incompatibili e, quindi, non cumulabili tra loro ([442]).

3.3.4. *Il sistema impugnativo dei provvedimenti sanzionatori della Consob.*

L'oggetto dell'indagine si sposta ora su quello che, senza dubbio, è stato l'aspetto più dibattuto e problematico dell'intera materia sanzionatoria in tema di intermediazione finanziaria: la questione della giurisdizione sui provvedimenti sanzionatori emanati dalla Consob ([443]).

Le osservazioni che seguono – dalle quali derivano importanti conseguenze in relazione agli aspetti procedurali da considerare - concernono tanto il procedimento di cui all'art. 195 TUF, specificamente previsto per gli intermediari finanziari, quanto quello di cui all'art. 196, specificamente previsto per i promotori finanziari.

([440]) Vedi paragrafo che precede.

([441]) Ne è riprova proprio l'art. 16 che esprime il principio di oblatività, ossia del pagamento immediato ma in misura ridotta della sanzione amministrativa pecuniaria.

([442]) CHIEPPA MAGGI, sub *art. 196 cit.*, pagg. 1535 e ss.

([443]) Per un'attenta disamina della procedura di impugnazione, stante il regime *ante* 2010, ma con risvolti di procedura civile ancora attuali, soprattutto in materia di notificazione e capacità processuale e di rito camerale, vedi *amplius* DI GIROLAMO, sub *art. 195*, pagg. 1526 e ss.

Per quanto concerne la vecchia competenza esclusiva e funzionale della Corte di Appello del luogo in cui ha sede la società o l'ente cui appartiene l'autore della violazione ovvero, nei casi in cui tale criterio non sia applicabile, del luogo in cui la violazione è stata commessa, evidenziavano già le loro perplessità, in relazione al coordinamento con l'art. 33 d.lgs. n. 80/98 prima dell'intervento della Consulta nel 2004, anche SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pagg. 1247 e ss. i quali criticavano tale competenza funzionale sottolineando che «*si pone in maniera acuta il problema del destino della norma del testo unico qui in commento che, come si è visto, non solo attribuisce alla giurisdizione ordinaria le impugnazioni delle sanzioni ma cura anche di disegnare un procedimento* ad hoc».

Si può affermare che la vicenda normativa che qui ci occupa si è evoluta in quattro tappe fondamentali.

Pochi mesi dopo lôemanazione del TUF, che nella normativa originaria prevedeva lôopposizione con ricorso alla Corte di Appello, lôart. 33 d.lgs. n. 80/98, nel determinare i casi di giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, ricomprendeva nel suo elenco ñ*tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti al credito, alla vigilanza sulle assicurazioni, al mercato mobiliare*ò ([444]).

Dôaltro canto, lôart. 195 TUF prevedeva la competenza esclusiva e funzionale della Corte di Appello del luogo in cui aveva sede la società o lôente cui apparteneva lôautore della violazione ovvero, nei casi in cui tale criterio non fosse stato applicabile, del luogo in cui la violazione era stata commessa ([445]).

Lôinfelice formulazione normativa dellôart. 33 creò sin da subito una situazione di incertezza elevata, tanto che si delinearono tre possibili soluzioni interpretative.

La prima sosteneva in ogni caso la prevalenza della normativa finanziaria, e quindi la giurisdizione del giudice ordinario, alla stregua del principio di specialità ([446]).

La seconda, al contrario, affermava lôabrogazione implicita, per totale e nuova disciplina della materia, da parte del d.lgs. n. 80/98, con conseguente giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo ([447]).

([444]) Lôart. 33 d.lgs. n. 80/98 superava così il tradizionale riparto di giurisdizione tra giudice ordinario e giudice amministrativo fondato sulla base delle situazioni giuridiche soggettive fatte valere, nel primo caso diritto soggettivo e nel secondo caso interesse legittimo. Il nuovo riparto veniva effettuato sulla base di specifiche materie ma, come vedremo a breve nel proseguo del testo, tale parametro di distinzione sarà censurato dalla Corte Costituzionale per contrasto con lôart. 103 Cost.

([445]) La competenza esclusiva e funzionale della Corte di Appello aveva suscitato sin da subito forti critiche, soprattutto riguardo il piano della tutela dei sanzionati. In effetti, appariva inopportuno, in materie complesse che richiedevano indagine economiche e tecniche nonché elevate specializzazioni professionali, proporre in secondo grado un organo giurisdizionale per così dire ñneutroò, nonostante ciò potesse giustificare una maggiore unitarietà degli indirizzi giurisprudenziali.

Per considerazioni critiche sulla struttura della procedura sanzionatoria *ante* 2010, vedi *amplius* BANI, *Il potere sanzionatorio cit.*, pagg. 163 e ss.

([446]) Sembra avallare tale soluzione, Corte Costituzionale, sentenza 4 marzo 1999, n. 49.

([447]) SASSANI-CARDI, *Le sanzioni amministrative cit.*, pagg. 1272 e ss., argomentano la loro posizione dottrinale in tal modo: ñ*dovendo innanzitutto stabilire qual è la materia globalmente regolata dalla legge posteriore, non vôè dubbio che questa coincida con la materia della ñgiurisdizioneò, cioè con lôindividuazione dellôapparato giudiziario a cui vengono attribuite cognizione e decisione delle controversie di un settore in precedenza privo di autonoma rilevanza ai fini della identificazione della giurisdizione (e, parallelamente, con la determinazione degli oneri delle parti e dei poteri dei giudici relativamente ai criteri del procedere). Ci si trova di fronte alla attribuzione ad uno specifico apparato giudiziario di tutte le controversie riconducibili ad un dato settore: una attribuzione in blocco e in radice, espressiva di una volontà incondizionatamente unificatrice, con la quale è incompatibile il residuare di statuti particolari per questa o quella sottocategoria di controversie comunque riconducibili alla*

La terza, infine, distingueva un poô artificiosamente tra poteri di vigilanza, che sarebbero ricaduti nella giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, e poteri sanzionatori in senso stretto, che sarebbero ricaduti invece nella giurisdizione del giudice ordinario.

Il Supremo Collegio, argomentando dal criterio della specialità nonché dalla distinzione tra attività di vigilanza (discrezionale) ed attività sanzionatoria (vincolata), aveva affermato, riguardo ai provvedimenti sanzionatori della Consob, la giurisdizione del giudice ordinario, argomentando in tal modo: ñ*la competenza giurisdizionale a conoscere delle opposizioni alle sanzioni inflitte dalla Consob ai promotori finanziari spetta, ai sensi dellôart. 196 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, allôautorità giudiziaria ordinaria, stante la natura vincolata dellôattività sanzionatoria, che non può essere assimilata a quella di vigilanza, le cui modalità di esercizio non sono rigidamente predeterminate*ò ([448]).

La successiva tappa normativa si ha con la riscrittura dellôart. 33 d.lgs. n. 80/98 perché viziato da eccesso di delega ([449]); lôart. 7 l.n. 205/00 ne modifica la precedente formulazione nei seguenti termini: ñ*sono devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti alla vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sul mercato mobiliare*ò.

Pertanto, viene meno lôutilità dellôultima soluzione interpretativa sopra riportata, quella concernente la distinzione tra poteri di vigilanza e sanzionatori in senso stretto, ma permane il dubbio tra la soluzione del principio specialità ovvero quella dellôabrogazione implicita ([450]).

Ancora, con un famoso arresto, la Corte Costituzionale boccia il criterio di ripartizione seguito dal legislatore e tradotto nellôart. 33 in esame perché il tradizionale riparto di giurisdizione, tra giudice ordinario e giudice amministrativo, è fissato dallôart.

---

*materia. [é] la strada della prevalenza della legge speciale anteriore è impraticabile perché porterebbe alla sostanziale inoperatività della legge generale, contro la sua ragion dôessere di normativa con cui il legislatore ha inteso dettare un regime unitario evidentemente destinato a succedere ai molteplici assetti stabiliti in assenza di una volontà unificatrice generale*ò.

([448]) Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenza 23 gennaio 2004, n. 1235, in *Foro it.*, 2004, pagg. 1781 e ss.

([449]) Corte Costituzionale, sentenza 17 luglio 2000, n. 292.

([450]) Ad ogni modo, per la correttezza della giurisdizione ordinaria, vedi Consiglio di Stato, Sez. IV, sentenza del 15 febbraio 2002, n. 934, in www.giustiziaamministrativa.it.

103 della nostra Carta Fondamentale alla stregua delle situazioni giuridiche soggettive azionate e non anche delle materie oggetto delle controversie ([451]).

Di talché, lôart. 33 d.lgs. n. 80/98 viene nuovamente riscritto anche se, per quanto qui ci interessa, la formula concernente la ñvigilanza sul mercato mobiliareò rimane immutata così come la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo circa i provvedimenti sanzionatori irrogati durante lôesercizio di essa ([452]).

Lôultima fase normativa, avvenuta col d.lgs. 2 luglio 2010, n. 104, ha completamento risolto il nodo dogmatico ed interpretativo che si era creato, abrogando i commi dellôart. 195 relativi alla fase impugnativa del provvedimento e prevedendo, allôart. 133, comma 1, lett. l), che ñ*sono devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, salvo ulteriori previsioni di legge: l) le controversie aventi ad oggetto tutti i provvedimenti, compresi quelli sanzionatori ed esclusi quelli inerenti ai rapporti di impiego privatizzati, adottati dalla [é]Commissione nazionale per le società e la borsa*ò.

Pertanto, il positivo intervento del legislatore ha posto definitivamente fine alla *vexata quaestio* della giurisdizione circa lôimpugnazione del provvedimento sanzionatorio della Consob, sancendo risolutivamente quella esclusiva del giudice amministrativo ([453]).

Attualmente, non vi è spazio applicativo per la riserva espressa dallôart. 133 di cui sopra, riserva che fa salve ulteriori previsioni di legge che potrebbero in futuro prevedere per i medesimi provvedimenti una giurisdizione diversa. Invero, la contestuale abrogazione espressa dei commi dellôart. 195 TUF concernenti lôimpugnazione dei suddetti provvedimenti sanzionatori, ha chiaramente indicato la via perseguita dal legislatore della riforma.

([451]) Corte Costituzionale, sentenza 6 luglio 2004, n. 204.

([452]) Cfr. Consiglio di Stato, Sez. VI, sentenza del 17 dicembre 2009, n. 8175, in www.ildirittoamministrativo.net; TAR Lazio, Sez. I, sentenza del 29 dicembre 2009, n. 13744, in www.consob.it.

([453]) Consiglio di Stato, sentenza del 18 aprile 2004, n. 2359, in www.ildirittoamministrativo.it; Tar Lazio, Sez. I, sentenza del 9 maggio 2011, n. 3934, in www.federalismi.it.

3.4. La responsabilità della Consob per omessa vigilanza.

A questo punto della trattazione, appare utile soffermarsi sulla dibattuta questione circa lôammissibilità di una responsabilità aquiliana in capo alla Consob a seguito di omissioni o negligenze nellôesercizio dei poteri di vigilanza e di controllo sugli intermediari finanziari, laddove da tali omissioni o negligenze siano derivati pregiudizi patrimoniali agli investitori ([454]).

Come vedremo, le soluzioni prospettate mutano radicalmente dopo la famosa sentenza delle Sezioni Unite n. 500 del 1999 che ha riconosciuto definitivamente la risarcibilità degli interessi legittimi. Di talché, lôindagine che segue si dividerà in due parti, cronologicamente divise a seconda che le varie tesi siano state prospettate e sostenute prima ovvero dopo lôarresto di cui sopra.

Prima delle Sezioni Unite del 1999, la concezione dottrinale assolutamente dominante sosteneva che lôunica situazione giuridica soggettiva risarcibile fosse il diritto soggettivo posto che lôinteresse legittimo, non avendo i crismi di una vera e propria pretesa ma atteggiandosi a mera aspettativa qualificata, non avrebbe potuto trovare tutela, in quanto *minus* rispetto al diritto soggettivo ([455]).

Gli elementi cardine su cui si fondava la non risarcibilità degli interessi legittimi erano due.

([454]) A differenza delle impugnazioni dei provvedimenti sanzionatori della Consob, profilo analizzato nel precedente paragrafo, lôazione di responsabilità aquiliana nei confronti della medesima autorità, per omessa vigilanza, non ha mai destato problemi dogmatici in giurisprudenza circa la giurisdizione da adire. In effetti, essendo attribuito in capo allôinvestitore un vero e proprio diritto soggettivo ñalla trasparenzaò, normativamente prescritto nel TUF, è sempre stata pacifica la giurisdizione ordinaria. In tal senso, vedi Cassazione Civile, Sezioni Unite, ordinanza 29 luglio 2005, n. 15916, in www.dirittoefinanza.it.

Al contrario, in dottrina non sono mancate voci critiche in ordine ad una simile ricostruzione: vedi, per tutti, CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, Roma, 2010, pagg. 711 e ss., secondo cui ñ*appare forzata la riconduzione della posizione dei risparmiatori nei binari del diritto soggettivo, a fronte dellôesplicazione di una attività autoritativa e discrezionale, volta primariamente al conseguimento dellôinteresse pubblico nel settore di riferimento: il privato, a fronte di una norma di azione, non può che essere titolare di una posizione di interesse*ò.

([455]) POTO, *Le autorità cit.*, pagg. 165 e ss. In giurisprudenza, si vedano, *ex multis*, Cassazione Civile, Sezioni Unite, sentenza 29 marzo 1989 n. 1531, in *Resp. civ. e previd.*, 1989, pagg. 935 e ss.; Cassazione Civile, Sezioni Unite, sentenza 14 gennaio 1992, n. 367, in *La nuova giurispr. comment.*, 1992, pagg. 836 e ss., secondo la quale ñ*la questione della non risarcibilità del danno per lesione di interessi legittimi ï presupponendo la fattispecie dellôillecito civile di cui allôart. 2043 Codice civile in ogni caso la violazione di un diritto soggettivo ï comporta non lôimproponibilità per difetto assoluto di giurisdizione, ma la reiezione, nel merito, per difetto del diritto, della domanda risarcitoria proposta dal privato nei confronti della pubblica amministrazione, in relazione alla lesione di una sua posizione soggettiva avente consistenza di interesse legittimo*ò.

Il primo atteneva al criterio di riparto della giurisdizione tra giudice ordinario e giudice amministrativo ed alla conseguente attribuzione, in capo ai due giudici, di diverse tecniche di tutela: infatti, mentre il secondo poteva soltanto annullare lôatto lesivo di un interesse legittimo senza poter pronunciare condanna al risarcimento del danno conseguente allôesercizio illegittimo della funzione da parte della p.a.; il primo, invece, disponeva del potere di pronunciare il risarcimento del danno senza però poter conoscere degli interessi legittimi ([456]).

Il secondo motivo atteneva alla tradizionale interpretazione del danno ingiusto come esclusiva lesione di un diritto soggettivo.

Ora, sulla scia di questo orientamento dottrinale consolidato, il giudice di legittimità, a sezioni unite, si era spinto ad affermare, anche se con riferimento alla Banca dôItalia ([457]), che - agendo questa come organo diretto dello Stato, nel suo esercizio di potere pubblicistico, discrezionale e di alta amministrazione - la situazione soggettiva ad essa contrapposta non era qualificabile né come diritto soggettivo né come interesse legittimo ([458]).

In questo contesto dottrinale e giurisprudenziale, le pronunce, anche di legittimità, che aveva mostrato i primi segni di apertura verso la risarcibilità del danno patrimoniale a seguito di omissioni o negligenze della Consob, richiamavano, nelle loro motivazioni, un vero e proprio diritto soggettivo in capo allôinvestitore leso. In altri termini, per non discostarsi dallôorientamento dominante, si era accordata tutela al risparmiatore pregiudicato attraverso lôelaborazione di una nuova figura di diritto soggettivo, definita

([456]) Si deve tener presente, però, che tale limite già venne meno a seguito dellôabrogazione dellôart. 7, comma 3, l.n. 1034/1971, riformulato dallôart. 34, comma 5, d.lgs. n. 80/98 che estendeva alla giurisdizione del giudice amministrativo anche le controversie aventi ad oggetto i diritti patrimoniali consequenziali alla pronuncia di illegittimità dellôatto o del provvedimento contro cui era stato presentato ricorso.

([457]) Nondimeno, le argomentazioni della Suprema Corte possono essere riproposte anche per la Consob, almeno limitatamente al periodo in cui anche lôautorità di vigilanza operava come mero organo dello Stato. Vedi *amplius* CASSESE, *La Commissione cit.*, pagg. 417 e ss. che distingue, a proposito dellôevoluzione della Consob, quattro diverse Commissioni.

([458]) Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenza 29 marzo 1989, n. 1531, in *Resp. civ. e previd.*, 1989, pagg. 935 e ss.

La vicenda, abbastanza nota, concerneva la crisi del Banco Ambrosiano ed il nodo della questione riguardava la asserita responsabilità della Banca dôItalia per i danni causati ai soci dellôistituto di credito dalla ritardata adozione dei provvedimenti cautelari previsti agli artt. 57 e 67 TUB.

diritto allôintegrità patrimoniale ovvero alla libera auto-determinazione nello svolgimento delle attività negoziali ([459]).

Questo nuovo schema giuridico comparve per la prima volta nelle motivazioni dellôarresto della Corte di Cassazione del 4 maggio 1982 n. 2765. Il Supremo Collegio, però, precisò fin da subito che ï al fine di evitare che tale costruzione dogmatica potesse comportare la risarcibilità di qualsiasi danno ï la lesione allôintegrità patrimoniale, quale pregiudizio *extra* contrattuale rilevante ai sensi dellôart. 2043 cod. civ., si sarebbe perfezionata soltanto laddove fosse risultato violato uno dei diritti che concorrevano a formare il patrimonio (ossia, uno dei diritto patrimoniali) ([460]).

Attualmente, si deve sottolineare come autorevole dottrina sia giunta alla conclusione della natura patrimoniale di tale danno, qualificabile come la perdita di valore che il patrimonio subisce a prescindere dalla lesione di una situazione giuridica soggettiva previamente attribuita dallôordinamento giuridico ([461]). Allôinterno di questa corrente, poi, si deve distinguere tra danno patrimoniale derivante da responsabilità precontrattuale, laddove si rinvengano degli obblighi preesistenti di protezione in capo alla p.a. nei confronti del risparmiatore ([462]), e danno patrimoniale derivante da responsabilità aquiliana, laddove invece si ancori il giudizio di ingiustizia del danno alla violazione di doveri di protezione della sfera del privato, rinvenibili nelle norme sulla vigilanza *ex* art. 5 TUF ([463]).

Tornando ad illustrare lô*excursus* giurisprudenziale del diritto allôintegrità patrimoniale, si deve osservare come, una volta che tale pretesa acquistò cittadinanza giuridica anche allôinterno del panorama dottrinale, le pronunce della Corte di Cassazione cominciarono a distinguere, in capo al risparmiatore ed ai fini della risarcibilità, un diritto soggettivo ovvero un interesse legittimo a seconda che fosse stata

---

([459]) Cfr., *ex multis*, Cassazione Civile, Sezioni Unite, sentenza n. 7339 del 12 marzo 1998, in *Foro it.*, 1999, pagg. 2001 e ss.; Cassazione Civile, sentenza n. 4083 del 3 maggio 1996, in *Giust. civ.*, 1996, pagg. 1924 e ss.; Cassazione Civile, Sezioni Unite, sentenza n. 2579 del 25 marzo 1988, in *Giust. civ.*, 1988, pagg. 1450 e ss.; Corte di Cassazione, sentenza n. 2765 del 4 maggio 1982, in *Giust. civ.*, 1982, pagg. 1745 e ss.

In dottrina, vedi, *ex multis*, CAPRIGLIONE, *Responsabilità cit.*, pagg. 26 e ss.

([460]) Vedi GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2009, pagg.

([461]) DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2001, pagg. 218 e ss.

([462]) SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità dellôorgano di vigilanza bancaria e danno meramente patrimoniale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, pagg. 525 e ss.

([463]) DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2001, pagg. 218 e ss.; LUCCHINI GUASTALLA, *Falsità del prospetto informativo, danno agli investitori e responsabilità civile della Consob*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2004, pagg. 216 e ss.

dedotta, rispettivamente, la violazione di limiti esterni (prudenza, diligenza, imparzialità) ovvero interni alla discrezionalità tecnica riconosciuta allôautorità di vigilanza.

Per meglio comprendere questa distinzione, nel 1995 le Sezioni Unite, per delimitare i limiti della responsabilità aquiliana della p.a., avevano affermato che ñl*ôattività della p.a., anche nel campo della pura discrezionalità, deve svolgersi nei limiti posti non solo dalla legge, ma anche della normativa primaria del* neminem laedere*, per cui è consentito al giudice ordinario ï al quale è pur sempre vietato stabilire se il potere discrezionale sia stato, o meno opportunamente esercitato ï accertare se vi sia stato da parte della stessa amministrazione un comportamento colposo tale che, in violazione della suindicata norma primaria, abbia determinato la violazione di un diritto soggettivo. Infatti, stante i principi di legalità, imparzialità e buona amministrazione, dettati dallôart. 97 Cost., la p.a. è tenuta a subire le conseguenze stabilite dallôart. 2043 cod. civ., atteso che tali principi si pongono come limiti esterni alla sua attività discrezionale, ancorché il sindacato di questa rimanga precluso al giudice ordinario*ò ([464]).

Tale insegnamento, ribadito dalle Sezioni Unite del 1998 ([465]), perdurò fino a quando, col famoso arresto del 1999, le Sezioni Unite misero definitivamente fine alla *vexata quaestio* della risarcibilità degli interessi legittimi, riconoscendo anche per questôultimi il ristoro civilistico.

Senza riportare qui la motivazione della celebre sentenza, in quanto esulerebbe dallôoggetto del presente lavoro, si può comunque accennare il passaggio saliente della pronuncia: la responsabilità *ex* art. 2043 cod. civ., essendo fondata esclusivamente sullôingiustizia del danno, inteso come lesione di un interesse giuridicamente rilevante,

---

([464]) Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenza 18 maggio 1995, n. 5477, in www.giustamm.it.

Il caso di specie riguardava la controversia instaurata da un risparmiatore che lamentava un pregiudizio patrimoniale determinato dalla tardiva e colposa pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale del decreto con cui era stata revocata lôautorizzazione ad operare ad una società fiduciaria e, quindi, chiedeva la condanna in solido del ministero dellôindustria e di quello di grazia e giustizia.

([465]) Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenza 27 luglio 1998 n. 7339, in *Foro it.*, 1999, pagg. 2001 e ss.

Il caso di specie vedeva riconosciuta la responsabilità del ministero dellôindustria, in ordine al *crack* delle società fiduciarie Reno e Previdenza, per i danni arrecati ai risparmiatori dopo aver emesso, a fronte di un evidente stato di insolvenza e di irregolarità della seconda società, un comunicato stampa in cui si attestava, invece, lôinsussistenza di inadempimenti, da parte della suddetta società, nei confronti dei fiducianti.

prescinde dalla qualificazione formale dello stesso, con conseguente invalidità ed arbitrarietà di ogni distinzione tra diritto soggettivo ed interesse legittimo e, per quanto concerne quest'ultimi, tra interessi pretensivi ed oppositivi ([466]).

Col nuovo orientamento giurisprudenziale, sono caduti dunque tutti gli ostacoli frapposti in epoca passata, da dottrina e giurisprudenza, alla configurazione di un obbligo risarcitorio in capo all'autorità di vigilanza per i danni da essa cagionati ai risparmiatori nel negligente od omesso esercizio della funzione di vigilanza.

Tuttavia, mentre si sono abbandonati distinzioni dogmaticamente poco utili, come quelle tra i limiti interni ed esterni alla discrezionalità dell'attività amministrativa, si deve notare che sono rimasti frequenti, anche nelle pronunce successive del giudice di legittimità e nonostante la ormai pacifica ed acquisita risarcibilità degli interessi legittimi, i richiami alla figura del diritto soggettivo all'integrità patrimoniale ([467]).

Dopo aver illustrato la genesi della responsabilità omissiva della Consob, la sentenza che, inserendosi nel nuovo solco creato dalle Sezioni Unite del 1999, maggiormente ci interessa in questa parte del lavoro è quella della Corte di Cassazione del 3 marzo 2001, n. 3132. In questa pronuncia il giudice di legittimità si occupa per la prima volta *ex professo* degli *standards* di controllo richiesti alla Consob nell'esercizio della sua funzione di vigilanza: in particolare, la Corte ha riconosciuto il diritto al risarcimento del danno nei confronti di un gruppo di investitori per omesso controllo, da parte dell'autorità di vigilanza, circa la completezza e veridicità delle informazioni

([466]) Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenza 22 luglio 1999, n. 500, in *Corr. Giur.*, 1999, pagg. 1367 e ss.

([467]) Cfr., *ex multis*, Corte di Cassazione, Sezioni Unite, ordinanza 2 maggio 2003, n. 6719, in *Giust. civ.*, 2003, pagg. 1488 e ss.. In particolare, le Sezioni Unite, a proposito di un regolamento preventivo di giurisdizione, hanno chiarito che ñ*se difficilmente è configurabile in capo ai risparmiatori la titolarità di un interesse legittimo e così una legittimazione ad impugnare i provvedimenti dell'autorità di vigilanza o i suoi silenzi, subito un danno per e nell'ambito della relazione contrattuale stabilita con il soggetto che avrebbe dovuto essere diversamente controllato, la lesione così arrecata al suo diritto di credito avrebbe per contro potuto dar luogo d un diritto al risarcimento del danno verso l'autorità di vigilanza*ò.

In tal senso anche Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenza 3 marzo 2001, n. 3132, in *Corr. Giur.*, 2001, pagg. 880 e ss., la cui motivazione sarà analizzata nel proseguo del lavoro.

In dottrina, vedi TUOZZO, *La Consob è, dunque, responsabile in concreto*, in *Contratto e impresa*, 2004, pagg. 590 e ss.

fornite dai promotori di unôoperazione di collocamento di titoli atipici relativi ad unôoperazione immobiliare ([468]).

Sebbene il caso oggetto del vaglio del Supremo Collegio concerna una fattispecie di appello al pubblico risparmio, ed in particolare di offerta al pubblico di sottoscrizione di strumenti finanziari, si ritiene che le conclusioni raggiunte, in ordine agli elementi costitutivi dellôillecito omissivo, possano essere deferite ï stante lôidentità sostanziale di contenuto dei precetti che, nellôappello al pubblico risparmio, disciplinano i poteri di vigilanza e di controllo della Consob ([469]) ï anche nella materia dei servizi di investimento.

Il giudice di legittimità, continuando a configurare la situazione giuridica soggettiva degli investitori come diritto soggettivo allôintegrità patrimoniale, ha affermato, in estrema sintesi, che la discrezionalità tecnica di cui gode la Consob non le permette unôassoluta e totale omissione di vigilanza.

In particolare, si legge nella motivazione dellôarresto che ñ*la Consob, fermo restando il potere di innovare le proprie metodologie informative dellôofferta [é] aveva poi il ben più penetrante e diffuso potere di controllo della completezza ï veridicità delle notizie [é] lungo tutto lôarco procedimentale, un potere espressivo della scelta legislativa di assegnare alla Consob la massima funzione di garante dellôagire della società e tradotto in plurime potestà di intervento [é], significativamente richiamate per la fase di controllo dellôoperazione di sollecitazione al pubblico risparmio [é], tra le quali, e per quel che rileva, la potestà di disporre esibizioni d integrazioni documentali, ispezioni ed inchieste, al fine di accertare lôesattezza dei dati e delle notizie comunicati o pubblicati. [é]. È indiscutibile ï trattandosi di strumenti assegnati allôorgano pubblico per lôesercizio di una funzione di vigilanza ï che lôomissione di alcuna iniziativa funzionale allo scopo assegnato non può trovare esimente nellôappartenenza anche di tale omissione allôambito della funzione stessa, tal funzione avendo oltre i noti limiti esterni della imparzialità, correttezza e buona amministrazione, il vincolo interno costituito dalla attivazione della*

([468]) Corte di Cassazione, Sezione I, sentenza n. 3132 del 3 marzo 2001, in *Corr. Giur.*, 2001, pagg. 880 e ss.. Per unôanalisi della sentenza e dei passaggi principali della motivazione, vedi *amplius* SANTUCCI, *Responsabilità cit.*, pagg. 590 e ss.

([469]) Cfr., in particolare, gli artt. 99, 113, 113 *ter* , 114, 115 e 118 *bis* TUF.

vigilanza nellôinteresse pubblico, quello che questa Corte ha già avuto occasione di definire come lôinteresse alla trasparenza del mercato dei valori mobiliariò.

Una diversa interpretazione, invero, confliggerebbe ñ*in modo macroscopico anche con la razionalità del sistema di garanzie perseguite con la istituzione della Consob. Ed infatti, ipotizzare che lôintero procedimento di comunicazione di dati, di allegazione di documentazione e di pubblicazione del prospetto riassuntivo fosse stato ideato al solo fine di consentire una programmata pubblicità della operazione ed affermare che in tal quadro alla Consob spettasse solo di regolare-integrare i modi di pubblicizzazione, significherebbe ridurre il ruolo dellôorgano di garanzia a quello di un ufficio di deposito atti, con la ineluttabile conseguenza di veder attribuita ad un organo in tesi privo di alcun potere di controllo sulla veridicità degli atti il ruolo di pubblico promotore della genuinità degli atti quale dichiarata dagli interessatiò* ([470]).

La Suprema Corte, in ultima analisi, ribadisce che lôinteresse dellôinvestitore allôaffidabilità ed alla veridicità dellôinformazione, garantite dal previo controllo dellôautorità di vigilanza, trova tutela, in quanto espressione della propria libertà negoziale, nei principi di cui allôart. 2043 cod. civ..

In dottrina, la natura della responsabilità della Consob per omessa o negligente vigilanza non è pacifica ([471]) discutendosi circa la prevalenza di obblighi preesistenti di protezione da parte della p.a. nei confronti del risparmiatore, fattore che deporrebbe per la natura contrattuale della responsabilità medesima ([472]), ovvero del principio del *neminem laedere*, fattore che al contrario deporrebbe per la natura *extra* contrattuale di tale responsabilità ([473]).

Ad ogni modo, la funzione affidata alla Consob di verifica della qualità dellôinformazione diffusa sul mercato finanziario ha, invero, giuridico senso soltanto se sul suo presupposto si determini un affidamento giuridicamente tutelato per il

---

([470]) Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenza 3 marzo 2001, n. 3132, in *Corr. Giur.*, 2001, pagg. 880 e ss.

([471]) Appare quasi superfluo ricordare le importanti e differenti conseguenze di disciplina che derivano dallôaccoglimento di una posizione piuttosto che di unôaltra: basti soltanto pensare al termine di prescrizione, allôinversione dellôonere probatorio per quanto concerne lôelemento soggettivo, alla compatibilità col danno patrimoniale, al limite risarcitorio del danno prevedibile ovvero alla messa in mora.

([472]) SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità dellôorgano di vigilanza bancaria cit.*, pagg. 525 e ss.

([473]) DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2001, pagg. 218 e ss.; LUCCHINI GUASTALLA, *Falsità del prospetto informativo, danno agli investitori e responsabilità civile della Consob*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2004, pagg. 216 e ss.

risparmiatore che, nella scelta dei suoi investimenti, utilizzerà lôinformazione in questione. Pertanto, la responsabilità della Consob è sempre collegata allôaffidamento ingenerato nei privati dalla presenza di unôautorità di vigilanza col precipuo compito di vagliare le informazioni diffuse sul mercato finanziario e, se del caso, intervenire per correggere le eventuali storture, foriere di potenziali pregiudizi agli investitori medesimi. Si può notare come, in questa sede, torni il concetto di informazione come bene privato, suscettibile di pacifico godimento ma, soprattutto, di circolazione ([474]).

Volgendo la nostra analisi dalla natura della responsabilità alla struttura della fattispecie, si nota, innanzitutto, che, sebbene sia indubbio che i destinatari degli atti di vigilanza siano soltanto gli intermediari finanziari e non già gli utenti finali del mercato finanziario, il danno si cagiona in capo a questôultimi. In altri termini, mentre per gli intermediari lôomissione dei provvedimenti amministrativi ha rilevanza in sé, per gli investitori è necessario che tale rilevanza sia attualizzata o, meglio, concretizzata attraverso la produzione di un pregiudizio patrimoniale ([475]).

Invero, lôillegittimità della scelta della p.a. tra più strumenti di controllo o dei relativi tempi di intervento acquista rilievo attuale soltanto se e nel momento in cui tale scelta, o mancanza di scelta, si trasforma inopinatamente in un danno patrimoniale per i risparmiatori.

Né, a tal proposito, potrebbe sostenersi, ai sensi dellôart. 1227 cod. civ., un concorso colposo dellôinvestitore che, in maniera negligente, non ha partecipato attivamente alla verifica della correttezza dei dati rilevanti. Lôistituzione di un organo preposto specificamente a tale compito tiene, infatti, in considerazione lôimpossibilità, sia materiale che giuridica, per il cliente di effettuare un completo controllo della veridicità delle informazioni fornite dallôintermediario finanziario ([476]).

([474]) Vedi paragrafo 3.2.

([475]) PACE, *Omessa vigilanza dellôUIC sugli intermediari finanziari: questioni di giurisdizione, posizione giuridica dei terzi danneggiati, responsabilità dellôorgano di controllo*, in *Diritto della Banca e del mercato finanziario*, 2006, pagg. 363 e ss.

([476]) Lo conferma anche Corte di cassazione, sentenza 3 marzo 2001, n. 3132, in *Corr. Giur.*, 2001, pagg. 880 e ss..

Nello stesso senso, SANTUCCI, *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza colposa*, in *I contratti*, 2004, pagg. 590 e ss. Loda il *dictum* del Supremo Collegio, LUCCHINI GUASTALLA, *Falsità del prospetto cit.*, pagg. 219 e ss. secondo il quale ñ*il risparmiatore ripone certamente maggiore fiducia nellôorgano preposto ad effettuare un controllo sullôesattezza dei dati contenuti nel prospetto informativo ï e dunque a verificare la genuinità dellôaffare proposto al pubblico ï piuttosto che in notizie di stampa che potrebbero rivelarsi inesatte vuoi perché frutto di unôinchiesta frettolosa (o condotta con scarsi mezzi*

Anzi, il risparmiatore, sempre secondo la pronuncia appena esaminata, può legittimamente fare affidamento sulla veridicità delle informazioni fornite dallôintermediario finanziario, proprio perché questôultime sono state (*rectius*: sarebbero dovute essere state) previamente sottoposte al controllo della Consob. Unôulteriore verifica imposta allôinvestitore, quasi una sorta di contro-prova, risulterebbe poi del tutto ingiustificata, gravosa e sostanzialmente superflua.

Lôinsegnamento della pronuncia del 2001 può, in via definitiva, essere riassunto nella considerazione che la funzione di vigilanza attribuita alla Consob non può né deve rivolgersi esclusivamente alla tutela del mercato finanziario. Assicurando la ñgenuinitàò dellôoperato degli intermediari, essa tutela anche lôiniziativa dei singoli risparmiatori-investitori. Questa immediata rilevanza del controllo pubblico sul piano dei rapporti privatistici legittima i beneficiari del controllo ad agire in via diretta ed immediata nei confronti dellôautorità di vigilanza per i danni attribuibili a violazioni od omissioni imputabili alla stessa nellôesercizio della funzione di cui si discute ([477]).

In altri termini, la Consob, pur non potendo esprimere valutazioni di merito sullôoperazione proposta, pronunciando giudizi in ordine alla maggiore o minore convenienza od al grado di rischio dellôinvestimento, detiene comunque un potere (o, meglio, un dovere) di vigilanza che, in caso di sospetta violazione di disposizioni legislative o regolamentari, può essere esercitato disponendo ispezioni ovvero richiedendo integrazioni documentali agli intermediari.

Appare scontato ricordare che, in tanto la Consob può essere gravata da un dovere di vigilanza in quanto ad essa sia attribuito un potere fattuale-giuridico di intervento, pena lôascrizione alla p.a. di una responsabilità automatica, incondizionata e svincolata

---

investigativi) vuoi perché alterate dal desiderio dellôautore di ñcreare la notiziaò o di firmare uno scoop. *Né può seriamente sostenersi che un risparmiatore possa autonomamente verificare ï o incaricare un consulente a farlo ï se le voci negative emerse in relazione ad un suo investimento (che si appresta a compiere o che abbia già posto in essere) corrispondono al vero e se consigliano, dunque, di non investire in quella operazione o di disinvestire rapidamente quanto già investito [é] Inoltre, lôautorità di vigilanza che, in presenza di notizie giornalistiche che riportino fatti allarmanti su unôoperazione recentemente oggetto di autorizzazione, non si attivi per verificare se quanto diffuso dalla stampa abbia, in tutto o in parte, fondamento, aggrava la propria posizione in quanto allôoriginaria condotta negligente ne somma unôulteriore, identificabile in una persistente inerzia nellôattivarsi [é] A questa considerazione possono aggiungersene ulteriori, e cioè che la mancata attivazione dellôorgano di vigilanza anche in seguito alla pubblicazione di preoccupanti notizie di stampa può aver avuto lôeffetto di tranquillizzare il risparmiatore che avesse già investito o che intendesse investire nellôoperazione* de qua, *rafforzando il convincimento della regolarità e della correttezza di quanto espostoò.*

([477]) Per unôanalisi della sentenza del giudice del rinvio, vedi LUCCHINI GUASTALLA, *Falsità cit.*, pagg. 213 e ss.; FANTI, *Vigilanza sui mercati cit.*, pagg. 337 e ss.

da ogni riferimento ai poteri medesimi nonché la trasformazione del risarcimento del danno in una sorta di fondo di garanzia degli investimenti, prescindendo da un effettivo pregiudizio economico e dall'elemento di rischio insito nei servizi di investimento ([478]).

Le considerazioni del Supremo Collegio, e sulle quali sono state sviluppate le riflessioni che precedono, sono state fatte proprie dal giudice del rinvio al quale la Corte di Cassazione, dopo aver annullato la sentenza impugnata, aveva rinviato per la decisione del caso. In osservanza al principio di diritto sancito dal giudice di legittimità, la Corte di Appello di Milano, con la sentenza 21 ottobre 2003 ha ribadito che: ñ*pur escludendosi che l'autorità di vigilanza possa effettuare una valutazione sul merito dell'operazione, valutandone la convenienza o meno, è tuttavia compito della Consob effettuare una valutazione di completezza ed esattezza dell'informazione fornita, cioè di veridicità, in base ai dati in possesso della commissione e ai poteri di intervento che devono essere coordinati con i principi costituzionali in materia di iniziativa economica (art. 41 Cost). [é] La Consob è garante, quindi, non della convenienza dell'operazione, ma della genuinità dell'operazione di sottoscrizione del pubblico risparmio, al fine di consentire ai risparmiatori una valutazione corretta e ponderata delle scelte d'investimento, in base ad un prospetto informativo veritiero, il cui controllo è rimesso alla Consob. La mancanza, da parte dell'organo di controllo, di qualsiasi attività di verifica e accertamenti, in presenza di rilevanti e significativi elementi di sospetto, pubblicizzati dalla stessa stampa nazionale ed in presenza di falsità facilmente rilevabili, costituisce violazione della diligenza minima connessa alle funzioni attribuite all'organo di controllo e costituisce fonte di responsabilità extracontrattuale della commissione stessa*ò.

Giunti a questa fase della trattazione, quello che qui maggiormente interessa è il passo della motivazione in cui la Corte territoriale, al fine di accertare sul piano oggettivo la responsabilità della Consob, si occupa del nesso di causalità tra la condotta omissiva dell'autorità di vigilanza ed il pregiudizio subito dall'investitore.

Si ripresentano, in questa sede, gli stessi problemi di causalità omissiva che si sono sollevati in sede di omissione di informazione da parte dell'intermediario nella stipulazione ovvero nell'esecuzione del contratto di investimento ([479]).

([478]) PACE, *Omessa vigilanza cit.*, pagg. 364 e ss.

In particolare, i profili problematici inerenti allôaccertamento del nesso eziologico omissivo concernono proprio il giudizio contro-fattuale, ove la condotta normativamente prescritta - che, nel caso concreto, non è stata tenuta da chi aveva lôobbligo giuridico di tenerla ï deve essere aggiunta alla sequenza causale che ha condotto alla determinazione dellôevento. La difficoltà, dunque, risiede tutta nella prova che lôintervento tempestivo della Consob avrebbe ragionevolmente impedito lôinosservanza, da parte dellôintermediario, dei propri doveri informativi e, in ultima analisi, la produzione del danno in capo allôinvestitore.

Per il Giudice del rinvio, una tale prova sarebbe raggiunta ove si dimostri che ñ*anche un investitore con notevole propensione al rischio si sarebbe rivolto verso altre forme di investimento, ove fosse stato a conoscenza della reale situazione del proponente lôoperazione e tale mancata conoscenza è imputabile alla Consob per non avere esercitato lôattività di vigilanza e controllo a cui, nella fattispecie, era obbligata*ò([480]).

Per concludere lôanalisi fin qui svolta, appaiono necessarie alcune considerazioni in ordine al grado di diligenza richiesto alla Consob nellôesercizio dellôattività di controllo o, in altri termini, al grado di approfondimento della verifica informativa effettuata dallôautorità di vigilanza. Si ritiene che in tal caso non si applicabile lôart. 2236, comma 2, cod. civ. ï alla stregua del quale la Commissione, essendo la sua prestazione dôopera intellettuale caratterizzata da ñproblemi di particolare complessitàò, risponderebbe soltanto per colpa grave ï dovendo quindi ricondursi il grado di diligenza richiesto alla Consob allôart. 1176, comma 2, cod. civ., così che lôautorità di vigilanza risponderà anche per colpa lieve ([481]).

Si discute, inoltre, se la Commissione sia tenuta ad un mero controllo formale dei dati in suo possesso, dovendo arrestare il suo esame alla completezza ed intelligibilità

([479]) Per unôanalisi dei problemi, a livello processuale, inerenti al nesso di causalità omissiva, cfr. Capitolo II, paragrafo 2.4.

([480]) Vedi *amplius* FANTI, *Vigilanza sui mercati, responsabilità della Consob e risarcibilità del danno*, in *Le società*, 2004, pagg. 337 e ss.; LUCCHINI GUASTALLA, *Falsità del prospetto cit.*, pagg. 218 e ss.; SANTUCCI, *Responsabilità cit.*, pagg. 590 e ss.

([481]) LUCCHINI GUASTALLA, *Falsità cit.*, pagg. 213 e ss.; SANTUCCI, *Responsabilità cit.*, pagg. 590 e ss.

degli stessi, ovvero sia tenuta anche ad un controllo sostanziale dei dati fornitile, giungendo quindi al vaglio della loro coerenza ma, soprattutto, della loro veridicità ([482]).

Una tesi intermedia, invece, sostiene che la Consob, oltre che sul piano formale, debba intervenire, su quello sostanziale, soltanto laddove vi siano elementi da ingenerare il sospetto che talune informazioni siano incomplete, false o comunque ingeneranti nel risparmiatore un incolpevole affidamento. In altri termini, la regola sarebbe il controllo formale, lôeccezione (nel caso in cui dai dati emergano anomalie, incoerenze o carenze) sarebbe anche il controllo sostanziale ([483]9. Questa tesi muove dal condivisibile assunto per cui non sarebbe ragionevole pretendere dallôautorità di vigilanza lôesame dettagliato di ogni singola informazione o di ogni singolo dato, esame che dovrebbero essere limitato a quelle informazioni che appaiano *ictu oculi* scorrette o false. Solo allora, emergendo dati *prima facie* poco attendibili o anomali, lôautorità in questione sarebbe chiamata ad approfondire le indagini, utilizzando allôuopo ogni potere conferitole dalla legge ([484]).

Per sintetizzare, con una riflessione finale, le argomentazioni giurisprudenziali che hanno configurato, dalla pronuncia del 2001, la responsabilità della Consob per omessa vigilanza, si può efficacemente osservare che, se da un lato una simile apertura ha comportato il positivo effetto di estendere il vaglio giurisdizionale allôoperato (*rectius*: al mancato operato) della Consob - consentendo così di mitigarne il *deficit* di legittimazione democratica ï e di ampliare la tutela dellôinvestitore, ora legittimato ad agire direttamente nei confronti dellôautorità di vigilanza, dallôaltro lato sembra avere cagionato due effetti negativi. Il primo è il timore della stessa autorità di vigilanza, al fine di prevenire un giudizio di responsabilità civile, ad esercitare con vigore il suo potere di intervento; il secondo, da un punto di vista prettamente di analisi economica

([482]) È la tesi sostenuta da Corte di Appello di Milano, sentenza 13 novembre 1998, inedita. In senso concorde, SANTUCCI, *Responsabilità cit.*, pagg. 590 e ss.

([483]) LUCCHINI GUASTALLA, *Falsità del prospetto cit.*, pagg. 216 e ss.

([484]) Questa è la tesi sostenuta da FALCONE-GRECO-ROTONDO, *La responsabilità nella prestazione dei servizi di investimento*, Milano, 2004, pagg. 427 e ss. i quali sostengono che una lettura così restrittiva della sentenza in questione consentirebbe di evitare il rischio, insito nellôaffermazione della responsabilità *extra* contrattuale, sia di un rallentamento dellôoperatività delle autorità di vigilanza, con grave pregiudizio per lôefficienza del mercato finanziario, che di una loro responsabilità civile ampliata a dismisura, gravando le stesse di costi (ad esempio quelli derivanti dallôinevitabile andamento negativo del mercato) che non gli spetterebbero. Pertanto, gli autori parlano di una responsabilità di ñultima istanzaò, ossia residuale rispetto a quelle degli altri soggetti titolari di poteri di controllo.

del diritto, è rappresentato dall'ingiustificata allocazione dei costi derivanti dalle fisiologiche inefficienze del mercato finanziario sul controllore dello stesso ([485]).

A livello sovranazionale, infine, si auspica una normativa sovrananzionale ed uniforme in tema di responsabilità per omessa o negligente attività di vigilanza delle autorità amministrative indipendenti. Ciò perché tali istituzioni sono ormai presenti (anche se con altri nomi, ad es. agenzie) in tutti gli ordinamenti giuridici europei ([486]), e perché anche nel nostro territorio operano intermediari finanziari di nazionalità diverse, soggetti quindi per il principio *home country control* alle regole organizzative e di vigilanza delle rispettive autorità nazionali. L'auspicio, quindi, è diretto al fine di evitare pericolosi vuoti e disparità di tutela per gli investitori che entrino in contatto con intermediari di nazionalità diversa, così da superare quello che, attualmente, costituisce un forte ostacolo alla propensione degli investitori a mobilitare i propri capitali nei mercati nazionali meno protetti e vigilati, indebolendone così il grado di concorrenzialità a discapito dell'efficienza dell'intero sistema finanziario europeo ([487]).

([485]) CAPRIGLIONE, *Responsabilità cit.*, pagg. 32 e ss.
([486]) PACE, *Omessa vigilanza cit.*, pagg. 374 e ss.
([487]) *Ivi*.

CAPITOLO IV
LA NUOVA DISCIPLINA DEGLI INTERMEDIARI DOPO LE DIRETTIVE MIFID. LôIMPATTO DELLE NUOVE DISPOSIZIONI SULLA TUTELA DELLôINVESTITORE

SOMMARIO: 4.1. Il contesto normativo di riferimento del sistema MIFID. Tecniche normative ed obiettivi del legislatore comunitario. 4.2. Lôevoluzione della nozione di ñstrumenti finanziariò ed il nuovo catalogo dei servizi e delle attività di investimento. 4.2.1. Dalla direttive 1993/22/CEE alla nozione di strumenti finanziari adottata dalla MIFID. 4.2.2. Il servizio di consulenza. 4.2.3. Le nuove *trading venues*: la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici. 4.3. La disciplina del contratto. 4.4. Il dovere di informarsi nel sistema MIFID. 4.4.1. ñ*Know your customer rule*ò: lôinformativa dalla clientela ed i *tests* di adeguatezza e di appropriatezza. 4.4.2. ñ*Know your customer rule*ò: la tripartizione in classi della clientela ed il principio di mobilità tra le classi. 4.4.3. ñ*Know your merchandise rule*ò: gli assetti organizzativi e la politica di gestione dei conflitti di interessi. 4.5. Il dovere di informare nel sistema MIFID. 4.6. La fase esecutiva nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento. 4.6.1. La *best execution* e la gestione controllata degli ordini della clientela. 4.6.2. La *price transparency policy*. 4.6.3. I servizi di *execution only*. 4.7. Valutazione finale dellôidoneità del rinnovato contesto normativo alla luce delle esigenze di tutela dellôinvestitore.

4.1. Il contesto normativo di riferimento del sistema MIFID. Tecniche normative ed obiettivi del legislatore comunitario.

Nei capitoli che precedono si è analizzato lôapparato normativo posto a tutela dellôinvestitore. Lôindagine si è compiutamente soffermata tanto sullôaspetto preventivo, momento presidiato da sanzioni pubblicistiche, quanto sullôaspetto successivo, momento invece presidiato da rimedi privatistici. Dopo aver, dunque, esaurito lôanalisi delle fattispecie patologiche di inosservanza degli obblighi informativi gravanti sullôintermediario, lôoggetto del capitolo conclusivo si incentrerà sulle modifiche apportate al sistema finanziario ï e, per quanto qui ci occupa, alla materia dei servizi di investimento ï dal tanto atteso intervento del legislatore comunitario.

Il prosieguo del lavoro, pertanto, dovrà essenzialmente fornire una risposta allôinterrogativo se, dopo la novella di matrice comunitaria, allo statuto di disciplina dellôinvestitore siano stati apportati nuovi o più ampi profili di tutela. Se, in altri

termini, il legislatore comunitario ha inciso sulle asimemetrie informative che fisiologicamente pregiudicano i servizi di investimento ovvero si sia limitato a realizzare mere modifiche formali delle norme del TUF. Il che vuol dire, in ultima analisi, se si sia innovato nella materia della tutela dellôinvestitore finanziario ovvero, disattendendo le aspettative, si sia proceduto a semplici ritocchi sistematici di istituti già previgenti.

A ben vedere, la risposta al quesito sopra posto presuppone una più ampia analisi pregiudiziale di natura comparativa.

Lôargomentazione logica, in altri termini, deve prendere le mosse dal regime giuridico precedente alla recezione del sistema MIFID e dalle lacune che lo inficiavano. Soltanto evidenziando i limiti di un simile regime, e le critiche a cui prestava il fianco, si possono comprendere appieno i motivi che hanno spinto il legislatore comunitario ad intervenire nella materia che qui ci occupa. Il *trait dôunion* tra il vecchio ed il nuovo regime ï o, meglio, tra il regime pre MIFID ed il regime post MIFID ï sarà costituito proprio dalle obiezioni dottrinali sollevate e dalle numerose pronunce giurisprudenziali che hanno sottolineato i limiti e le lacune della normativa previgente.

Soltanto dopo aver enucleato questi fondamentali passaggi, la nostra argomentazione potrà dirsi matura per rispondere allôinterrogativo sopra esposto e, se del caso, formulare una considerazione finale critica circa le luci e le ombre dellôintervento del legislatore comunitario. I limiti e le lacune della normativa previgente, dunque, costituiscono la fondamentale chiave di lettura per il giudizio ï in termini positivi o negativi - circa lôattuale situazione normativa in punto di tutela dellôinvestitore.

Prima di procedere con lôanalisi, appare utile una premessa circa la tecnica legislativa utilizzata dal legislatore comunitario nel suo disegno di modifica del mercato finanziario europeo ([488]9.

Il processo di integrazione finanziaria, invero, è sempre stato uno degli obiettivi più importanti del c.d. *Financial Services Action Plan* (FSAP), adottato dalla Commissione Europea lô11 maggio 1999. Nel luglio del 2000 il Consiglio dellôUnione

([488]) Sulla procedure Lamfalussy, di cui oltre nel testo, vedi *amplius* PORCHIA-SPATOLA, *La direttiva di primo e di secondo livello ï Le definizioni ï Le esenzioni obbligatorie e facoltative*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 1 e ss.

Europea ha istituito il c.d. comitato dei saggi, presieduto dal barone inglese Alexander Lamfalussy. Tale comitato, allo scopo di contrastare lôeccessiva frammentazione normativa dei mercati finanziari degli Stati membri, ha adottato un peculiare approccio normativo strutturato su più livelli. La procedura Lamfalussy ï di cui la MIFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) è un prodotto ï è stata definitivamente approvata dal Consiglio Europeo con delibera del 23 marzo 2001 e dal Parlamento Europeo con risoluzione del 5 febbraio 2002.

Il sistema MIFID, pertanto, si presenta come un *corpus* normativo complesso e stratificato, al cui interno possono essere distinti, secondo la procedura sopra introdotta, quattro differenti livelli di regolamentazione:

- un primo livello, ove sono enunciati i principi-quadro adottati dal Consiglio e dal Parlamento europeo, su proposta della Commissione; a tale livello appartiene la direttiva 2004/39/CE, emanata il 21 aprile 2004;
- un secondo livello, ove sono previste misure di esecuzione e di attuazione adottate dalla Commissione Europea secondo la procedura di comitatologia, vale a dire sulla base di un parere del *Committee of European Securities Regulators* (CESR) ([489]) e della previa approvazione dellô*European Securities Committee* (ESC) ([490]); a tale livello appartengono le direttive 2006/73/CE, emanata il 10 agosto 2006 ([491]), ed il regolamento 1287/2006/CE, emanato il 10 agosto 2006 ([492]);
- un terzo livello, ove sono previsti i c.d. *standards* del CESR, vale a dire raccomandazioni ed interpretazioni autentiche tese ad assicurare una coerente ed uniforme recezione, da parte degli Stati membri, della nuova regolamentazione;
- infine, un quarto livello, ove è prevista una funzione di vigilanza della Commissione Europea, coadiuvate dalle autorità dei rispettivi Stati membri, circa la corretta applicazione della normativa recepita.

([489]) Il CESR è un comitato di natura tecnica composto dei rappresentati delle autorità di vigilanza dei vari Stati membri.

([490]) LôESC è un comitato di natura politica composto dei rappresentanti degli Stati membri esperti nelle materie economiche e finanziarie.

([491]) Concernente i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dellôattività delle imprese dôinvestimento.

([492]) Concernente gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato e lôammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione.

Un simile approccio normativo, come è facile comprendere, assicura, con le sue differenti e dettagliate stratificazioni, un'armonizzazione massima. Agli Stati membri non sono consentiti margini apprezzabili di discrezionalità legislativa né, tantomeno, clausole elastiche foriere di incertezza applicativa. D'altro canto, come sopra ricordato, il FSAP nasce proprio con l'intento di contrastare quell'eccessiva frammentazione normativa dei mercati finanziari degli Stati membri che è stata la maggiore causa della scarsa competitività di tali mercati con quelli d'oltreoceano ([493]). Uno degli effetti più benefici di questo approccio normativo capillare concerne l'introduzione delle definizioni legali di ogni servizio di investimento.

Emblematico al riguardo è l'art. 4 della direttiva di secondo livello ove è specificato che le norme in essa contenute non possono essere derogate (c.d. *goldplating*), salvi casi eccezionali, neanche in senso migliorativo per l'investitore. Oltretutto, una simile deroga deve essere giustificata dai "*rischi specifici di particolare importanza data la struttura del mercato dello Stato membro*" ovvero da "*problemi emersi dopo l'entrata in vigore della direttiva e non altrimenti regolati da diverse misure comunitarie*".

Si è notato, tuttavia, che la positiva costruzione di un *level playing field* di livello comunitario avrebbe richiesto l'inserzione della clausola del c.d. *goldplating* anche negli altri livelli in cui si struttura il *corpus* ([494]).

Ora, gli obiettivi prefissati col sistema MIFID sono essenzialmente due: la creazione di un mercato finanziario europeo, vale a dire la tappa finale del processo di integrazione e di armonizzazione finanziaria; una più incisiva tutela dell'investitore([495]).

L'importanza e la delicatezza dell'intervento normativo appare evidente dal rilievo che questi due obiettivi, dal punto di vista economico, sono soltanto apparentemente incompatibili tra di loro. Se, per un verso, è pacifico che l'informazione destinata all'investitore è un onere economico di cui deve farsi carico l'intermediario ï

([493]) AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, a cura di DE POLI, Padova, 2009, *ibidem*;

([494]) Critica questa assenza ingiustificata, PORCHIA-SPATOLA, *La direttiva cit.*, pag. 6.

([495]) Il considerando n. 71 della Direttiva 2004/39/CE parla espressamente di "*creare un mercato finanziario integrato, nel quale gli investitori siano efficacemente tutelati e l'efficienza e l'integrità del mercato nel suo insieme siano salvaguardate, approntando le opportune misure per operatori e mercati in modo da impedire che l'opacità o le disfunzioni di un mercato mettano a repentaglio il buon funzionamento del sistema finanziario europeo nel suo insieme*".

ed in ultima analisi il mercato ï è altrettanto pacifico che tutela dellôinvestitore e massimizzazione dei rendimenti crescono in maniera direttamente proporzionale ([496]).

In altri termini, la selezione negoziale (realmente) consapevole e ponderata dellôinvestitore è presupposto giuridico-economico, nonché condizione di operatività, dellôefficienza del mercato finanziario. Questo reciproco coinvolgimento fa sì che lôonere economico di tipo informativo, lungi dal rappresentare un costo inerente allôesercizio della propria attività, costituisca un vero e proprio investimento per lo sviluppo, micro e macroeconomico, del mercato finanziario.

Si è osservato, a tal proposito, che lôaumento di competitività di un mercato finanziario comporta generalmente due effetti benefici: il primo è da rinvenire nellôabbassamento e nel livellamento dei costi dei fruitori finali dei servizi di investimento, ossia dei risparmiatori; il secondo, invece, è da rinvenire nel c.d. *bid-ask spread* che rappresenta un importante indice del grado di liquidità di un mercato finanziario efficiente ([497]).

Gli ambiziosi obiettivi del legislatore comunitario sono perseguiti, alla stregua dei principi espressi dalla direttiva di primo livello, con una maggiore liberalizzazione ([498]) ed una maggiore responsabilizzazione degli operatori dei mercati finanziari ([499]).

La valorizzazione della concorrenza, indubbiamente, comporta effetti benefici sulla riduzione dei costi delle operazioni e sul miglioramento della qualità dei servizi. Oltretutto, il *favor* per la concorrenza non si limita alla competizione tra singoli intermediari bensì si estende anche al *level playing field* e, quindi, concerne anche la competizione tra le singole piattaforme di negoziazione. Tutto questo si traduce, come vedremo, con lôintroduzione del c.d. passaporto comunitario, con lôampliamento dellôelenco degli strumenti finanziari e con la configurazione delle *trading venues* alternative.

([496]) CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MIFID*, in DE POLI (a cura di), *La nuova normativa MIFID*, Padova, 2009, pagg. 3 e ss.

([497]) Vedi CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 3 e ss. Il *bid-ask spread* è il differenziale tra il più alto prezzo che lôacquirente è disposto a pagare per comprare un bene ed il minor prezzo per il quale il venditore è disposto ad accettare per cederlo.

([498]) Vedi considerando n. 1, 17 e 23 della Direttiva 2004/39/CE. Per una disamina, vedi ARNAUDO-PARDOLESI, *Regolamentazione finanziaria e tutela della concorrenza*, in DôAPICE (a cura di) *Lôattuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 119 e ss.

([499]) Vedi considerando n. 71 della Direttiva 2004/39/CE. Per una disamina, ARNAUDO-PARDOLESI, *Regolamentazione cit.*, pagg. 135 e ss.

La ridefinizione del sistema di tutela del risparmiatore mira, invece, allôadozione di nuovi e più moderni strumenti normativi tesi allôannullamento ï o, quantomeno, al temperamento ï delle asimmetrie informative che fisiologicamente caratterizzano il rapporto negoziale tra intermediario e cliente. Il più rigoroso e stringente statuto di disciplina, come si vedrà, non riguarda soltanto lôintermediario ma, più a monte, la stessa impresa di investimento e la sua politica di gestione.

In Italia il decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164, ha recepito la normativa comunitaria di primo e di secondo livello. In particolare, è stata affidata alla fonte legge lôattuazione degli interventi circa lôampliamento del contenuto dei servizi di investimento e quelli concernenti la forma contrattuale ed il conflitto di interesse. È stata invece affidata ai regolamenti delle autorità di vigilanza lôattuazione degli interventi circa la stabilità dei mercati finanziari, la precisazione dei contenuti delle regole di condotta e la trasparenza informativa sui prezzi delle varie piattaforme di negoziazione. A livello di fonte secondaria, e con la riserva di meglio approfondirne il contenuto nel prosieguo dellôopera, si segnalano il regolamento congiunto Banca dôItalia ï Consob del 2007, in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento, il regolamento n. 16190 del 2007, in materia di intermediari, ed infine il regolamento n. 16191 del 2007 in materia di mercato.

Terminata la premessa circa la tecnica normativa comunitaria e gli obiettivi con essa perseguiti, può procedersi ora, nei paragrafi che seguono, alla disamina delle singole innovazioni normative apportate dal sistema MIFID alla materia dei servizi di investimento e degli obblighi informativi alla e dalla clientela.

Come sopra anticipato, al termine dellôesame di ogni istituto si analizzerà, poi, se (ed in quale misura) gli obiettivi che il legislatore europeo si era prefissato siano stati raggiunti ovvero se, al contrario, le attese sono state, anche solo in parte, trascurate. Tali considerazioni finali, dunque, ci riveleranno la reale portata della novella comunitaria tracciando un bilancio consuntivo in materia di tutela dellôinvestitore nel sistema finanziario post MIFID.

4.2. Lôevoluzione della nozione di ñstrumenti finanziariò ed il nuovo catalogo dei servizi e delle attività di investimento.

4.2.1. *Dalla direttive 1993/22/CEE alla nozione di strumenti finanziari adottata dalla MIFID.*

Pregiudiziale ad ogni indagine inerente allôintermediazione finanziaria risulta quella finalizzata alla delimitazione dellôoggetto di tale attività. Di talché, qualsiasi modifica attinente alla definizione o al contenuto dei servizi di investimento si ripercuote inevitabilmente, anche se indirettamente, sullôambito di operatività dellôintermediario finanziario.

Nella direttiva 1993/22/CE la nozione di strumento finanziario era un concetto di genere che ricomprendeva tanto il valore mobiliare quanto gli strumenti del mercato monetario ([500]).

Tuttavia, nellôassetto originario del TUF il legislatore ha preferito recepire esclusivamente la nozione di strumento finanziario abbandonando i concetti di valore mobiliare ([501]) e di strumenti del mercato monetario ([502]).

Una simile scelta, ad onor del vero, non ha mai originato problemi interpretativi in dottrina posto che tutte le fattispecie già riconducibili a questi due ultimi concetti continuavano a trovare disciplina sotto la categoria dello strumento finanziario. Se, dunque, formalmente il valore mobiliare e gli strumenti del mercato monetario non avevano più giuridica cittadinanza nella materia finanziaria, sostanzialmente essi

---

([500]) FERRO-LUZZI, *Attività e «prodotti» finanziari*, in DôAPICE (a cura di) *Lôattuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 17 e ss.; ONZA-SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in DôAPICE (a cura di) *Lôattuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 141 e ss.; RANCATI, *Gli strumenti finanziaria, gli strumenti finanziari derivati ed i valori mobiliari*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 22 e ss.

([501]) Il legislatore comunitario, lungi dal fornire una reale definizione di valore mobiliare, si limitava ad una esemplificativa elencazione di fattispecie ad esso riconducibili: azioni e valori assimilabili alle azioni; obbligazioni ed altri titoli di credito negoziabili sul mercato dei capitali; qualsiasi altro valore normalmente negoziato idoneo ad acquisire valori mobiliari mediante sottoscrizione o scambio ovvero relativo ad un pagamento in contanti.

Vedi, per le critiche mosse a quella che considera una pseudo-definizione del valore mobiliare, introdotta dallôart. 18 *bis* l.n. 216/74, CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pag. 17 e, *amplius*, per la perdita dellôunità concettuale della nozione di valore mobiliare, ONZA-SALAMONE, *Prodotti cit.*, pag. 142.

([502]) Il legislatore comunitario si riferiva, con tale etichetta, a tutti gli strumenti normalmente negoziati sul mercato monetario.

venivano ricondotti ï come esplicitamente previsto (soltanto) nella direttiva 1993/22/CE ï sotto la tipologia degli strumenti finanziari.

Il sistema MIFID ha apportato un mero riassetto sistematico della normativa previgente, introducendo nel TUF le due nozioni, in precedenza abbandonate, di valore mobiliare e di strumenti del mercato monetario.

Come sopra si è specificato, è unôintroduzione soltanto formale posto che, dal punto di vista sostanziale, le fattispecie annoverate sotto il concetto di valore mobiliare o di strumento del mercato monetario sono sempre state disciplinate dal TUF. Pertanto, lôintervento di ortopedia normativa si è sostanziato, in ossequio al principio di tassatività, soltanto nellôintroduzione delle due definizioni normative contenute, allôart. 1 TUF, nei due nuovi commi 1 *bis* ed 1 *ter*.

La prima disposizione individua il requisito strutturale cardine del valore mobiliare nella potenziale negoziabilità nel mercato dei capitali ([503]).

Soddisfano tale requisito, per precisa elencazione non tassativa del legislatore: le azioni di società ed altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti ed i certificati di deposito azionario; le obbligazioni e gli altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati precedentemente; qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati precedentemente, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

La seconda disposizione individua il requisito strutturale cardine degli strumenti del mercato monetario nella normale negoziabilità nel mercato monetario.

Soddisfano tale requisito, per precisa elencazione non tassativa del legislatore, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali.

In sintesi, lôattuale panorama normativo presenta contemporaneamente gli istituti del prodotto finanziario, dello strumento finanziario e del valore mobiliare (art. 1 TUF).

([503]) Per ONZA-SALAMONE, *Prodotti cit.*, pag. 148 e ss., tale potenzialità si tradurrebbe in una ñ*agilità dello scambio*ò, ossia un complesso di pre-condizioni per un incontro semplificato o agevolato di domanda e di offerta.

Lôintroduzione di definizioni legali, volte a tracciare i confini concettuali di nozioni dai contorni prima evanescenti, è da salutare con ottimismo ([504]).

Un corretto ragionamento sistematico tra i vari commi di cui si compone lôart. 1 TUF porta, poi, a delineare un rapporto strutturale di specialità tra il ñprodotto finanziarioò e lo ñstrumento finanziarioò nonché tra lo ñstrumento finanziarioò ed il ñvalore mobiliareò ([505]).

Invero, il prodotto finanziario (art. 1, comma 1, lett. u, TUF) ricomprende ñ*tutti gli strumenti finanziari ed ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*ò ([506]). Ancora, nellôelencazione degli strumenti finanziari (art. 1, comma 2, lett. a, TUF) la prima tipologia indicata è chiaramente quella dei valori mobiliari ([507]). La chiarezza normativa apportata dalla MIFID, dunque, non si è limitata alla definizione dei concetti sopra analizzati ma ha riguardato anche le relazioni strutturali tra gli stessi (rapporto di *genus ad speciem*) ([508]).

4.2.2. *Il servizio di consulenza.*

Il sistema MIFID ha introdotto, nei servizi primari, quello di consulenza in materia di servizi di investimento ([509]).

([504]) ONZA-SALAMONE, *Prodotti cit.*, pag. 161 e ss.

([505]) SEPE, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel recepimento della direttiva MIFID*, in DE POLI (a cura di), *La nuova normativa MIFID*, Padova, 2009, pag. 137.

([506]) La medesima lettera esclude che siano prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari.

([507]) Per unôanalisi delle singole fattispecie riconducibili alla categoria degli strumenti finanziari, vedi SANTORO, *art. 1*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*,Torino, 2010, pagg. 10 e ss.

([508]) ONZA-SALAMONE, *Prodotti cit.*, pag. 161 e ss.

([509]) Lôart. 1, comma 5, TUF vede un ampliamento della rubrica dei ñserviziò di investimento ai quali sono ora affiancate le correlate ñattivitàò. Questa novella non è soltanto una precisazione terminologica attesa la presenza di intermediari polifunzionali, modello di operatore finanziario diffuso per stimolare la concorrenzialità del settore, che sovente provoca la sovrapposizione di attività. Così, IRACE, *art. 1*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pag. 18, che conclude come una simile scelta normativa eviti la frammentazione dei mercati, garantisca la concorrenza tra i diversi meccanismi di esecuzione degli ordini ed una migliore tutela degli investitori. Conforme anche BRUNO, *art. 4*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*,Torino, 2010, pag. 131; CORVESE, *art. 3*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*,Torino, 2010, pag. 99, il quale ricorda, ad esempio, che la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione sia unôattività e non anche un servizio a favore del cliente.

In realtà, sarebbe più corretto configurare lôintervento del legislatore come una ñpromozioneò del servizio di consulenza da servizio accessorio a servizio primario. Invero, nellôassetto originario del TUF, in osservanza a quanto già previsto dal decreto Eurosim (d.lgs. n. 415/96), la consulenza finanziaria era stata configurata come servizio accessorio e, quindi, non sottoposta ad alcun regime di riserva di attività ([510]).

La *ratio* della promozione, da parte del legislatore europeo, di unôattività prima esercitabile senza autorizzazione *ex* art. 18 TUF è da rinvenire nella natura pregiudiziale della consulenza rispetto alla stragrande maggioranza degli ordini negoziali emessi, soprattutto dalla clientela *retail* ([511]).

In altri termini, si riconosce a questo servizio la natura di elemento determinante delle scelte allocative del risparmio, soprattutto laddove il servizio di consulenza sia in connessione con la gestione di portafogli o la negoziazione per conto terzi ([512]).

([510]) Interessante lo spunto storico che offrono GRECO, *art. 3*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 104 e ss. e ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati*, pagg. 436 e ss., in ordine allôevoluzione normativa del servizio di consulenza. In particolare, il primo autore si sofferma circa i tentativi della dottrina di inquadrare tale servizio nel contratto di appalto di servizio, ai sensi dellôart. 1655 c.c., ovvero di prestazione dôopera professionale, ai sensi dellôart. 2222 c.c.

Sul servizio di consulenza, vedi anche CARLUCCIO, *Lôattività di consulenza nel risparmio gestito: profili finanziari e normativi*, in DE MARI (a cura di) *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MIFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, Padova, 2009, pagg. 125 e ss.; DE MARI, *La ñnuovaò consulenza in materia di investimenti tra fattispecie e disciplina*, Padova, 2009, pagg. 153 e ss.; MORRA, *art. 4*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 138 e ss.; DôAPICE, *I nuovi consulenti finanziari tra indipendenza del soggetto e distribuzione del prodotto*, in DôAPICE (a cura di) *Lôattuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 263 e ss.; PARRELLA, *Consulenza in materia di investimenti*, in DôAPICE (a cura di) *Lôattuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 183 e ss.; AGNESE RINALDI, *Il decreto MIFID e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Le società*, 2008, pagg. 19 e ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di ñconsulenza in materia di investimentiò: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Diritto delle banche e dei mercati finanziari*, 2009, pagg. 383 e ss.; SPENA, *art. 4*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 150 e ss.; ZITIELLO, *La consulenza cit.*, pagg. 436 e ss.

([511]) Si ricorda la definizione del servizio di consulenza data dalla Consob con comunicazione n. SGE/RM/91006781 del 29 novembre 1991 ove tale servizio veniva definito come la fornitura al cliente di ñ*indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economia e agli obiettivi del cliente stesso*ò.

([512]) Basti osservare che, a seguito della modifica di facciata dellôart. 33, le SGR possono, oltre ai servizi accessori ed alla gestione di portafogli, prestare servizi di consulenza. Vedi PICARDI, *art. 8*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 240 e ss. In particolare, lôautrice si sofferma sulla possibilità ï prevista dallôart. 33, comma 4, TUF ï di delegare a soggetti terzi specifiche funzioni inerenti la prestazione, tra gli altri, dei servizi di investimento. La norma specifica, inoltre, lôadozione di modalità che non svuotino la società stessa nonché la fermezza della responsabilità della SGR nei confronti dei partecipanti al fondo per lôoperato dei soggetti delegati.

Ancora, DE MARI, *La ñnuovaò consulenza cit.*, pagg. 153 e ss. ricorda come fosse prassi affermata celare il servizio di investimento della gestione di portafogli dietro lo schermo della consulenza.

Gli effetti benefici che il legislatore europeo voleva conseguire, in sostanza, erano due: lôautorizzazione per la prestazione del servizio di consulenza; uno statuto di regole comportamentali affine a quello già previsto per la prestazione degli altri servizi di investimento.

Si deve subito precisare, però, che tutte queste preoccupazioni non toccavano minimamente i soggetti abilitati operanti nel nostro ordinamento normativo, per i quali tale promozione non comportava alcuna novità ([513]).

Invero, tali soggetti erano tenuti ad osservare le regole di condotta e gli obblighi informativi, previsti per i servizi di investimento, anche nellôesecuzione dellôallora accessorio servizio di consulenza ([514]).

Questo non tanto perché le regole comportamentali previste dal TUF, e dal vecchio reg. intermediari (n. 11522/98), trovavano comunque applicazione ai servizi accessori esercitati da soggetti abilitati laddove tali servizi fossero in collegamento funzionale con un servizio di investimento. Quanto perché, con una sorta di interpretazione autentica delle norme del TUF, la stessa Consob aveva affermato che ñ*nella prestazione del servizio di consulenza i soggetti abilitati/intermediari autorizzati sono quindi sempre tenuti al rispetto della disciplina delineata dal d.lgs. n. 58 e dai relativi regolamenti attuativi*ò ([515]).

In tema di definizione normativa del servizio di consulenza, il nuovo comma 5 *septies* dellôart. 1 TUF ne circoscrive lôambito di operatività alla ñ*prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario*ò ([516]).

([513]) PARRELLA, *Consulenza cit.*, pagg. 183 e ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio cit.*, pagg. 383 e ss.;

([514]) La *ratio* sarebbe da rinvenire nella superiore capacità, da parte degli intermediari, di attrazione del pubblico in ragione del proprio *status*. Così, ZITIELLO, *La consulenza cit.*, pagg. 443 e ss..

([515]) Con la comunicazione n. DI/99038880 del 14 maggio 1999.

([516]) DôAPICE, *I nuovi consulenti cit.*, pagg. 271 e ss. ; GRECO, *art. 3*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 107 e ss.; PARRELLA, *Consulenza cit.*, pagg. 184 e ss.

Questa definizione, se vogliamo, è stata già anticipata dalla Consob che, nella comunicazione n. DIN/1071590 del 21 settembre 2001, aveva enucleato i requisiti per il servizio di consulenza: a) lôesistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso, così che le indicazioni siano elaborate in considerazione della situazione individuale dello specifico investitore,; b) dalla posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati; c)

Di talché, rientra tra i servizi di investimento esclusivamente la consulenza in senso stretto e proprio e non anche la consulenza c.d. frizionale o strumentale ï ossia lôillustrazione da parte dellôintermediario dei requisiti strutturale e dei relativi rischi di una determinata operazione finanziaria ï che rientra invece nel c.d. pre *trading* proprio di ogni ordine negoziale ([517]).

In altri termini, mentre il servizio di consulenza si caratterizza per la natura omnicomprensiva del servizio prestato e per la neutralità dellôintermediario rispetto alle operazioni in oggetto, la consulenza frizionale si caratterizza per la natura di attività di assistenza a carattere limitato (gli strumenti finanziari sono, in effetti, soltanto quelli promossi o collocati dallôintermediario) e per lôinteresse in capo al soggetto abilitato circa la conclusione di operazioni aventi ad oggetti gli strumenti finanziari consigliati([518]).

Per ovviare ad inevitabili, quanto dannosi, problemi ermeneutici, il medesimo disposto specifica che la raccomandazione è personalizzata quando è presentata ñ*come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente*ò([519]). Pertanto, una raccomandazione non personalizzata, come ad esempio quelle diffuse al pubblico mediante canali di distribuzione, non rientrano nella definizione normativa e sono da ricondurre, quindi, tra i servizi accessori ([520]).

Permangono sempre tra i servizi accessori la consulenza alle imprese in materia finanziaria e di strategia industriale, la consulenza concernente la concentrazione e lôacquisto di imprese, la ricerca in materia di investimento, lôanalisi finanziaria e le altre

---

dallôinesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare; d) dalla circostanze che lôunica remunerazione percepita dal consulente sia quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato.

([517]) DE MARI, *La ñnuovaò consulenza cit.*, pagg. 167 e ss.; G. GRECO, *art. 3*, in *Lôattuazione cit.*, pag. 105; PARRELLA, *Consulenza cit.*, pagg. 188 e ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio cit.*, pagg. 407 e ss.; Fortemente critico verso tale categoria, ñ*che ha contribuito sotto il profilo semantico ed anche sostanziale ad una latente confusione concettuale*ò, ZITIELLO, *La consulenza cit.*, pagg. 445 e ss.

([518]) In maniera molto lucida ed efficace, ZITIELLO, *La consulenza cit.*, pag. 446.

([519]) Per GRECO, *art. 3*, in *Lôattuazione cit.*, pagg. 107 e ss., ciò si traduce in 3 requisiti principali della raccomandazione: particolarità, perché il destinatario può essere soltanto un investitore potenziale; su misura, perché presentata come adeguata alle caratteristiche del destinatario; specifica, perché finalizzata ad un ordine negoziale concernente uno strumento finanziario.

([520]) DE MARI, *La ñnuovaò consulenza cit.*, pagg. 164 e ss.; PARRELLA, *Consulenza cit.*, pagg. 184 e ss. Per una critica alla divisione dellôattività di consulenza in materia di investimento, fondata sulla natura personalizzata o meno delle raccomandazioni prestate, vedi CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MIFID*, in AA. VV., *La nuova normativa cit.*, pagg. 15 e ss. Lôautore sottolinea come, a seguito della distinzione normativa, vi sarà, da parte degli intermediari, la tendenza a riconoscere al proprio servizio di consulenza carattere accessorio e non primario.

forme di raccomandazione generale concernenti operazioni relative a strumenti finanziari (art. 1, comma 6, lett. d - f, TUF) ([521]).

La vera innovazione apportata dal sistema MIFID in materia di consulenza finanziaria risiede nell'ampliamento del novero dei soggetti che possono prestare tale servizio.

Il riferimento è, naturalmente, alla categoria dei consulenti finanziari che, unitamente ai promotori finanziari ([522]) ed ai residui agenti di cambio ([523]), sono le uniche persone fisiche che possono prestare servizi di investimento. Questo perché, tradizionalmente, la riserva di attività *ex* art. 18 TUF ha sempre avuto ad oggetto le imprese costituite sotto forma di s.p.a. (banche, SIM, SGR) ovvero società cooperative per azioni a responsabilità limitata (banche).

Il legislatore nazionale è intervenuto non tanto ampliando la nozione di soggetto abilitato (l'art. 18 TUF, in tal senso, è rimasto immutato) quanto restringendo la portata oggettiva del regime di riserva di attività ([524]).

([521]) IRACE, *art. 1*, in IRACE-FARINA (a cura di) *L'attuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 19 e ss.; GRECO, *I servizi accessori. La ricerca in materia di investimenti*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 467 e ss. In particolare, DE MARI, *La "nuova" consulenza cit.*, pagg. 153 e ss., e GIANNETTI, *Ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria*, in D'APICE (a cura di) *L'attuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 245 e ss., sono fortemente critici circa la configurazione come servizio accessorio della ricerca in materia di investimenti e dell'analisi finanziaria. In effetti, tali servizi hanno assunto un ruolo di rilievo tra le fonti di informazione sui mercati finanziari e, con la loro autorevolezza, influenzano le scelte degli investitori al pari del servizio di consulenza. Pertanto, presentano profili problematici di tutela dell'investitore analoghi a quelli già analizzati circa il servizio di consulenza.

([522]) I quali, tuttavia, sono iscritti in un albo a parte. Per l'analisi delle sanzioni amministrative, anche cautelari, nei confronti dei promotori finanziari, vera e propria *longa manus* nell'offerta fuori sede degli intermediari finanziari, vedi il Capitolo III, paragrafo 3.2.2.

([523]) Invero, ai sensi degli artt. 19, comma 2, e 201, comma 3, TUF, non possono essere più banditi concorsi per la nomina ad agenti di cambio. Con la recezione della MIFID, ai residuali agenti di cambio è consentito, ai sensi dell'art. 201 TUF, lo svolgimento dei servizi di investimento di esecuzione di ordini per conto dei clienti, di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, di gestione di portafogli, di ricezione e trasmissione di ordini e di consulenza in materia di investimenti. Possono inoltre svolgere i servizi accessori della concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento (limitatamente alla conclusione di contratti di riporto ed altre operazioni in uso sui mercati), nonché l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione dei servizi di investimento, e le attività connesse e strumentali. Oltretutto, il nuovo comma 12 dell'art. 201 afferma che gli agenti di cambio sottostanno alla vigilanza regolamentare, per quanto spetta loro di competenza, della Banca d'Italia e della Consob.

Per un commento di questa categoria in via di estinzione, vedi MAZZINI, *art. 17*, in IRACE-FARINA (a cura di) *L'attuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 431 e ss.

([524]) Pur non costituendo, formalmente, soggetti abilitati, la disciplina dei consulenti finanziari (art. 18 *bis*, comma 7, lett. d, TUF) è in gran parte modellata su quella dei primi.

Lôart. 18 *bis*, introducendo lôalbo dei consulenti finanziari ([525]), consente ora la prestazione del sevizio di consulenza a soggetti non abilitati a condizione che: non prestino alcun altro servizio o attività di investimento; non detengano denaro e strumenti finanziari di pertinenza della clientela; posseggano requisiti soggettivi stabilito dal ministero dellôeconomia e delle finanze sentite la Consob e la Banca dôItalia; rispettino le regole di condotta dettate dalla Consob per la prestazione dei servizi di investimento da parte dei soggetti abilitati (artt. 27 e ss. reg. n. 16190/07).

Il d.lgs. n. 164/07, riservando il servizio di consulenza esclusivamente alle persone fisiche, aveva destato molte perplessità per lôesclusione ingiustificata delle imprese in forma collettiva ([526]). Il nostro legislatore ci ha ripensato e, con legge 18 giugno 2009, n. 69, ha introdotto nel TUF lôart. 18 *ter* che appunto prevede la possibilità, per le s.p.a. o per le s.r.l. in possesso di determinati requisiti patrimoniali e di indipendenza, di prestare la consulenza in materia di investimenti. Tali società, esattamente come i consulenti finanziari, non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. Esse devono essere iscritte in sezioni speciali del medesimo albo dei consulenti finanziari e, di conseguenza, sono soggette agli stessi poteri ispettivi e sanzionatori della Consob.

Per quanto concerne la forma del contratto di consulenza finanziaria ï che, anticipiamo fin da adesso, è lôunico contratto a forma libera che ha ad oggetto uno strumento finanziario ï si rinvia allôapposito paragrafo ([527]).

Come si è visto dallôanalisi che precede, la portata costitutiva della promozione del servizio di consulenza tra i servizi primari è abbastanza marginale e limitata. La scelta del sistema MIFID, in effetti, può dirsi innovativa e positiva soltanto in relazione

---

([525]) Vedi, *amplius*, per lôanalisi dei singoli requisiti per lôiscrizione, DôAPICE, *I nuovi consulenti cit.*, pagg. 265 e ss.; DE MARI, *La ñnuovaò consulenza cit.*, pagg. 171 e ss. Lôorganismo di tenuta dellôalbo, strutturato sul modello di quello dei promotori finanziari e dotato di personalità giuridica, vigila, a differenza del corrispondete organismo inerente ai promotori finanziari, sul rispetto delle regole di condotta da parte dei consulenti finanziari ed irroga, nei casi di inosservanza, la sanzione amministrativa, ricorribile alla Consob, del richiamo scritto, del pagamento di una somma di denaro (da 550 ú a 25.000 ú), della sospensione dallôalbo (da uno a quattro mesi) ovvero della radiazione del medesimo. Infine, la Consob, in caso di malfunzionamento o di inerzia, può proporre lo scioglimento dellôorganismo al ministero dellôeconomia e delle finanze.

([526]) DôAPICE, *I nuovi consulenti cit.*, pagg. 263 e ss.; DE MARI, *La ñnuovaò consulenza cit.*, pagg. 157 e ss.; GRECO, *art. 3*, in *Lôattuazione cit.*, pagg. 116 e ss.

([527]) Cfr. paragrafo 4.3.

alla neonata categoria dei consulenti finanziari ([528]). Tuttavia, sebbene circoscritto, lôampliamento del novero dei soggetti che possono prestare servizi di consulenza finanziaria rappresenta pur sempre un provvedimento attuativo del più ampio disegno di liberalizzazione dellôesecuzione degli strumenti finanziari.

4.2.3. *Le nuove* trading venues*: la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici.*

Come abbiamo anticipato allôinizio del capitolo, il sistema MIFID non si limita ad ampliare il novero degli strumenti finanziari ma incide, a livello macroeconomico, direttamente sulle varie sedi di negoziazione dellôoperazione finanziaria. Ciò si è tradotto nellôabolizione del principio della c.d. *concentrantion rule*, ossia lôobbligo di svolgere le operazioni mobiliari unicamente in ambito borsistico ([529]).

La versione originaria dellôart. 25 TUF prevedeva che la Consob ï ferma restando la ñregolaò, vale a dire la negoziazione degli strumenti finanziari nei mercati regolamentati ï potesse con regolamento stabilire, conformemente alla normativa comunitaria, le condizioni di esclusione di un simile obbligo, salvo che per le negoziazioni aventi ad oggetto titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Col vecchio reg. mercati, la Consob aveva previsto, come condizioni per lôesclusione, due requisiti: lôautorizzazione scritta del cliente con riguardo alle singole operazioni; la realizzazione, al di fuori dei mercati regolamentati, di un miglior prezzo per il cliente (corollario del principio della *best execution rule*) ([530]).

Come completamento della vecchia normativa, lôart. 78 TUF, nella sua versione originaria, prevedeva i c.d. sistemi di scambi organizzati (SSC). Tuttavia, essi non erano soggetti ad unôorganica disciplina ma ad una mera vigilanza informativa della Consob

---

([528]) PARRELLA, *Consulenza cit.*, pagg. 183 e ss.

([529]) ARNAUDO-PARDOLESI, *Regolamentazione cit.*, pagg. 121 e ss.; DE POLI, *La nuova gestione degli ordini e la trasparenza del prezzo*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pagg. 76 e ss.; DI GASPARE, *Metamorfosi dei mercati finanziari e ambizioni della MIFID (Riflessione di un* ex *funzionario CONSOB)*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 97 e ss.; DORO TEMPESTINI, *Lôinternalizzazione sistematica e la negoziazione per conto proprio*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati*, pagg. 361 e ss.; MOTTI, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in DôAPICE (a cura di) *Lôattuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 675 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 121 e ss.

([530]) ASCIANO-RAVAISO, *I sistemi multilaterali di negoziazione*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 141 e ss.

che, a tal proposito, poteva sospendere (e, nei casi più gravi, vietare) gli scambi quando ciò risultasse necessario per evitare gravi pregiudizi alla tutela degli investitori ([531]).

Questo sistema di negoziazione, fondato sul rapporto regola/eccezione tra borsa e SSC, accentuava il carattere monopolistico della prima e, comunque, non eliminava i dubbi interpretativi che inerivano il funzionamento dei secondi, primo tra tutti cosa dovesse intendersi per scambi «organizzati» ([532]). Oltretutto, gli SSC prescindevano dal requisito della bilateralità o della multilateralità potendo, in linea astratta, essere configurati anche soltanto per consentire ad un singolo operatore (magari lo stesso gestore del sistema) una pluralità di scambi con più controparti.

Il principio della concentrazione, tuttavia, presentava anche notevoli effetti positivi: risolvendosi nella convergenza della liquidità su di un solo mercato, esso massimizzava le possibilità di esecuzione degli ordini e, di conseguenza, ottimizzava il processo di formazione dei prezzi riducendo lo *spread* dei vari intermediari. Il beneficio più grande, da un punto di vista dell'analisi economica del diritto, rimaneva senz'altro il c.d. *order flow externality*, ossia l'esternalità di rete positiva, vantaggio di tutti i partecipanti ad una rete (*rectius*: mercato) che cresce all'aumentare dei partecipanti alla rete stessa ([533]). Di contro, l'effetto negativo più grande era costituito dalla chiusura monopolistica rispetto ad altre piattaforme di negoziazione e da una configurazione del mercato in mano ai gestori e non anche agli operatori dello stesso, con minore trasparenza e tutela per l'investitore.

Con la recezione del sistema MIFID, la scelta a favore della liberalizzazione delle piattaforme di negoziazione apre scenari competitivi del tutto nuovi ove il *favor* della concorrenza, prima ristretto ai singoli intermediari, viene ora esteso anche alle stesse sedi dell'attività di negoziazione.

([531]) Con comunicazione n. 98097747 del 24 dicembre 1998, la Consob aveva definito gli SSO «*un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica: a) di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari; b) di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema*».

([532]) MOTTI, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 676 e ss. L'autrice si interroga se per organizzazione dovesse intendersi un'organizzazione di tipo logistico, attinente dunque alla sede di negoziazione, ovvero un'organizzazione di tipo giuridico, attinente dunque alla predisposizione di un apparato normativo destinato alla disciplina della conclusione degli affari.

([533]) DE POLI, *La nuova gestione degli ordini e la trasparenza del prezzo*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 78.

Le esigenze avvertite dal mercato finanziario e fatte proprie dal legislatore europeo erano, in sostanza, tre: la possibilità di scelta in base alle esigenze (ad es., velocità dell'esecuzione, qualità dell'informazioneé) dei singoli *traders*; la concorrenza tra le *trading venues*; la riduzione dei costi delle operazioni ([534]).

In altri termini, la possibilità di adire *trading venues* alternativi comporta una più ampia libertà di scelta da parte dell'investitore ed una maggiore trasparenza di informazione e di formazione dei prezzi. Una simile configurazione permette ai partecipanti al mercato ed agli investitori di raffrontare i prezzi diffusi dalle varie piattaforme di negoziazione e confrontarli, così da spuntare le offerte finanziarie più vantaggiose in base alla tipologia di strumento finanziario negoziato ed al corretto adempimento della *best execution rule* ([535]).

Naturalmente, il rischio più grande della deconcentrazione degli scambi su strumenti finanziari in più sedi di negoziazione attiene al difetto di liquidità delle varie *venues* con conseguente ripercussione negativa sulla formazione del prezzo. Ciò comporta, in particolare, una flessione della qualità degli ordini di esecuzione dal momento che diminuiscono le probabilità che ogni singolo ordine ha di trovare un altro ordine compatibile su ciascuna sede di mercato, determinando quindi un eccesso di volatilità del titolo ([536]).

Per fronteggiare tale nuova segmentazione e non perdere la liquidità dei vari mercati, sono state rafforzate, come vedremo, la *best execution rule* e la politica di *price transparency* (*pre* e *post trading*) e sono state introdotte apposite regole di gestione degli ordini dei clienti (*client order handling rules*) ([537]).

Passando alla disciplina della loro struttura, si deve premettere che l'attuale panorama normativo contempla tre *trading venues* alternativi: i mercati regolamentati

---

([534]) MOTTI, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 679 e ss.

([535]) BRUNO, *art. 12*, in IRACE-FARINA (a cura di) *L'attuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 364 e ss.; GIMIGLIANO-NAPPINI, *art. 13*, in IRACE-FARINA (a cura di) *L'attuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 383 e ss.

([536]) GIMIGLIANO-NAPPINI, *art. 13*, in IRACE-FARINA (a cura di) *L'attuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pag. 390; SEPE, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel recepimento della direttiva MIFID*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 121 e ss.

([537]) SEPE, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel recepimento della direttiva MIFID*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 125 e ss.; ANNUNZIATA, *Best execution, regole di mercato e altre trasing venues*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 161 e ss.

(MR), i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e gli internalizzatori sistematici (IS).

Il sistema MIFID ha introdotto gli ultimi due qualificandoli come veri e propri servizi di investimento e, quindi, come servizi soggetti al regime di riserva di attività ed allo statuto delle regole di condotta proprie dei soggetti abilitati.

I *trading venues* alternativi ai mercati regolamentati sono caratterizzati, a differenza dei previgenti SSC, dal requisito della pluralità. Anzi, si può dire che il fattore scriminante il sistema multilaterale di negoziazione e gli internalizzatori sistematici risieda proprio in tale requisito: il primo è caratterizzato dalla multilateralità; i secondi dalla bilateralità ([538]).

Secondo la consueta tecnica delle definizioni legali, il comma 5 *octies* dellôart. 1 TUF configura la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione ([539]) come la ñ*gestione di sistemi multilaterali che consentono lô incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti*ò.

Sebbene la definizione dei sistemi multilaterali di negoziazione si avvicini molto a quella dei mercati regolamentati ï posta la medesima funzione di negoziazione organizzata nonché lôapplicazione di uno statuto comune di disciplina (artt. 79 *bis* e 79 *ter*) ([540]) ï essa non descrive lôorganizzazione in quanto tale bensì lôattività gestoria([541]).

Confrontando i requisiti strutturali dei mercati regolamentati e degli MTF, i tratti comuni delle due piattaforme di negoziazioni sono la concorrenza tra una pluralità di venditori ed acquirenti, la posizione di terzietà del gestore e la presenza di unôorganizzazione giuridica della disciplina delle negoziazioni.

([538]) Per unôattenta analisi degli artt. concernenti la struttura e la funzionalità degli MTF (artt. 19 e 2 reg. mercati), SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 140 e ss.

([539]) ASCIANO-RAVAISO, *I sistemi multilaterali cit.*, pagg. 141 e ss.; IRACE, *art. 1 cit.*, pag. 19; BRUNO, *art. 12 cit.*, pagg. 361 e ss.; MOTTI, *Mercati regolamentati cit..*, pagg. 683 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 135 e ss.

([540]) Per la disciplina dei quali si rinvia al paragrafo 4.6 dedicato alla politica di trasparenza dei prezzi.

([541]) IRACE, *art. 1 cit.*, pag. 19; CORVESE, *art. 3*, in *Lôattuazione della direttiva MIFID*, a cura di IRACE-FARINA, Torino, 2010, pag. 99; BRUNO, *art. 12 cit.*, pagg. 364 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 135 e ss.

Se si eccettua il profilo della titolarità ï posto che gli MTF possono essere gestiti, oltre che da una società di gestione, anche da una SIM o da una banca autorizzata ([542]) ï la differenza tra le due *trading venues* si limita soltanto allôefficacia costitutiva, per i mercati regolamentati, del provvedimento autorizzativo ([543]).

Completano la disciplina degli MTF i rilevanti poteri attribuiti alla Consob in ordine al corretto funzionamento di tale piattaforma di negoziazione ([544]).

Lôautorità di vigilanza, a sua insindacabile discrezione, può chiedere ai soggetti che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione, previa se del caso informativa da trasmettere, lôesclusione o la sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni sul sistema multilaterale di negoziazione. Un simile potere, non essendo necessariamente collegato ad un evento pregiudizievole, attribuisce alla Consob la facoltà di incidere sul corretto funzionamento e sul livello qualitativo della *venue*.

Lôaltro potere, di natura prettamente ispettiva, concerne, dal momento dellôautorizzazione ed in via continuativa, la vigilanza sulla conformità tra le regole e le procedure adottate dai sistemi multilaterali di negoziazione e le disposizioni comunitarie.

Infine, la Consob può richiedere la sospensione o lôesclusione di uno strumento finanziario dalle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione nei casi in cui tale strumento finanziario sia ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato e sia stato oggetto di provvedimento di sospensione o esclusione da parte di autorità competenti di altri Stati membri. Tale potere è subordinato ad una clausola negativa esplicita - vale a dire la possibilità di causare danni agli interessi degli investitori o

([542]) Il regolamento 29 ottobre 2007 n. 16191 (reg. mercati) ha specificato, allôart. 19, le regole di procedura interna che i soggetti abilitati devono mantenere: adozione di regole e procedure trasparenti e non discrezionali, anche per lôaccesso al sistema e per la selezione degli strumenti finanziari negoziabili; idoneità di tali regole a garantire un processo di negoziazione equo ed ordinato nonché unôesecuzione efficace degli ordini; predisposizione di misure necessarie per favorire il regolamento efficiente delle operazioni concluse nella piattaforma negoziale. Per una disamina critica su questi tre principali aspetti, vedi BRUNO, *art. 12 cit.*, pagg. 365 e ss.

([543]) Si anticipa in tale sede ï differendone la trattazione al paragrafo 4.3 ï una peculiare deroga, attinente agli MTF, in punto di doveri informativi. Ai sensi dellôart. 6, comma 2 *quater*, TUF, la Consob, sentita la Banca dôItalia, individua con proprio regolamento le norme di condotta che non si applicano ai rapporti fra gestori di sistemi multilaterali di negoziazione ed i partecipanti ai medesimi.

([544]) Fortemente critico per un tale eterogeneo arsenale, SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 142 e ss.

allôordinato funzionamento del mercato - la sussistenza della quale è però demandata allôaccertamento discrezionale della Consob ([545]).

Per rendere esaustivo il discorso sulle *trading venues*, lôindagine deve ora spostarsi sulla seconda piattaforma di negoziazione introdotta col sistema MIFID.

Il comma 5 *ter* dellôart. 1 TUF definisce lôinternalizzatore sistematico ([546]) come ñ*il soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione*ò.

Ad onor del vero, più che di una novità, si tratta di un riconoscimento normativo di una prassi finanziaria ormai diffusa che prevedeva lôesercizio congiunto di due differenti servizi di investimento: la negoziazione per conto proprio e lôesecuzione di ordini per conto dei clienti ([547]).

Ai fini della configurazione dellôIS, si deve sottolineare come sia sufficiente la sola autorizzazione per la negoziazione per conto proprio. Invero, ai sensi dellôart. 1, comma 5 *bis*, TUF la negoziazione per conto proprio è già intesa come quellôattività di acquisto e di vendita di strumenti finanziari in contropartita diretta ed in relazione ad ordini dei clienti ([548]).

Dalla definizione normativa di IS ï tecnica che abbiamo visto essere privilegiata dal legislatore comunitario ï si possono enucleare i tre requisiti strutturali dellôistituto: la natura di servizio di investimento (in effetti, lôIS si concretizza nella negoziazione per conto proprio in esecuzione di ordini di clienti); la negoziazione al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF (connotato negativo); lôorganizzazione, la frequenza e la sistematicità (connotato positivo).

([545]) In caso di errata valutazione da parte della Consob, e conseguente sospensione o ritiro dello strumento finanziario dalla piattaforma negoziale, lôinvestitore potrà agire per il risarcimento del danno nei confronti dellôautorità di vigilanza: così, BRUNO, *art. 12 cit.*, pag. 369.

([546]) CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 27 e ss.; DE POLI, *La nuova gestione degli ordini e la trasparenza del prezzo*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pagg. 86 e ss.; DORO TEMPESTINI, *Lôinternalizzazione sistematica cit.*, pagg. 369 e ss. MOTTI, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 685 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 145 e ss.

([547]) Come, dôaltronde, riconosce la dottrina: vedi IRACE, *art. 1*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pag. 19.

([548]) SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 146.

Mentre, dunque, nei mercati regolamentati e negli MTF lôorganizzazione predisposta dal gestore è al servizio degli scambi altrui, negli IS tale organizzazione è al servizio dei propri scambi ([549]).

Lôinternalizzatore sistematico, perciò, negozia in conto proprio assumendosi il rischio nei confronti dei partecipanti alla piattaforma di negoziazione. Il gestore di un mercato regolamentato o di un MTF, di contro, non assume mai la qualità di controparte contrattuale.

Lo scambio dellôIS avviene ai prezzi *bid* (acquisto) o *ask* (vendita) che lôinternalizzatore avrà anticipatamente esposto ed il guadagno di questi sarà concretizzato dallo *spread* (differenziale) denaro/lettera.

Ora, se si analizza meglio la definizione normativa, e naturalmente i tre requisiti da essa enucleati, vediamo che lôassunzione del rischio da parte di ogni IS rende pleonastica la c.d. connotazione negativa, vale a dire la negoziazione al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF ([550]). Al contrario, il connotato positivo ï vale a dire, lôorganizzazione, la frequenza e la sistematicità della sede di negoziazione - ha valenza costitutiva perché distingue lôIS dalla mera negoziazione per conto proprio.

Lôart. 21 reg. n. 16191/07 (reg. mercati) ritiene sussistenti i tre caratteri di cui sopra laddove lôIS dimostri alla Consob che: la sua attività riveste un ruolo commerciale importante ([551]) ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; lôattività è svolta da personale o mediante un sistema tecnico automatizzato destinato a tale attività, indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; lôattività è accessibile ai clienti su base regolare e continua([552]).

In maniera analoga a quanto sopra visto circa gli MTF, la Consob, sempre in base alla sua discrezionalità ([553]), può chiedere agli internalizzatori sistematici lôesclusione o

---

([549]) MOTTI, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 685 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 135 e ss.

([550]) SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 148 e ss.

([551]) Parametro connesso a valutazioni di carattere reddituale-organizzativo ma dal confine vago ed incerto: così, MOTTI, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 686 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 150 e ss.

([552]) Per una disamina di tutti e tre i requisiti, vedi CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MIFID*, in AA. VV., *La nuova normativa cit.*, pagg. 27 e ss. SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 150 e ss.

([553]) Permane la responsabilità civile dellôautorità di vigilanza in caso di erronea prognosi.

la sospensione degli scambi sugli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui mercati regolamentati e per i quali essi risultano internalizzatori sistematici.

Si nota subito, con forti perplessità, una restrizione dellôarsenale normativo di cui dispone lôautorità di vigilanza. Se paragonato a quello previsto dallôart. 77 *bis* TUF in relazione agli MTF, esso risulta qualitativamente inferiore e non allôaltezza della nuova piattaforma di negoziazione ([554]).

Il punto di arrivo della nostra indagine si propone di valutare gli effetti di questo nuovo *level playing field* comunitario sullo statuto di disciplina dellôinvestitore.

La configurazione di nuove piattaforme di negoziazione ï tappa fondamentale per la realizzazione di un mercato finanziario europeo ï comporta per il risparmiatore la possibilità di scelta, ai fini delle negoziazioni, tra quale *trading venues* adire. Inoltre, una simile liberalizzazione delle sedi di negoziazione ha come effetti benefici non solo la riduzione dei costi ed il miglioramento dei servizi ma, soprattutto, una politica di trasparenza dei prezzi ed una personalizzazione delle varie negoziazioni a seconda dei parametri privilegiati dal cliente (ad es. velocità dellôesecuzione, tipologia di negoziazioneé).

Questa nuova architettura delle piattaforme di negoziazione, in estrema sintesi, rafforza notevolmente lo statuto di disciplina dellôinvestitore ([555]).

4.3. La disciplina del contratto.

La disciplina della forma del contratto è, senzôaltro, la disciplina meno modificata dalla recezione nel nostro ordinamento del sistema MIFID ([556]).

([554]) CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MIFID*, in AA. VV., *La nuova normativa cit.*, pag. 31.

([555]) Vedi, *amplius*, ASCIANO-RAVAISO, *I sistemi multilaterali cit.*, pagg. 144 e ss.; MOTTI, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 692 e ss.

([556]) Vedi ANTICO, *Il contratto e gli obblighi di comunicazione al cliente*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 230 e ss.; DURANTE, *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta ñflessibiliò per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. Mer.*, 2008, pagg. 640 e ss.; MORERA, *I rapporti banca ï cliente nella normativa MIFID. Un primo commento*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 46 e ss.; ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, pagg. 485 e ss.;

In effetti, lôart. 23 TUF è stato oggetto di piccoli ritocchi di ordine sistematico dovuti, più che altro, allôeffetto normativo riflesso della modifica di altre disposizioni del TUF.

Permangono dunque i due principali obblighi in punto di forma contrattuale: lôobbligo di forma scritta ed il divieto di ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico.

La sanzione civile, in caso di inosservanza di tali obblighi, rimane sempre la nullità relativa o di protezione, vale a dire quella forma di invalidità che, in deroga allôart. 1421 c.c., può essere fatta valere soltanto dalla controparte ritenuta più debole e quindi meritevole di maggior tutela ([557]).

Anche nella disciplina regolamentare, troviamo una continuità normativa che rasenta lôidentità delle disposizioni ([558]). Nella sua ottica di snellezza, la Consob ha deciso di non appesantire lo strumento contrattuale fissando, allôart. 37 reg. intermediari, soltanto il contenuto minimo di tale strumento. In particolare, spiccano le caratteristiche del servizio con precisazione della frequenza e delle modalità di prestazione del servizio, del tipo di documentazione che viene fornita come rendicontazione dellôattività svolta, dellôindicazione della validità e modalità di rinnovo del contratto, nonché del modo in cui può essere modificato ([559]).

Il vero punto di rottura tra regime *pre* e *post* MIFID è rappresentato dallôesclusione dellôonere della forma contrattuale scritta per i negozi aventi ad oggetto il servizio di consulenza ([560]).

Invero, nel regime previgente il servizio di consulenza, nonostante fosse servizio accessorio, era caratterizzato, salvo la controparte fosse unôoperatrice qualificata, dalla

---

SANGIOVANNI, *Commento* sub art. 23, in *I contratti*, 2008, pagg. 177 e ss.; SPENA, *art. 4*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 150 e ss..

([557]) Per lôanalisi del medesimo regime di nullità di protezione, ma con riferimento specifico al servizio di investimento della gestione dei portafogli, vedi PALISI-CANNAVÒ, *Art. 5*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 164 e ss.; ROPPO, *Sui contratti cit.*, pagg. 488 e ss.; SANGIOVANNI, *Commento cit.*, pagg. 178 e ss.;

([558]) È sufficiente raffrontare lôart. 30 vecchio reg. intermediari col nuovo art. 37 reg. intermediari.

([559]) Infine, per la particolarità del servizio di investimento, si devono ricordare i requisiti suppletivi, previsti dallôart. 38 reg. intermediari, per il contratto avente ad oggetto la gestione di portafogli. Tra questi, lôindicazione, da parte dellôintermediario, della possibilità per questi di investire in strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

([560]) È utile sottolineare che, anche se lôart. 24 non lo preveda espressamente (a differenza del testo pre MIFID), anche per la gestione dei portafogli è prevista la forma scritta *ad substantiam* (oltretutto, ribadita dallôart. 37 reg. intermediari), con conseguente nullità di protezione in caso di inosservanza. Vedi PALISI-CANNAVÒ, *Art. 5 cit.*, pagg. 160 e ss.

forma contrattuale *ad substantiam* secondo il combinato disposto degli artt. 23 TUF e 30 vecchio reg. intermediari.

A ben vedere, però, la modifica introdotta dalla recezione della MIFID ha una portata costitutiva decisamente ridotta.

In effetti, il rilievo che ha spinto il legislatore europeo a considerare come primario il servizio di consulenza, è, come abbiamo visto precedentemente ([561]), lôindissolubile legame economico-giuridico tra la consulenza prestata dallôintermediario ed il successivo ordine di negoziazione.

Ma allora risulta evidente che, nella parte dei casi statisticamente più frequente, la forma scritta prevista normativamente per il contratto quadro coprirà anche il segmento iniziale costituito dalla consulenza ([562]). Questo, dôaltronde, è esplicitamente previsto, in sede regolamentare, dallôart. 37, comma 2, lett. g), reg. intermediari che prescrive, per quanto riguarda il contenuto minimo del contratto di investimento fornito al cliente al dettaglio, di indicare ñ*se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti*ò ([563]).

Lôefficacia innovativa della novella è limitata, dunque, alle ipotesi in cui il servizio di consulenza sia prestato da solo, ipotesi assolutamente inconcepibile nel previgente regime stante la natura accessoria del servizio di cui in oggetto ([564]).

A prescindere dalle considerazioni statistiche di applicazione della novella, una simile scelta presta il fianco a numerose obiezioni e, ad onor del vero, appare contraddittoria.

Se, infatti, il legislatore ha elevato il servizio di consulenza da servizio accessorio a servizio primario, per i delicati motivi sopra analizzati ([565]), ci si sarebbe attesa lôestensione della forma scritta *ad substantiam* anche per tale servizio ([566]). In effetti, la

---

([561]) Cfr. paragrafo 4.2.2.

([562]) Vedi SPENA, *Art. 4 cit.*, pag. 153.

([563]) Infine, il regolamento della Consob sui consulenti finanziari (reg. n. 17130/10) prevede allôart. 16 una disciplina, in punto di contenuto minimo del contratto di investimento stipulato col cliente al dettaglio, molto simile a quella dettata dal sopra analizzato art. 37 reg. intermediari. In particolare per quanto concerne la presentazione e lôinformazione sul consulente e sui suoi servizi, lôacquisizione delle informazioni dal cliente e la classificazione, le informazioni sugli strumenti finanziari e le eventuali procedure di conciliazione ed arbitrato.

([564]) Vedi SPENA, *Art. 4 cit.*, pagg. 151 e ss.

([565]) Cfr. paragrafo 4.2.2.

([566]) Vedi SPENA, *Art. 4 cit.*, pagg. 152 e ss.; DE MARI, *La ñnuovaò consulenza cit.*, pagg. 190 e ss.; MORERA, *I rapporti banca ï cliente nella normativa MIFID. Un primo commento*, in AA. VV., *La nuova*

contraddittorietà dellôintervento legislativo appare pacifica laddove si pensi che la suddetta promozione coincide con una disciplina più rigorosa ï stante il regime di riserva di attività e le pregnanti regole di condotta da osservare ï mentre lôesonero dalla forma scritta coincide con una disciplina più mite. Di talché, come qualcuno ha sostenuto, appare davvero arduo ñ*apprezzare come opportuna e soprattutto coerente con le finalità perseguite con le anzidette regole di condotta*ò la novella comunitaria([567]).

Questo paradosso normativo non tiene in debita considerazione la ñpericolositàò di un servizio che coinvolge direttamente il pubblico risparmio nonché lôenorme dispiego di risorse tecnologiche ed umane che lo contraddistinguono. Oltretutto, è stato lo stesso legislatore europeo ad ammettere che attualmente si assiste ad una ñ*sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate*ò ([568]).

In altri termini, togliere la forma scritta significa introdurre incertezza su elementi fondamentali come lôoggetto della consulenza, le sue eventuali limitazioni oggettive e soggettive ovvero le possibili forme di remunerazione. Questa incertezza pregiudica, poi, entrambe le controparti contrattuali: tanto lôintermediario, che vede ingiustificatamente ampliata lôarea del suo rischio sistemico e, quindi, di responsabilità per inosservanza delle regole di condotta ([569]); quanto lôinvestitore, che vede ridimensionata ingiustificatamente la propria tutela nella decisiva e determinante fase *pre trading*.

Per concludere sul tema della forma contrattuale, si deve aggiungere che mentre nel previgente art. 23 TUF la forma scritta era prevista sia per il servizio primario che per quello accessorio, inscindibilmente connesso al primo, nella nuova formulazione si prevede ora, per i servizi accessori, la forma scritta soltanto ove prevista dalla legge o dai contraenti.

Pertanto, ferma restando la condizione di inscindibile subordinazione logica, il servizio accessorio potrebbe essere prestato anche senza la previa stipulazione di un accordo scritto.

---

normativa MIFID, pag. 46 e ss.; ZITIELLO, *La consulenza cit.*, pagg. 447 e ss..; ROPPO, *Sui contratti cit.*, pagg. 488 e ss.; SANGIOVANNI, *Commento cit.*, pagg. 181 e ss.

([567]) Vedi SPENA, *Art. 4 cit.*, pag. 153.

([568]) Considerando n. 3 della Direttiva 2004/39/CE.

([569]) Secondo ZITIELLO, *La consulenza cit.*, pagg. 453 e ss., si potrebbe perciò originare una giurisprudenza di merito per ñ*malum consilium*ò.

Sebbene in forma più attenuata, posto che si tratta di servizi di investimento di natura accessoria, si ripropongono anche in tale sede i medesimi interrogativi circa una simile scelta che, se da un lato privilegia la snellezza e la rapidità negoziale, dallôaltro incide negativamente sullo statuto di disciplina dellôinvestitore.

Infine, laddove le parti abbiano convenuto di stipulare per iscritto le modalità di esecuzione dei servizi accessori, lôinosservanza della forma prescritta dallôintermediario è sanzionata, analogamente a quanto prescrive lo stesso primo comma in ordine alla forma dei servizi primari, con la nullità per mancanza di causa ([570]).

4.4. Il dovere di informarsi nel sistema MIFID.

4.4.1. ñKnow your customer ruleò: *lôinformativa dalla clientela ed i* tests *di adeguatezza e di appropriatezza.*

Dopo aver compiutamente analizzato la disciplina della forma del contratto di investimento, si deve passare ora allôesame del contenuto di tale contratto, soffermandoci in particolare sugli obblighi informativi gravanti sui soggetti abilitati. Come già abbiamo visto precedentemente ([571]), lôonere informativo comporta un flusso di dati, dalla e verso la clientela, incanalato in un procedimento a senso unico: il primo passaggio attiene al dovere di informarsi, il secondo a quello di informare.

Primo passaggio fondamentale del dovere di informarsi è costituito dallôobbligo, gravante sullôintermediario, di acquisire ogni informazione utile circa il profilo di esperienza finanziaria del proprio cliente.

Soltanto operando in tal modo si può, logicamente, passare alla fase successiva, vale a dire la classificazione della clientela in una delle predeterminate tipologie previste dal sistema ([572]).

([570]) Vedi SPENA, *Art. 4 cit.*, pag. 155. Analogamente, anche se per il regime previgente, Tribunale di Milano, sentenza 1 gennaio 2007, in *I contratti*, 2007, pag. 778.

([571]) Cfr. *passim* i Capitoli I e II.

([572]) E per la trattazione della quale si rinvia al paragrafo successivo.

La normativa precedente in materia di conoscenza della pregressa esperienza finanziaria del cliente, sebbene improntata ad una prestazione personalizzata dei servizi di investimento, si presentava formalmente molto rigida ([573]).

A livello normativo primario, lôart. 21 TUF prevedeva (e prevede tuttora) alla lettera b) lôacquisizione obbligatoria, da parte dellôintermediario, delle ñ*informazioni necessarie dai clienti*ò nonché unôadeguata informazione nel corso di tutta la vicenda negoziale.

A livello regolamentare tale norma veniva maggiormente specificata dagli artt. 28 e 29 vecchio reg. intermediari. Il primo prevedeva lôobbligo di ñ*chiedere allôinvestitore 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*ò. Un eventuale rifiuto avrebbe dovuto risultare dal contratto o da apposita dichiarazione sottoscritta dallôinvestitore e, in tal caso, si procedeva comunque allôoperazione finanziaria ma alle condizioni stabilite dal contratto.

Il secondo disposto prevedeva invece il divieto di procedere ad operazioni ritenute non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. Il concetto di inadeguatezza ([574]) era rimesso alla discrezionalità dellôintermediario e doveva desumersi dalle informazioni fornite dal cliente o, nel caso di rifiuto, da ogni altra informazione disponibile sui servizi prestati. Il divieto di procedere ad operazioni inadeguate, infine, poteva essere superato con un ordine scritto dellôinvestitore.

La facile derogabilità della *suitability rule* aveva originato un consistente contenzioso giudiziario tra intermediario e risparmiatore ñtraditoò. In particolare, la maggior parte delle pronunce si erano concentrate sulle disposizioni che consentivano una fin troppo facile elusione della regola dellôadeguatezza: il rifiuto opposto dal cliente circa la sua pregressa esperienza finanziaria; lôordine scritto per le operazioni inadeguate.

([573]) Cfr. *amplius* il paragrafo 1.3.2. Vedi anche BRUNO, *Lôesperienza dellôinvestitore e lôinformazione ñadeguataò e ñnecessariaò*, in *Giur. Comm.*, 2008, pagg. 391 e ss.; MORRA, *Art. 4*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 137 e ss.; SPREAFICO, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 189 e ss.

([574]) Nel giudizio di adeguatezza ï ove è richiesto allôintermediario la valutazione delle caratteristiche oggettive dellôoperazione finanziaria in relazione al profilo soggettivo del cliente ï si sintetizza, secondo la Consob, la diligenza professionale richiesta al soggetto abilitato. Cfr. comunicazione n. DI n. 98088209 dellô11 novembre 1998.

Sotto il primo profilo, si era consolidato un orientamento giurisprudenziale per cui lôintermediario, nonostante il rifiuto oppostogli dal cliente, non era esonerato da responsabilità laddove non avesse offerto un servizio adeguato alle informazioni comunque in suo possesso ([575]). Ancora, lôintermediario, in caso di un simile rifiuto, avrebbe dovuto prudenzialmente inserire il cliente nella profilatura più bassa (*retail*)([576]). Simili letture si fondavano sul rilievo normativo che il dovere di diligenza *ex* art. 21 TUF, in quanto norma primaria, non avrebbe potuto soccombere dinanzi ad una norma regolamentare.

Sotto il secondo profilo, la giurisprudenza aveva cercato di limitare la forte discrezionalità di cui godeva lôintermediario nel giudicare lôadeguatezza o meno dellôoperazione finanziaria al suo vaglio. Numerose pronunce, in tal senso, motivavano che la pregressa attività di investimento non corrispondeva *tout court* alle conoscenze del cliente in materia finanziaria, così che aver effettuato una sola operazione, anche se ad alto rischio, non avrebbe potuto mutare il profilo *retail* del cliente ([577]). Ancora, lôadeguatezza non avrebbe potuto ancorarsi esclusivamente al livello di istruzione ovvero alla professione esercitata dal cliente ([578]).

Per quanto concerneva, infine, lôordine scritto per le operazioni inadeguate, i giudici di merito, per interrompere il malcostume delle firme fin troppo disinvolte dei clienti, attirati da investimenti altamente speculativi prospettati da intermediari opportunistici, aveva sottolineato come tali dichiarazioni di volontà, se non suffragate da altri consistenti elementi, siano da considerare mere clausole di stile ([579]).

([575]) Tribunale di Catania, sentenza 5 maggio 2006, in www.ilcaso.it; Tribunale di Catania, sentenza 22 dicembre 2005, in *Il foro it.*, 2006, pagg. 1212 e ss.; Tribunale di Trani, sentenza 10 giugno 2005, in *BBTC*, 2007, pagg. 81 e ss; Tribunale di Venezia, sentenza 8 giugno 2005, in *Il foro it.*, 2005, pagg. 2537 e ss; Tribunale di Genova, sentenza 15 marzo 2005, in *Il foro it.*, 2005, pagg. 2539 e ss.;

([576]) Tribunale di Novara, sentenza 9 gennaio 2006, in *Giur. Mer.* , 2006, pagg. 1399 e ss.; Tribunale di Venezia, sentenza 8 giugno 2005, in *Foro It.*, 2005, pag. 1107; Tribunale di Genova, sentenza 15 marzo 2005, in *Foro It.*, 2005, pag. 2539.

([577]) Tribunale di Livorno, sentenza 27 giugno 2006, in *Giur. Comm.*, 2008, pagg. 389 e ss.; Tribunale di Trani, sentenza 31 gennaio 2006, in *I contratti*, 2006, pagg. 686 e ss.; Tribunale di Catania, sentenza 22 novembre 2005, in *Foro it.*, 2006, pagg. 1212 e ss.; Tribunale di Palermo, sentenza 17 gennaio 2005, in www.ilcaso.it.

([578]) Tribunale di Ivrea, sentenza 19 gennaio 2005, in *Giur. It.*, 2006, pag. 307; Tribunale di Venezia, sentenza 8 giugno 2005 in *Il foro it.*, 2005, pagg. 2537 e ss.

([579]) Corte di Appello di Torino, sentenza 22 giugno 2010, in Giur. Civ., 2010, pagg. 3052 e ss.; Tribunale di Vigevano, sentenza 7 agosto 2006, in www.ilcaso.it; Tribunale di Milano, sentenza 26 aprile 2006, in *Giur. It.*, 2006, pagg. 1567 e ss.

Una volta tratteggiata la situazione normativa pre MIFID, e le varie obiezioni dottrinali e giurisprudenziali sollevate in riferimenti ai suoi istituti più ñdubbiò, possiamo ora analizzare quali sono stati gli interventi correttivi del legislatore europeo nella materia che qui ci occupa.

Si deve subito osservare come, a livello di fonte primaria, la recezione del sistema MIFID non ha apportato alcun mutamento normativo.

La vera innovazione si ha, invece, a livello di fonte regolamentare ove, a fianco del giudizio di adeguatezza, viene introdotto quello di appropriatezza ([580]). La novità attiene, sostanzialmente, al *set* informativo che caratterizza i due diversi giudizi ed agli effetti conseguenti allôesito infausto del *test* ovvero al rifiuto di sottoporvisi da parte del cliente.

Appaiono utili, prima di procedere con lôanalisi, due precisazioni in merito. La prima è che tale disciplina non si applica alle nuove fattispecie di *execution only* ([581]) ed alle c.d. controparti qualificate ([582]). La seconda è che lôadeguatezza dellôinformazione fornita dal cliente nulla ha a che vedere con lôadeguatezza delle misure organizzative predisposte dallôintermediario. In effetti, lôadeguatezza informativa concerne il dovere di informarsi (e, precisamente, la *know your customer rule*) ed attiene al flusso di informazioni scambiate tra intermediario e cliente; lôadeguatezza organizzativa, come vedremo, concerne la politica di gestione del conflitto di interessi ed attiene alle procedure interne al soggetto abilitato ([583]).

Ai fini dei giudizi di adeguatezza/appropriatezza, la normativa attuale ha diviso gli strumenti finanziari in due grandi classi: il servizio di consulenza e la gestione di

([580]) CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MIFID*, in AA. VV., *La nuova normativa cit.*, pagg. 22 e ss.; DURANTE, *Con il nuovo regolamento cit.*, pagg. 637 e ss.; ID, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, pagg. 25 e ss.; LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *Lôattuazione della MIFID in Italia*, a cura di DôAPICE, Bologna, 2010, pagg. 360 e ss.; MORERA, *I rapporti banca ï cliente nella normativa MIFID. Un primo commento*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 47 e ss.; MORRA, *Art. 4 cit.*, pagg. 137 e ss.; ID., *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in *Lôattuazione della MIFID in Italia*, a cura di DôAPICE, Bologna, 2010, pagg. 517 e ss.; AGNESE RINALDI, *Il decreto cit.*, pagg. 16 e ss.; SPREAFICO, *Le valutazioni cit.*, pagg. 196 e ss.; TASSONE, *Valutazione dellôadeguatezza dellôinvestimento in strumenti finanziari ed interpretazione ñcomunitariamente orientataò*, in *Giur. Civ.*, 2010, pagg. 3052 e ss.

([581]) Su cui vedi oltre, paragrafo 4.5.2.

([582]) Per la tripartizione della clientela, vedi il paragrafo successivo.

([583]) Vedi *amplius* paragrafo 4.4.3.

portafogli, i quali saranno oggetto del *test* di adeguatezza; tutti gli altri servizi ed attività di investimento, i quali saranno oggetto del *test* di appropriatezza ([584]).

La differenza non si limita alla origine semantica poiché sono speculari le conseguenze ñsanzionatorieò laddove lôintermediario veda opporsi il rifiuto da parte dellôinvestitore.

Lôart. 39 reg. intermediari prescrive, come base informativa su cui fondare il giudizio di adeguatezza, che lôintermediario ottenga dal cliente le informazioni necessarie in merito a tre profili essenziali: la conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; la situazione finanziaria; gli obiettivi di investimento ([585]).

In caso di difetto di simili informazioni, scatta un divieto incondizionato di prestare il servizio di investimento, non suscettibile di deroga neanche ï come invece era previsto nel precedente regime ï su ordine scritto dellôinvestitore.

Una tutela così rigorosa, oltre a porre lôaccento sulla delicatezza del servizio di consulenza e di gestione di portafogli, aumenta il livello di protezione dellôinvestitore annullando *in nuce* possibili meccanismi derogatori della *suitability rule*. La *ratio* del divieto *tout court* è facilmente comprensibile se soltanto si pone mente al rilievo che nella gestione di portafogli le decisioni sono assunte direttamente dal soggetto abilitato mentre nel servizio di consulenza il rapporto fiduciario, alla base di ogni contratto di investimento, si raggiunge il grado più elevato di affidamento del cliente.

([584]) Per una disamina critica dei *tests*, vedi MORRA, *Adeguatezza cit.*, pagg. 522 e ss.; SPREAFICO, *Le valutazioni cit.*, pagg. 198 e ss.

([585]) Lôart. 39 reg. intermediari, inoltre, specifica che:

- le informazioni concernenti la conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio, includono, nella misura in cui siano appropriati tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura e dellôimportanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, nonché della complessità e dei rischi di tale servizio, prodotto o operazione ï i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza, la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente ed il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite, il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente;

- le informazioni concernenti la situazione finanziaria includono, ove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo e dei suoi impegni finanziari;

- le informazioni concernenti gli obiettivi di investimento includono dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare lôinvestimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dellôinvestimento, ove pertinenti.

La norma conclude con altre due disposizioni di rilievo: gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete; gli intermediari non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste.

Accanto a queste note positive, si deve tuttavia registrare come, anche se in maniera più circostanziata, il giudizio di adeguatezza ï e, dunque, lôintera operatività dellôistituto in questione ï sia rimesso ancora una volta alla discrezionalità dellôintermediario ([586]).

Lôart. 41 reg. intermediari disciplina, per tutti gli altri servizi di investimento, la base informativa che costituirà parametro di riferimento per il giudizio di appropriatezza.

Tale base, ad onor del vero, è abbastanza scarna e ricomprende esclusivamente lôinformazione circa la conoscenza ed esperienza del cliente nel settore dôinvestimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o richiesto.

Di talché appare evidente come il giudizio di adeguatezza, per la sua ricchezza di profili informativi, assorba quello di appropriatezza il quale, in ultima analisi, si atteggia secondo un rapporto di genere a specie col primo.

Diversa, però, anzi speculare, la conseguenza in caso di esito infausto del *test* di appropriatezza ovvero di rifiuto *tout court*, da parte del cliente, di fornire le informazioni richieste.

Invero, a seguito della prima ipotesi, lôintermediario può comunque procedere allôoperazione finanziaria previa informativa circa lôinappropriatezza della stessa. A

([586]) Questo, in sintesi, quanto prescrive lôart. 40 reg. intermediari in punto di valutazione dellôadeguatezza dellôoperazione finanziaria. È lodevole, però, i numerosi parametri normativi imposti dalla Consob a tale valutazione, nellôintento di limitare il più possibile la fisiologica discrezionalità dellôintermediario.

Lôarticolo in questione recita: ñ*Sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio*

*connesso allôinvestimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti allôoperazione o alla gestione del suo portafoglio. Una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avvenga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente. Quando forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli ad un cliente professionale gli intermediari possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze ai fini del comma 1, lettera c). In caso di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale considerato tale di diritto ai sensi dellôAllegato n. 3 al presente regolamento ovvero del regolamento emanato dal Ministro dellôEconomia e delle Finanze ai sensi dellôarticolo 6, comma 2-sexies del Testo Unico, gli intermediari possono presumere, ai fini del comma 1, lettera b), che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento*ò.

seguito della seconda, invece, lôintermediario può comunque procedere allôoperazione finanziaria previa informativa che il rifiuto ha impedito la valutazione di appropriatezza.

In altri termini, il rischio della mancata appropriatezza dellôinvestimento viene trasferito sul cliente.

Essendo una sottospecie del giudizio di adeguatezza, anche quello di appropriatezza presta il fianco alla medesima obiezione sollevata poco sopra. Invero, la rimessione del *test* ad una delle controparti contrattuali, oltretutto quella economicamente più forte, potrebbe inquinare il risultato del *test* medesimo, per esempio a seguito di comportamenti opportunistici dellôintermediario ([587]).

Inoltre, la nuova normativa non si pronuncia su di un aspetto a dir poco fondamentale: in effetti, nulla è prescritto circa la facoltà, da parte dellôintermediario, di fornire al cliente quelle informazioni che, in concreto mancanti, potrebbero far arrivare lôinvestitore al livello di conoscenze tale da rendere appropriata lôoperazione finanziaria([588]).

Difetta, dunque, un meccanismo che consentirebbe, al contempo, di fornire al cliente un bagaglio informativo più completo e di esonerare lôintermediario da eventuali responsabilità per inosservanza degli oneri informativi.

In conclusione, la recezione del sistema MIFID si è mossa, per quanto concerne la tutela dellôinvestitore, in due direzioni opposte.

Lôesito infausto del *test* di adeguatezza, ed il conseguente divieto *tout court* di operazioni inadeguate, rappresenta, senza alcuna modulazione di sorta, una tutela dellôinvestitore di carattere drastico tesa a rafforzare il più generale obbligo di comportamento diligente, corretto e trasparente. Naturalmente, con tale disposizione si esaurirà quel filone di controversie aventi ad oggetto, nel regime previgente, la derogabilità delle operazioni inadeguate.

Al contrario, lôesito infausto del *test* di appropriatezza, e la conseguente possibilità di prestare il servizio previa informativa del difetto di appropriatezza, rappresenta un passo indietro in punto di tutela della clientela posta lôassenza della necessità di un preciso ordine scritto[589]. Senza contare, poi, lôassenza di qualsivoglia

([587]) MORERA, *I rapporti cit.*, pagg. 50 e ss.
([588]) Lôinterrogativo è posto da SPREAFICO, *Le valutazioni cit.*, pagg. 201 e ss.
([589]) SPREAFICO, *Le valutazioni cit.*, pagg. 206 e ss.

informativa, anche minima, sullôappropriatezza dellôoperazione finanziaria nei servizi di *execution only* che, come abbiamo sopra anticipato, sono esclusi dal relativo *test* in questa sede analizzato.

In estrema sintesi, si può affermare che nella nuova *know your customer rule* convivono, seppur marcatamente distinti, gli obiettivi comunitari della tutela dellôinvestitore (per quanto concerne il giudizio di adeguatezza) e della efficienza ed integrità dei mercati finanziari, realizzata con un minor aggravio di procedure in capo agli intermediari (per quanto concerne il giudizio di appropriatezza). In termini prettamente economici, con lôattuale normativa saranno privilegiati, perché meno onerati dal costo del flusso informativo, gli intermediari che prestino, in modo prevalente, i servizi di investimento ricompresi nellôambito del giudizio di appropriatezza. Non sembra, al contrario, concretizzarsi un vantaggio per gli intermediari c.d. polifunzionali atteso che la segmentazione tra adeguatezza, appropriazione e servizi di *execution only* deve essere considerata globalmente ai fini della politica dôimpresa ([590]).

4.4.2.**ñ**Know your customer rule**ò***: la tripartizione in classi della clientela ed il principio di mobilità tra le classi.*

Nel regime previgente, lôesigenza di personalizzazione della clientela aveva portato alla bipartizione della stessa nelle due categorie, tra loro rigidamente separate e non comunicanti, degli investitori *retail* e degli operatori qualificati. A questa classificazione corrispondeva, ai sensi dellôart. 31, comma 1, vecchio reg. intermediari, unôalternativa secca tra disapplicazione ovvero applicazione di quasi tutte le regole prudenziali ([591]).

La *ratio* sottostante a tale *modus procedendi* poteva essere sintetizzata nellôaffermazione che a distinte categorie di investitori corrispondono distinti livelli di protezione ed obblighi informativi. In altri termini, lôasimmetria informativa ï o, meglio, le varie asimmetrie informative ï costituivano il presupposto logico e giuridico

([590]) *Ivi*, pagg. 210 e ss.
([591]) Cfr., *amplius*, i paragrafo 1.5 e 2.1.

del principio di graduazione e, di conseguenza, della classificazione in tipologie della clientela ([592]).

Il principio di graduazione era (ed è tuttora) espresso all'art. 6, comma 2, TUF laddove, in materia di obblighi informativi gravanti sui soggetti abilitati, imponeva (ed impone tuttora) alla Consob di tenere in considerazione le "*differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi*".

Nel regime pre MIFID fortemente criticato era il diffuso utilizzo, da parte dei legali rappresentati delle società, della dichiarazione di competenza *ex* art. 31, comma 2, vecchio reg. intermediari. Tale dichiarazione certificava in capo alla società, con una presunzione *iuris et de iure*, una "*specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari*" e le attribuiva, pertanto, lo *status* di operatore qualificato ([593]) con conseguente disapplicazione della gran parte delle norme a tutela dell'investitore ([594]).

Il formalismo con cui veniva osservata la disposizione, nonché l'opportunismo degli intermediari che avallavano una simile prassi, provocava un'elusione della disciplina posta a tutela del risparmiatore molto spesso denunciata dalla giurisprudenza([595]).

([592]) CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MIFID*, in AA. VV., *La nuova normativa cit.*, pagg. 19 e ss.; CIVALE, *La classificazione della clientela*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 301 e ss.; LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in D'APICE (a cura di) *L'attuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 357 e ss.; MORERA, *I rapporti banca – cliente nella normativa MIFID. Un primo commento*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 42 e ss.; PERRONE, *La classificazione della clientela*, in D'APICE (a cura di) *L'attuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 507 e ss.

([593]) PERRONE, *La classificazione cit.*, pagg. 507 e ss.; PROIETTO, *Il commento*, in *I contratti*, 2008, pagg. 1138 e ss.; SESTA, *La dichiarazione di operatore qualificato* ex *art. 31 reg. consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed auto responsabilità del dichiarante*, in *Corr. Giur.*, 2008, pagg. 1751 e ss.

([594]) Ai sensi dell'art. 31, comma 1, vecchio reg. intermediari non si applicavano, pertanto, gli artt. 27 (conflitti di interessi), 28 (informazioni tra gli intermediari e gli investitori), 29 (operazioni non adeguate), 30, comma 1 (forma scritta contrattuale).

([595]) Tribunale di Rovigo, sentenza 3 gennaio 2008, in *I contratti*. 2008, pagg. 1136 e ss.; Tribunale di Torino, sentenza 18 settembre 2007, *I contratti*, 2008, pag. 1138; Tribunale di Milano, sentenza 20 luglio 2006, in *Nuovo giur. Civ. comm.*, 2007, pagg. 809 e ss. In particolare, mette in chiara luce il problema sotteso nel testo la Tribunale di Milano, sentenza 2 aprile 2004, in www.ilcaso.it, laddove sottolinea "*l'indubbio limite di una siffatta disposizione normativa nella parte in cui affida ad una dichiarazione autoreferenziale la individuazione di un operatore qualificato, soprattutto ove si consideri che da tale qualificazione discendono conseguenze rilevantissime sul piano delle norme di tutela dell'investitore; nondimeno non appare ragionevole ipotizzare che l'accertamento in concreto di un requisito dai così incerti confini debba essere rimesso alla Banca piuttosto che al prudente apprezzamento del legale rappresentante della società*".

Il sistema MIFID è intervenuto, in questa materia, ridisegnando la normativa circa la classificazione della clientela.

La bipartizione tra investitori viene sostituita da una più articolata tripartizione ed il principio di rigidità tra le varie classi viene sostituito dall'opposto principio di mobilità che consente un'osmosi tra le tipologie di cliente indicate. Oltretutto, alla rigida alternativa tra applicazione o meno dello statuto di disciplina dell'investitore, si è preferito un adattamento graduato con statuti differenziati.

Il fondamento normativo della nuova disciplina rimane l'art. 6 TUF, disposizione dettata specificamente per la vigilanza regolamentare congiunta Banca d'Italia ï Consob, ove sono stati però introdotti tre nuovi commi (2 *quater*, 2 *quinquies* e 2 *sexies*).

Selezionando come criterio discretivo la *need of protection*, l'eterogenea categoria degli investitori ï in ordine crescente di necessità di tutela ï comprende ora la controparte qualificata, il cliente professionale ed il cliente al dettaglio ([596]).

Perciò, l'aumento della tutela (e della quantità-qualità delle informazioni) non è indistinta bensì modulare: *ex ante*, l'intermediario dovrà conoscere il proprio cliente e la sua esperienza e competenza finanziaria; *ex post*, dovrà correttamente inquadrarlo in una delle tre tipologie, alle quali in ultima analisi corrisponderanno tre diversi statuti di tutela.

A tal proposito, la norma cardine è l'art. 35 reg. intermediari che impone ai soggetti abilitati, prima della prestazione dei servizi di investimento, la comunicazione al cliente della sua classificazione e del diritto di richiedere una nuova posizione, con tutto ciò che ne conseguirebbe in termini di limitazioni della tutela ([597]).

In estrema sintesi, per quanto attiene alle norme comportamentali gravanti sull'intermediario, i doveri informativi nei confronti del cliente al dettaglio sono particolarmente pregnanti mentre, per evidenti ragioni di economia, scemano man mano che, secondo il principio di graduazione, la controparte contrattuale possieda quel

---

([596]) CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 19 e ss.; CIVALE, *La classificazione cit.*, pagg. 302 e ss.; DURANTE, *Con il nuovo regolamento cit.*, pagg. 632 e ss.; INZITARI-PICCININI, *La tutela cit.*, pagg. 104 e ss.; MORERA, *I rapporti cit.*, pag. 42 e ss.; PERRONE, *La classificazione cit.*, pagg. 509 e ss.; SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, pagg. 790 e ss.

([597]) Le informazioni devono essere fornite per mezzo di un supporto duraturo e sulla base dei requisiti fissati dai regolamenti della Consob e della Banca d'Italia.

complesso di nozione finanziarie che le permettono di colmare il *gap* informativo che, solitamente, divide lôintermediario finanziario dal proprio cliente ([598]).

Cominciando lôanalisi delle tre tipologie di cliente, lôordine sistematico attribuisce la precedenza alla controparte qualificata.

Il comma 2 *quater* dellôart. 6 TUF individua, alla lettera d), le c.d. controparti qualificate nei confronti delle quali, attesa lôelevata competenza nel settore, sono disapplicate quasi tutte le regole comportamentali ([599]). In particolare, il disposto normativo non richiama tutti i servizi o le attività di investimento ma ha ad oggetto solamente la negoziazione per conto proprio, lôesecuzione di ordini per conto dei clienti e la ricezione e trasmissione di ordini.

In sintesi, le controparti qualificate sono tutti quei soggetti che operano sul mercato dei capitali in maniera professionale ([600]) ovvero quei soggetti identificati come tali con regolamento della Consob, sentita la Banca dôItalia ([601]).

Maggiormente complessa è la disciplina del cliente professionale, vale a dire quella figura ñintermediaò che dovrebbe rappresentare il diretto discendente del vecchio ñoperatore qualificatoò ([602]).

([598]) IRACE-NAPPINI, *Art. 2*, in IRACE-FARINA (a cura di) *Lôattuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 70 e ss.

([599]) Ai sensi dellôart. 58, comma 3, reg. intermediari non si applicano alle controparti qualificate le regole comportamentali disciplinate dagli artt. 27- 56 reg. intermediari, ad eccezione dellôart. 49, comma 2. In altri termini, sfuggono a tale categoria di investitore le regole essenziali poste a tutela del cliente come, ad esempio: lôobbligo di informazioni chiare, corrette e non fuorvianti; lôobbligo di informazioni sullñintermediario e sui suoi servizi; la forma contrattuale scritta, i *tests* di adeguatezza e di appropriatezza, la *best execution rule*.

([600]) La lunga elencazione del comma 2 *quater* dellôart. 6 TUF ricomprende: 1) le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli OICR, le SGR, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del testo unico bancario, le società di cui allôarticolo 18 del testo unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; 2) le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; 3) le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purché esse siano garantite da membri che aderiscono allôorganismo di compensazione di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono allôorganismo di compensazione di tali mercati; 5) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti allôUnione europea.

([601]) Termina lôelencazione del comma 2 *quater* dellôart. 6 TUF il numero 4), vale a dire le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca dôItalia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione.

([602]) CIVALE, *La classificazione cit.*, pagg. 305 e ss.; IRACE-NAPPINI, *Art. 2 cit.*, pagg. 71 e ss.; PERRONE, *La classificazione cit.*, pagg. 509 e ss. Il condizionale è dôobbligo perché, come vedremo nel prosieguo del lavoro, tale figura professionale non è stata formalmente abrogata.

Lôart. 4, comma 1, n. 11), della Direttiva 2004/39/CE definisce il cliente professionale come quel soggetto in cui è presunto il possesso di «*esperienza, conoscenze e competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume*» ([603]). Ai requisiti stabiliti dalla direttiva di primo livello, puntualmente recepiti nel nostro ordinamento con lôart. 26, comma 1, lett. d), reg. intermediari, il nostro legislatore ne ha aggiunto un altro, distinguendo il cliente professionale anche in base alla sua natura, privatistica o pubblicistica.

Ora, ai sensi dellôart. 6, comma 2 *quinquies*, TUF, la Consob, sentita la Banca dôItalia, individua con regolamento i clienti professionali privati di diritto nonché i criteri di identificazione dei soggetti privati che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta.

Secondo lôallegato n. 3 al reg. intermediari, sono clienti professionali di diritto: le banche; le imprese di investimento; gli altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; le imprese di assicurazione; gli organismi di investimento collettivo e le società di gestione di tali organismi; i fondi pensione e le società di gestione di tali organismi; i negoziatori per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; i soggetti che svolgono la negoziazione per contro proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione nonché al sistema di compensazione e garanzia; gli altri investitori; gli agenti di cambio; le società con requisiti particolari ([604]); gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

Si nota sin da subito unôindebita e scorretta sovrapposizione tra questa figura di cliente e le controparti qualificate ([605]).

A differenza delle controparti qualificati e dei clienti professionali di diritto, per i quali la competenza professionale viene presunta, i clienti professionali privati a

([603]) Un corretto ragionamento sistematico conduce a ritenere che al cliente professionale si applicano soltanto gli artt. 31, 35, 36, 39 - 52 reg. intermediari. In altri termini, sono previste le informazioni sugli strumenti finanziari e la classificazione dei clienti, i *tests* di appropriatezza e di adeguatezza, la *best execution rule* e le regole sulla gestione degli ordini dei clienti.

([604]) Ossia quelle che possiedono almeno uno dei seguenti requisiti: totale di bilancio pari a venti milioni di euro, fatturato netto pari a quaranta milioni di euro ovvero fondi propri pari a due milioni di euro.

([605]) IRACE-NAPPINI, *Art. 2 cit.*, pagg. 71 e ss.

richiesta, anche laddove ottengano il riconoscimento, non sono oggetto di una simile presunzione.

Lôalleggerimento degli obblighi informativi dellôintermediario, nei confronti di questa categoria ibrida a metà tra un cliente al dettaglio ed un cliente professionale, sarà, perciò, subordinato al c.d. *test* di competenza.

Questo *test*, secondo lôallegato n. 3, deve consentire allôintermediario, ñ*dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dellôesperienza e delle conoscenze del cliente*ò, di ritenere ragionevolmente, ñ*tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti*ò, che ñ*il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere rischi che assume*ò.

In particolare, il *test* di competenza si basa sullôaccertamento di almeno due dei seguenti requisiti: compimento di operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei 4 trimestri precedenti; valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, superiore a 500.000 ú; esperienza professionale nel settore finanziario per almeno 1 anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni e dei servizi previsti ([606]).

Si specifica, poi, che ñ*in caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguarda alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima*ò. Termina, pertanto, il malcostume finanziario della presunzione di competenza finanziaria a seguito di dichiarazione del legale rappresentante *ex* art. 31, comma 2, vecchio reg. intermediari ([607]).

Come sopra accennato, una peculiarità tutta italiana risiede nel rilievo che il nostro legislatore ha distinto il cliente professionale a seconda della natura privata o

---

([606]) Il *test* è assistito da tre importanti garanzie procedimentali: a) i clienti devono comunicare per iscritto allôintermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali; b) lôintermediario deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere; c) i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni.

([607]) IRACE-NAPPINI, *Art. 2 cit.*, pagg. 71 e ss. Invero, tali dichiarazioni, in passato, avevano dispensato, con conseguente effetto liberatorio, gli intermediari dal controllo effettivo della competenza professionale dellôoperatore qualificato. Su tale effetto liberatorio, con conseguente ribaltamento della responsabilità sul legale rappresentante, la giurisprudenza di merito era dominante: vedi, per tutte, Tribunale di Milano, sentenza del 20 luglio 2006, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2007, pag. 810.

pubblica. Dopo aver analizzato la prima tipologia, per completezza dôindagine si passerà allôesame della seconda.

Ai sensi dellôart. 6 comma 2 *sexies*, TUF, il Ministro dellôeconomia e delle finanze, sentite la Banca dôItalia e la Consob, individua con regolamento i clienti professionali pubblici di diritto nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta.

Secondo il reg. del MEF ([608]) sono clienti professionali di diritto le c.d. controparti qualificate pubbliche e le Regioni. Anche in tale sede si nota subito lôindebita commistione tra due *status* di clientela tra di loro differenti, vale a dire la controparte qualificata ed il cliente professionale pubblico di diritto ([609]).

Clienti professionali pubblici a richiesta, invece, possono essere i soggetti *ex* art. 2 TUEL il cui ambito di applicazione interessi gli enti locali ovvero gli enti pubblici nazionali e regionali con determinati requisiti ([610]).

Desta sin da subito perplessità lôinclusione tra i clienti professionali pubblici su richiesta, e non anche tra quelli di diritto, degli enti locali. Una simile disparità di trattamento, rispetto alle amministrazioni centrali o regionali, risulta del tutto ingiustificata se solo si tiene a mente il volume quantitativo e qualitativo delle operazioni finanziarie poste in essere, soprattutto, dai comuni più importanti ([611]).

Chiude la tripartizione della clientela la figura del cliente al dettaglio che, caratterizzata rispetto alle altre tipologie da un rapporti di regola ad eccezione, ha ambito di applicazione residuale.

Precisa infatti lôart. 26, comma 1, lett. e, TUF che il cliente al dettaglio è il cliente che non sia professionale o controparte qualificata. Il livello massimo di protezione è determinato dal mancato possesso dellôesperienza, della conoscenza e delle competenze proprie dei clienti professionali e delle controparti qualificate.

([608]) Rubricato ñ*Regolamento recante la definizione dei clienti professionali pubblici, i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e relativa procedura di richiesta*ò.

([609]) IRACE-NAPPINI, *Art. 2 cit.*, pagg. 75 e ss.

([610]) Tali requisiti sono, cumulativamente e non anche alternativamente: entrate risultanti dallôultimo bilancio approvato superiori a 40 milioni di euro; aver effettuato operazioni finanziarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a 100 milioni di euro nel corso dellôanno precedente la stipula del contratto; presenza in organico di personale qualificato addetto alla gestione finanziaria.

([611]) IRACE-NAPPINI, *Art. 2 cit.*, pagg. 71 e ss.

Come introdotto allôinizio del paragrafo, la seconda grande innovazione apportata dalla MIFID in tema di profilatura della clientela rappresenta lôosmosi normativamente prevista tra le varie classi di risparmiatore ([612]).

Il principio di mobilità può operare tanto verso lôalto, con un ridimensionamento del profilo di tutela (art. 35, comma 2, reg. intermediari), quanto verso il basso, con un ampliamento del medesimo profilo di tutela (artt. 35, comma 3, e 58, comma 4, reg. intermediari).

In particolare, la prima disposizione, se da un lato consente la promozione ad una tipologia di investitore superiore, dallôaltro non ne esplicita la procedura. Lôattenzione della Consob non si è rivolta, dunque, allôipotesi che, sebbene statisticamente poco frequente, è quella che desta maggiori preoccupazione posto che si traduce in una diminuzione del livello di protezione dellôinvestitore.

Lôart. 35, comma 3, reg. intermediari permette invece ad un intermediario, su richiesta del cliente o di propria iniziativa, di trattare come cliente professionale o al dettaglio una controparte qualificata ovvero trattare come cliente al dettaglio un cliente professionale di diritto.

Infine, lôart. 58, comma 4, reg. intermediari permette ad una controparte qualificata, in via generale o per ogni singola operazione, di degradare a cliente professionale ovvero al dettaglio, con conseguente aumento del livello di protezione. La richiesta deve essere approvata dallôintermediario, stante i costi da sostenere per obblighi informativi suppletivi non richiesti da alcuna norma, bensì convenzionalmente pattuiti.

Nel silenzio della norma, poi, si ipotizza anche una mobilità tra clienti professionali, tanto privati quanto pubblici, interna alla categoria: di talché si può richiedere un innalzamento da cliente professionale su richiesta a cliente professionale di diritto o viceversa, naturalmente con conseguente diminuzione o aumento del livello di protezione ([613]).

In conclusione dellôindagine, giudicare la bontà dellôintervento legislativo in una materia così delicata come la classificazione della clientela non è agevole.

([612]) IRACE-NAPPINI, *Art. 2 cit.*, pagg. 76 e ss.; MORERA, *I rapporti cit.*, pag. 42 e ss.; PERRONE, *La classificazione cit.*, pagg. 507 e ss.

([613]) IRACE-NAPPINI, *Art. 2 cit.*, pagg. 76 e ss.

Sono estremamente positivi gli intenti di personalizzazione del profilo del risparmiatore con conseguente modellabilità della tutela. Come si è acutamente osservato, la ñmodularitàò tagliata sul cliente scaccerebbe la ñmodulisticaò, ossia lôespressione del precedente regime burocratico pesante e costoso, spesso tradottosi in pseudo-informazione che esonerava lôintermediario da ogni responsabilità ([614]). Il già citato *test* di competenza, poi, porrà fine al formalistico accertamento della competenza finanziaria tramite la presuntiva dichiarazione del legale rappresentante *ex* art. 31, comma 2, vecchio reg. intermediari.

Tuttavia, permangono numerose note critiche riguardo la nuova normativa.

La prima nota dolente riguarda la già citata sovrapposizione tra controparte qualificata e cliente professionale, privato o pubblico, di diritto ([615]). In altri termini, il positivo intento di personalizzazione della clientela, e di modulazione della tutela, si è infelicemente tradotto nella duplicazione della medesima categoria, con notevole incertezza circa le regole di condotta da applicare.

Una simile sovrapposizione ha condotto qualcuno persino a negare lôesistenza della tripartizione della clientela ed a ricondurre la controparte qualificata nella categoria del cliente professionale, rappresentandone una mera variante ([616]).

Ancora, si nutrono forti perplessità circa la possibilità di modificare categoria in base allôautonomia privata (*opt-out*), stante la forte asimmetria che caratterizza le controparti contrattuali e, quindi, la possibilità di comportamenti interessati degli intermediari ([617]). Senza contare, poi, la non facile interpretazione di parametri essenziali ai fini della qualifica professionale privata, come la frequenza media delle operazioni che il richiedente deve porre in essere ([618]).

Questione di fondamentale importanza rimane la sorte della disciplina normativa della figura dellôinvestitore qualificato in quanto, sebbene formalmente in vigore,

([614]) DI GASPARE, *Metamorfosi cit.*, pagg. 101 e ss.
([615]) IRACE-NAPPINI, *Art. 2 cit.*, pagg. 71 e ss.
([616]) PERRONE, *La classificazione cit.*, pag. 509, ove lôautore ritiene tale soluzione normativa una tecnica utilizzata per la disapplicazione di quasi tutte le regole di condotta in determinate situazione concernenti lôesecuzione di ordini o negoziazioni per conto proprio, ricezione e trasmissione ordini.
([617]) PERRONE, *La classificazione cit.*, pag. 508.
([618]) CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pag. 21.

potrebbe essere stata sostanzialmente abrogata ed i suoi requisiti strutturali assorbiti nellôampia configurazione della professionalità ([619]).

Infine, dal punto di vista dellôanalisi economica del diritto si è esattamente osservato come i costi di *compliance* di una simile riforma rischino di creare una grave distorsione del mercato finanziario. Questo perché gli oneri circa la tripartizione, sebbene gravino immediatamente sugli intermediari, vengono successivamente trasferiti ï allôinterno della commissione sullôoperazione finanziaria - sui clienti al dettaglio ([620]).

4.4.3. ñKnow your merchandise ruleò: *gli assetti organizzativi e la politica di gestione dei conflitti di interessi.*

Dopo aver messo in luce gli aspetti positivi e negativi della *know your customer rule*, lôanalisi del più ampio dovere di informarsi si completa con lôapprofondimento dellôaltra componente che lo caratterizza, vale a dire la *know your merchandise rule*.

Conoscere la propria politica di gestione è, infatti, passaggio imprescindibile di una corretta informativa nei confronti della clientela.

Uno degli aspetti di maggiore rilevanza nellôambito della regolamentazione dei servizi di investimento è rappresentato dal conflitto di interesse, vale a dire lôipotesi in cui lôintermediario, nella prestazione di simili servizi, si renda portatore di un interesse anche solo potenzialmente in conflitto con quello dellôinvestitore.

Come ampliamente illustrato in precedenza ([621]), il previgente art. 21, comma 1, lett. c, TUF riferiva la disciplina del conflitto di interessi a tutti i soggetti abilitati. In particolare, tale disposizione prevedeva due distinti obblighi: il primo, organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse; il secondo, in caso di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti al dettaglio (e non anche agli operatori qualificati) trasparenza ed equo trattamento ([622]).

([619]) Problema posto da CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 21 e ss.

([620]) PERRONE, *La classificazione cit.*, pagg. 507 e ss.

([621]) Cfr. paragrafo 1.5 e 1.5.1.

([622]) Per la disciplina dellôistituto, cfr. *amplius* paragrafo 1.3.2 e 2.2.

Per una disamina critica della disciplina del conflitto di interessi nella sua evoluzione normativa, vedi BONZANINI-RAVASIO, *Il conflitto di interessi*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 124 e ss.; SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il ñdecreto EUROSIMò e prima e dopo la recezione della MIFID)*, in *Banca, borsa, titoli di credito*,

A livello regolamentare, poi, lôart. 27, comma 2, vecchio reg. intermediari richiedeva, per ogni singola operazione in conflitto di interessi, lôobbligo dellôinformazione preventiva nonché unôautorizzazione scritta da parte del cliente, pena il divieto *tout court* di procedere alla negoziazione. In altri termini, veniva sancito il principio ñ*disclose or abstain*ò.

In sintesi, la configurazione del conflitto di interessi prevedeva, a livello di normazione primaria, una duplice dimensione: a monte o *ex ante*, ove vi era il profilo dellôorganizzazione dellôintermediario; a valle o *ex post*, ove vi era il rapporto intermediario-cliente. Il legislatore pre MIFID privilegiava, come dimostra la normazione secondaria, il secondo momento, quello della tutela successiva, con una secca alternativa tra possibilità o meno di procedere ad unôoperazione finanziaria viziata da conflitto di interessi.

Un simile sbilanciamento verso la tutela successiva consentiva allôintermediario di apportare strumenti correttivi non *una tantum*, e valevoli quale politica di gestione, ma nei confronti del singolo cliente e per ristabilire la parità informativa nel caso concreto.

Come dimostrava la normazione regolamentare, poi, lôintermediario avrebbe potuto comunque procedere allôoperazione in conflitto di interessi nel caso di autorizzazione scritta da parte del cliente. Ed è proprio su tale autorizzazione che si è formato, nel regime previgente, il maggior contenzioso tra intermediari e risparmiatori. In particolare, la giurisprudenza ha avuto modo di determinare lôeffettiva portata dellôobbligo di *disclosure*, ricollegandolo ad un possibile evento pregiudizievole per il

---

2011, pagg. 287 e ss.; LENER, *Conflitti cit.*, pagg. 351 e ss.; MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MIFID del conflitto di interessi*, in *Diritto delle banche e dei mercati finanziari*, 2008, pagg. 581 e ss.; MAZZINI, *Lôambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dellôintermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Diritto delle banche e dei mercati finanziari*, 2008, pagg. 724 e ss.; RISPOLI FARINA, *Art. 4*, in *Lôattuazione della direttiva MIFID*, a cura di IRACE-FARINA, Torino, 2010, pagg. 143 e ss.; CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 32 e ss.; ANTONUCCI, *I rapporti banca ï cliente nella normativa MIFID. Un primo commento*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pagg. 53 e ss.; RIGHINI, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dellôinvestitore*, in *Giur. Comm.*, 2009, pagg. 150 e ss.; AGNESE RINALDI, *Il decreto cit.*, pagg. 12 e ss.

cliente ([623]), nonché di saggiare la consapevolezza dellôautorizzazione derogatoria fornita dal risparmiatore ([624]).

Oggetto di numerose critiche dottrinale e giurisprudenziali, una simile regolamentazione non sembrava più al passo con i tempi. Basti pensare che la prassi finanziaria aveva portato alla creazione, nei sistemi finanziari, dei c.d. intermediari polifunzionali i quali, esercitando più attività finanziarie simultaneamente, eludevano le già precarie barriere informative ([625]) e godevano nella prestazione dei servizi di investimento di un elevato grado di discrezionalità ([626]). Era il caso, ad esempio, della c.d. banca universale che operava tanto nel tradizionale campo dellôesercizio del credito quanto in quello dellôintermediazione finanziaria ([627]).

Con la recezione del sistema MIFID si registra, rispetto al vecchio regime, un elemento di continuità ed uno di discontinuità. Il primo si concretizza nel mantenimento di una duplice politica circa il conflitto di interessi: ad una dimensione ñpreventivo ï organizzativaò a livello dellôimpresa segue una dimensione ñsuccessivo ï informativaò a livello del singolo cliente. Il secondo, invece, si concretizza nel mutamento della chiave di lettura di una simile *policy*.

Invero, con la recezione della novella comunitaria viene ora privilegiata la tutela preventiva o *ex ante* del conflitto; lôattenzione si sposta dunque, dal rapporto intermediario/cliente, allôassetto organizzativo del primo ([628]).

Una simile scelta sancisce il fallimento della politica della *disclosure* ï che tanto spazio aveva ricevuto nelle aule giudiziarie - ed abbraccia, invece, quella delle

---

([623]) Corte di Appello di Torino, sentenza 3 maggio 2006, in *Società*, 2007, pagg. 7111 e ss.; Tribunale di Roma, sentenza 29 luglio 2005, in *Dir. banca e merc. Finanz.*, 2006, pagg. 465 e ss.; Tribunale di Mantova, sentenza 18 marzo 2004, in *BBTC*, 2004, pagg. 240 e ss.

([624]) Cfr., *amplius*, paragrafo 2.2 e vedi Corte di Appello di Milano, sentenza 9 ottobre 2007, in *Giur. Comm.*, 2009, pagg. 137 e ss.; Tribunale di Torino, sentenza 12 aprile 2006, in *Giur. Ital.*, pag. 1631; Tribunale di Novara, sentenza 16 marzo 2006, in *Giur. Mer.*, 2006, pag. 1402; Tribunale di Torino, sentenza 25 marzo 2005, in *Giur. Comm.*, pag. 158.

([625]) Per lôinadeguatezza degli illusori pilastri delle c.d. *chinese walls*, vedi *amplius* il paragrafo 2.5.5.

([626]) Questa osservazione è stato fatta propria dal Considerando n. 29 della direttiva di primo livello. Vedi CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 33 e ss.

([627]) La presenza di simili intermediari, dôaltronde, è da salutare con ottimismo stante i numerosi aspetti positivi correlati: convergenza di più attività in un unico centro, riduzione dei costi ed economie di scala, diversificazione produttiva.

([628]) Sembra dubbiosa, in ordine a tale modifica normativa, che potrebbe alleggerire gli adempimenti previsti per gli intermediari, RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pag. 145.

procedural rules, accentuando di netto lôimportanza delle regole di organizzazione su quelle di trasparenza ([629]).

Si è compreso, in altri termini, che lôadozione, da parte del soggetto abilitato, di un sistema organizzativo proporzionato, efficiente e razionale costituisce il migliore presidio per la correttezza dei comportamenti dellôimpresa di investimento nei confronti dei propri clienti. Si potrebbe quasi affermare che la ñsana e prudente gestioneò ed il conflitto di interesse stanno e cadono insieme ([630]).

Dopo la recezione del sistema MIFID, le regole procedurali interne svolgono una duplice funzione: costituiscono tanto i requisiti per lôautorizzazione ad esercitare lôintermediazione finanziaria (art. 18 TUF); quanto le barriere preventive al fine di rimuovere *ex ante* i potenziali conflitti di interesse (art. 21, comma 1 *bis*, TUF).

La posizione del legislatore interno, dunque, è molto chiara: la tutela della clientela deve fondarsi su precetti che guidino la predisposizione dellôorganizzazione interna dellôintermediario in una direzione che garantisca lôallineamento delle condotte assunte ai principi fondamentali della trasparenza e della correttezza.

Lôattuale panorama normativo sul conflitto di interesse è abbastanza eterogeneo: la norma primaria rimane lôart. 21 TUF mentre le norme secondarie sono molteplici: gli artt. 29, comma 1, 39 - 42 reg. intermediari e 23-26 del reg. congiunto Banca dôItalia ï Consob del 20 ottobre 2007 ([631]).

Procedendo con ordine lôanalisi dei disposti normativi, si deve innanzitutto sottolineare come nel nuovo art. 21 TUF sia stato introdotto un comma 1 *bis* ove è stato collocato il riferimento alla politica di gestione del conflitto di interesse ([632]). Questa precisa scelta del legislatore ha fatto sì che le norme sul conflitto di interesse non si

---

([629]) RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pagg. 141 e ss., che conclude come ñ*lôapplicazione nel diritto interno delle regole comunitarie comporta una notevole restrizione del campo di autonomia dellôimprenditore e nel contempo un innalzamento del grado di responsabilizzazione dei vertici aziendali, chiamati ad una precisa responsabilità nel procedere ad unôaccurata valutazione del modello organizzativo*ò.

([630]) Ai sensi dellôart. 4, comma 1, reg. congiunto, ñ*gli intermediari, secondo i principi, i criteri e i requisiti di cui al presente Regolamento, si dotano di un sistema organizzativo unitario al fine di assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del ischio e la stabilità patrimoniale nonché la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi*ò.

([631]) Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio.

([632]) È stato trasferito in questo nuovo comma anche il riferimento alla ñ*gestione indipendente, sana e prudente*ò ed allôadozione delle ñ*misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati*ò.

applichino a tutti i soggetti abilitati bensì soltanto a quelli elencati nel nuovo comma introdotto.

Nel sistema *post* MIFID, dunque, sono destinatarie di tali norme soltanto le SIM, le imprese di investimento *extra* comunitarie, le SGR, le società di gestione armonizzata, gli intermediari finanziari iscritti nellôelenco *ex* art. 107 TUB, le banche italiane e quelle *extra* comunitarie. Pertanto, la disciplina *de qua* non si applica più alle imprese di investimento comunitarie che soggiacciono ora alla normativa prevista dallo Stato membro dôorigine.

Il nuovo art. 21, comma 1 *bis*, TUF prescrive ora, in tema di conflitto di interessi, due specifici obblighi gravanti sullôintermediario: adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti nonché gestirli, anche mediante idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure precedentemente adottate non risultano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato.

È chiaro che il passaggio da un assetto organizzativo di separazione o segmentazione, assolutamente inefficiente in caso di pressioni interne finalizzate ad ingenti guadagni, ad un assetto organizzativo di gestione del conflitto di interesse ha condotto ad un riconoscimento normativo del conflitto stesso e, laddove questo non incida negativamente sullôinteresse del cliente, ad una sua legittimazione ([633]).

Il conflitto, in altri termini, non viene più stigmatizzato ma considerato come ñfisiologicoò nellôoperatività del sistema finanziario: in ultima analisi, il legislatore comunitario non ha vietato *tout court* unôoperazione in conflitto di interesse bensì, in unôottica di tutela dellôinvestitore, soltanto quelle a questi pregiudizievoli. Come a breve vedremo, il precetto ñ*disclose or abstain*ò perde definitivamente il secondo termine di relazione e rimodella il primo ([634]).

Lôart. 29, comma 1, reg. intermediari impone, alla lettera l), di fornire al cliente al dettaglio una descrizione, in forma sintetica, della politica seguita dallôimpresa in materia di conflitti di interessi nonché, soltanto su richiesta del cliente, unôinformativa

([633]) ANTONUCCI, *I rapporti cit.*, pagg. 53 e ss.
([634]) ANTONUCCI, *I rapporti cit.*, pagg. 54 e ss.; DI GASPARE, *Metamorfosi cit.*, pag. 99 e ss.

suppletiva maggiormente dettagliata. Laddove, tuttavia, i presidi organizzativi escludano ñ*con ragionevole certezza il rischio di nuocere agli interessi dei clienti*ò lôinformativa preventiva *ex* art. 29 reg. intermediari può difettare del tutto.

Lôimportanza dellôadozione di idonee misure organizzative risiede tutto nel rilievo che un efficiente assetto procedurale interno potrebbe esonerare lôintermediario dallôobbligo di informazione preventiva circa il potenziale o attuale conflitto di interessi sotteso allôoperazione finanziaria.

Tuttavia, la pericolosità di una simile tecnica normativa si manifesta sin da subito, posto che il *test* di idoneità è rimessa ad una fin troppo discrezionale auto ï valutazione dellôintermediario.

Invero, ove lôintermediario ï alla stregua di un giudizio diligente - abbia ritenuto ñsufficientiò le misure organizzative adottate, dimostratesi poi inadeguate in concreto, non sarà tenuto responsabile, nei confronti dei clienti, di eventuali danni subiti a causa dellôoperazione eseguita in conflitto di interessi.

La disciplina sul conflitto di interessi si completa, come sopra anticipato, con gli artt. 23 - 26 del regolamento congiunto Banca dôItalia ï Consob del 20 ottobre 2007.

In queste norme regolamentari suppletive, dopo lôenunciazione dei principi generali (art. 23), troviamo delineate le tre distinte fasi dellôidentificazione (art. 24), della politica di gestione (art. 25) e dellôinformativa (art. 26) circa il conflitto di interesse ([635]).

Allôart. 23 reg. congiunto si fa riferimento, come procedure organizzative atte a prevenire situazioni di conflitto di interesse, a ñmisure ragionevoliò, ñidonee misure organizzativeò, ñadeguate precauzioni per preservare la propria indipendenzaò ([636]).

([635]) Per unôattenta disamina, vedi ANTONUCCI, *I rapporti cit.*, pagg. 60 e ss.; BONZANINI-RAVASIO, *Il conflitto di interessi cit.*, pagg. 131 e ss.; LENER, *Conflitti cit.*, pagg. 362 e ss.; MAFFEIS, *Sostanza cit.*, pagg. 590 e ss.; MAZZINI, *Lôambito applicativo cit.*, pagg. 724 e ss.; SCOTTI CAMUZZI, *La normativa cit.*, pagg. 295 e ss.

([636]) Lôart. 23 recita: ñ*Gli intermediari adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o tra clienti, al momento della prestazione di qualunque servizio e attività di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi. Gli intermediari gestiscono i conflitti di interesse anche adottando idonee misure organizzative e assicurando che lôaffidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Quando le misure adottate ai sensi del comma 2 non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sui*

La direttiva di secondo livello, per la precisione, parla soltanto di strumenti organizzativi ñ*ragionevoli ed efficaci nel continuo per evitare che i conflitti di interesse pregiudichino gli interessi dei loro clienti*ò ([637]).

Naturalmente, non esistono misure adattabili ad ogni conflitto di interesse e valevoli sempre ed in qualsiasi settore finanziario ([638]): lôindagine dellôintermediario deve muoversi considerando la tipologia del servizio di investimento effettuato, la dimensione dellôimpresa, il particolare settore in cui si opera, il capitale umane e tecnologico di cui si dispone ([639]).

---

*servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano. Le informazioni di cui al comma 3 sono fornite su supporto duraturo e presentano un grado di dettaglio sufficiente, considerata la natura del cliente*ò.

([637]) Articolo 13, Paragrafo 3 della Direttiva 2006/73/CE. Per unôanalisi di tale requisito organizzativo, alla luce della disposizione comunitaria, vedi *amplius* MOSCO, *Funzioni aziendali cit.*, pagg. 36 e ss.; PAPANIAROS, *Requisiti di organizzazione, gestione del rischio,* audit *interno, responsabilità dellôalta dirigenza e trattamento dei reclami*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 62 e ss.; SCOGNAMIGLIO, *Gli assetti organizzativi cit.*, pagg. 9 e ss.

([638]) BONZANINI-RAVASIO, *Il conflitto di interessi cit.*, pagg. 128 e ss. Per una disamina critica tra *corporate governante* e principio di adeguatezza, vedi MOSCO, *Funzioni aziendali di controllo, principio di proporzionalità e ruolo degli organi sociali nella MIFID,* in DE MARI (a cura di) *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MIFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, Padova, 2009, pagg. 32 e ss.; SCOGNAMIGLIO, *Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari*, in DE MARI (a cura di) *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MIFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, Padova, 2009, pagg. 11 e ss.

([639]) Lôart. 5 reg. congiunto detta una sorta di decalogo dei requisiti generali di organizzazione. Tale disposizione recita: ñ*Gli intermediari si dotano di una organizzazione volta ad assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale. A tal fine, gli intermediari, nellôesercizio dei servizi, adottano, applicano e mantengono: a) solidi dispositivi di governo societario, ivi compresi processi decisionali e una struttura organizzativa che specifichino in forma chiara e documentata i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni e delle responsabilità; b) un efficace sistema di gestione del rischio dellôimpresa; c) misure che assicurino che i soggetti rilevanti conoscano le procedure da seguire per il corretto esercizio delle proprie responsabilità; d) idonei meccanismi di controllo interno volti a garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure a tutti i livelli dellôintermediario; e) politiche e procedure volte ad assicurare che il personale sia provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per lôesercizio delle responsabilità loro attribuite; f) a tutti i livelli pertinenti, un sistema efficace di segnalazione interna e di comunicazione delle informazioni; g) sistemi e procedure diretti a conservare registrazioni adeguate e ordinate dei fatti di gestione dellôintermediario e della sua organizzazione interna; h) criteri e procedure volti a garantire che lôaffidamento di funzioni multiple ai soggetti rilevanti non impedisca e non sia tale da potere probabilmente impedire loro di svolgere in modo adeguato e professionale una qualsiasi di tali funzioni; i) procedure e sistemi idonei a tutelare la sicurezza, lôintegrità e la riservatezza delle informazioni, tenendo conto della natura delle informazioni medesime; l) politiche, sistemi, risorse e procedure per la continuità e la regolarità dei servizi volte a: i) assicurare la capacità di operare su base continuativa; ii) limitare le perdite in caso di gravi interruzioni dellôoperatività; iii) preservare i dati e le funzioni essenziali; iv) garantire la continuità dei servizi in caso di interruzione dei sistemi e delle procedure. Qualora ciò non sia possibile, permettere di recuperare tempestivamente i dati e le funzioni e di riprendere tempestivamente i servizi; m) politiche e procedure contabili che consentano di fornire tempestivamente alle autorità di vigilanza documenti che presentino un quadro fedele della posizione finanziaria ed economica e che siano conformi a tutti i principi e a tutte le norme anche contabili*

La moderna dottrina aziendalistica, poi, è solita distinguere, allôinterno della formula ñassetto organizzativoò, due importanti profili: la struttura organizzativa ed i meccanismi di coordinamento ([640]).

La prima identifica lôaspetto statico dellôorganizzazione, individuata nella sua micro e macro struttura, ed attiene alla diversa allocazione delle funzioni tra organi aziendali ed unità operative.

I secondi, tra cui rientrano le procedure interne, identificano lôaspetto dinamico dellôorganizzazione ed attengono a tutti gli strumenti utilizzati per lôattuazione della struttura organizzativa.

Lôart. 23 reg. congiunto ripresenta il *test* di idoneità (*rectius*: lôauto - valutazione) delle misure organizzative il cui esito positivo comporta il difetto di qualsivoglia informazione preventiva al cliente.

Laddove, al contrario, emerga un conflitto non gestibile - ossia laddove non sia assicurato, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato ï sorge uno specifico obbligo di informazione preventiva nei confronti del cliente (a prescindere dalla sua classificazione) sulla natura e sulla portata del conflitto di interessi ([641]).

La *disclosure*, dunque, opera come regola residuale affinché i clienti ï in una situazione di ñdisorganizzazioneò imprenditoriale - possano ponderare e maturare una ñdecisione informataò ([642]).

Una volta informato il cliente, lôintermediario può comunque operare senza la necessità di alcuna specifica autorizzazione, strumento incompatibile con la nuova politica preventiva di gestione del conflitto di interessi.

---

*applicabili. Gli intermediari controllano e valutano con regolarità lôadeguatezza e lôefficacia dei requisiti previsti dal presente articolo e adottano le misure adeguate per rimediare a eventuali carenze*ò.

([640]) TURI-ADRIA, *Organizzazione e procedure per la corretta e trasparente prestazione dei servizi*, in DôAPICE (a cura di) *Lôattuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 332 e ss.

([641]) ANTONUCCI, *I rapporti cit.*, pagg. 62 e ss.; BONZANINI-RAVASIO, *Il conflitto di interessi cit.*, pagg. 131 e ss. La prima autrice, inoltre, propende, per i conflitti di interessi rilevanti e non gestibili, per una comunicazione specifica e non generica (la quale, oltretutto, sarebbe un doppione per i clienti al dettaglio).

([642]) Sulla natura ñinformataò della decisione, RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pagg. 146 e ss. Lôautrice conclude sullôinosservanza del disposto laddove il cliente si limiti a prendere visione ed a sottoscrivere un modulo prestampato.

Il complesso di cautele fornito dallôart. 23 reg. congiunto difetta, tuttavia, di tassatività stante i confini piuttosto incerti di nozioni come misure organizzative ñidoneeò, ñadeguateò o ñragionevoliò.

Previene, almeno in parte, lôinsorgere di dubbi interpretativi su tali attributi il disposto dellôart. 24 reg. congiunto che, a tal proposito, prescrive un elenco, non esaustivo ([643]), di fattispecie da ricondurre al conflitto di interessi. È una disposizione innovativa, posto che nel precedente regime la Consob non aveva mai adottato unôelencazione esemplificativa di fattispecie in conflitto di interesse.

In particolare, si ha conflitto di interesse rilevante, ossia potenzialmente dannoso degli interessi di un cliente, quando gli intermediari (un soggetto rilevante ([644]) o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto): possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente; siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo; abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato; svolgano la medesima attività del cliente; ricevano o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio.

Lôart. 25 reg. congiunto prescrive quella politica di gestione dei conflitti di interesse precedentemente menzionata e che è il fulcro principale del nuovo istituto([645]).

([643]) Nel senso che lôintermediario debba comunque effettuare una diagnosi preventiva, vedi RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pagg. 144 e ss.

([644]) Per lôanalisi di questa peculiare figura, di derivazione comunitaria, vedi *amplius* BONZANINI-RAVASIO, *Il conflitto di interessi cit.*, pagg. 132 e ss. Sono soggetti rilevanti gli amministratori, i dirigenti, gli agenti collegati e gli impiegati che partecipano alla prestazione dei servizi di investimento.

([645]) Lôarticolo 25 recita: ñ*Gli intermediari formulano per iscritto, applicano e mantengono unôefficace politica di gestione dei conflitti di interesse in linea con il principio di proporzionalità. Tale politica tiene altresì conto delle circostanze, di cui gli intermediari sono o dovrebbero essere a conoscenza, connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al proprio gruppo. La politica di gestione dei conflitti di interesse di cui al comma 1 deve: a) consentire di individuare, in relazione ai servizi e alle attività di investimento e ai servizi accessori prestati, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti; b) definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti. Le procedure e le misure di cui al comma 2, lettera b), garantiscono che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività che implicano un conflitto di interesse ai sensi del comma 2, lettera a), svolgano tali attività con un grado di indipendenza appropriato, tenuto conto delle dimensioni e delle attività dellôintermediario e del suo gruppo nonché della rilevanza del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati. Al fine di garantire lôindipendenza di cui al comma 3, gli intermediari adottano, laddove appropriato, misure e procedure volte a: a) impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse, quando lo*

Tale politica, naturalmente, deve essere formalizzata in un atto scritto che pubblicizzi i criteri ed i punti chiave della *policy*. La linea guida per la stesura di questo statuto dell'impresa è il principio, di derivazione comunitaria, di proporzionalità ([646]). Ciò significa modellare l'assetto organizzativo sulle dimensioni, quantitative e qualitative, dell'impresa di riferimento ovvero sui tipi di servizi di investimento da essa prestati. Si evita, in tal modo, l'accollo di oneri organizzativi sproporzionati. In particolare, la politica di gestione deve: a) consentire di individuare, in riferimento ai servizi o alle attività di investimento, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti; b) definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti.

Merita, infine, soltanto un cenno l'art. 26 reg. congiunto che disciplina un peculiare registro cronologico dei conflitti di interesse, rilevati o potenziali, conservato ed aggiornato dall'intermediario nel corso della sua attività ([647]). Tale registro svolge due funzioni: la prima, quella di vagliare *ex post* l'efficacia della politica di gestione, posto che l'intermediario segnalerà nel registro quelle fattispecie che, secondo le direttive della medesima *policy*, avrà riconosciuto e ricondotto sotto la categoria dei conflitti di interesse; la seconda, quella di consentire alla Consob il vaglio circa il rispetto degli obblighi informativi nei confronti della clientela. Tuttavia, l'art. 26 reg. congiunto non concerne ogni ipotesi di conflitto di interesse rilevato ma,

---

scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più clienti; b) garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni coinvolgono interessi potenzialmente in conflitto con quelli del cliente per conto del quale un servizio è prestato; c) eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti rilevanti che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare tra loro situazioni di potenziale conflitto di interesse; d) impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sullo svolgimento, da parte di un soggetto rilevante, di servizi o attività di investimento o servizi accessori; e) impedire o controllare la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante a distinti servizi o attività di investimento o servizi accessori, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse. Nel caso in cui le misure e procedure di cui al comma 4 non assicurino l'indipendenza richiesta, gli intermediari adottano le misure e procedure alternative o aggiuntive necessarie e appropriate a tal fine».

([646]) Secondo cui (art. 5, Paragrafo 1, Direttive 2006/73/CE) «*le imprese di investimento tengono conto della natura, delle dimensioni e della complessità della loro attività e dei servizi e delle attività che svolgono*». Su tale principio, vedi per tutti, BONZANINI-RAVASIO, *Il conflitto di interessi cit.*, pagg. 134 e ss.; PAPANIAROS, *Requisiti di organizzazione cit.*, pagg. 69 e ss.

([647]) L'art. 26 recita: «*Gli intermediari istituiscono e aggiornano in modo regolare un registro nel quale riportano, annotando i tipi di servizi di investimento o accessori o di attività di investimento interessati, le situazioni nelle quali sia sorto, o, nel caso di un servizio o di un'attività in corso, possa sorgere un conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti*».

inopinatamente, soltanto quelli da cui sorge o possa sorgere il rischio di ledere ñgravementeò gli interessi di uno o più clienti ([648]).

In conclusione, valutare il complesso normativo che caratterizza attualmente lôistituto del conflitto di interessi è un compito arduo.

Lôarchitettura fondamentale, che accentua lôimportanza della politica di gestione, dispiega in linea astratta due effetti positivi: la qualificazione dellôorganizzazione dellôimpresa come regola di comportamento, con sensibile miglioramento dellôefficienza della stessa ([649]); lôanticipazione della soglia di protezione del cliente.

In particolare, sotto il primo profilo si deve considerare che i modelli comportamentali precostituiti dallôintermediario, e pubblicizzati alla clientela, divengono elemento di giudizio di questôultima, in sede di negoziazione, costituendo uno dei tanti fattori concorrenziali idonei a determinare la scelta del risparmiatore ([650]).

Tuttavia, lôapplicazione delle regole che pongono in primo piano la politica di gestione dispiega in linea concreta anche due effetti negativi: la predisposizione delle misure organizzative preventive da parte dellôintermediario, vale a dire da parte di uno dei soggetti coinvolti nel conflitto di interesse; lôaccentuata procedimentalizzazione dellôagire dellôintermediario con conseguente origine di profili di responsabilità da posizione dei livelli apicali delle imprese, ossia dei diretti responsabili dellôassetto organizzativo ([651]).

([648]) Esprime dubbi su tale limitazione, RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pagg. 147 e ss.

([649]) BONZANINI-RAVASIO, *Il conflitto di interessi cit.*, pagg. 138 e ss.; MOSCO, *Funzioni aziendali cit.*, pagg. 31 e ss.; RIGHINI, *Recenti sviluppi cit.*, pagg. 150 e ss.; RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pagg. 142 e ss.; SCOGNAMIGLIO, *Gli assetti cit.*, pagg. 17 e ss.; TURI-ADRIA, *Organizzazione cit.* pag. 335. Sottolinea lôimportanza di tale aspetto, PAPANIAROS, *Requisiti di organizzazione cit.*, pagg. 70 e ss. che distingue, a tal proposito, quattro fasi fondamentali: a) in un primo momento, c.d. normativo, sono definite le procedure che traducono le norme in flussi di comportamenti; b) in un secondo momento, c.d. verificativo preventivo, una funzione di controllo verifica che effettivamente la procedura designata sia idonea, se applicata, ad assicurare il rispetto delle norme vigenti; c) in un terzo momento, c.d. operativo, lôapplicazione di tali procedure da parte dei soggetti ad esse sottoposti; in un quarto momento, c.d. verificativo successivo, un soggetto preposto al controllo verifica che effettivamente il comportamento sia stato rispondente alle procedure prestabilite.

([650]) Questo aspetto è fortemente sottolineato da TURI-ADRIA, *Organizzazione cit.*, pagg. 345 e ss., il quale conclude: ñ*la disciplina in esame spinge quindi gli intermediari, con la comunicazione delle proprie procedure interne, a rendere trasparente il loro stesso modo di essere (*what you see is what you get*)*ò.

([651]) CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 36 e ss.; LENER, *Conflitti cit.*, pagg. 352 e ss.; PAPANIAROS, *Requisiti di organizzazione cit.*, pagg. 81 e ss.; AGNESE RINALDI, *Il decreto MIFID cit.*, pagg. 20 e ss.

In particolare, il primo effetto negativo rappresenta, in realtà, il punto debole dellôintera normativa che qui ci occupa. Ciò perché le valutazioni, fin troppo discrezionali, dellôintermediario rendono lôintera architettura della politica preventiva del conflitto di interesse precaria e partigiana e riducono fortemente lôindice di tutela dellôinvestitore ([652]).

Questo pericolo è soltanto in parte scongiurato dalla possibilità che lôautorità settoriale non dia lôautorizzazione *ex* art. 18 TUF se soltanto si pensi allôipotesi in cui lôimpresa, originariamente ñadeguataò, faccia venire meno ovvero non aggiorni le misure organizzative *ab initio* idonee ([653]).

Il secondo effetto negativo potrebbe, invece, comportare una sorta di ñpresunzione di inadeguatezzaò ad affrontare i conflitti di interessi. Una simile presunzione, oltre a comportare costi aggiuntivi dovuti alla costante applicazione della *disclosure*, potrebbe poi essere smentita ed agevolmente superata dal caso concreto e da parte del singolo intermediario ([654]).

Le considerazioni che precedono dimostrano come sia difficile una valutazione finale sulla nuova normativa in punto di conflitto di interesse. Questo perché convivono aspetti estremamente positivi - maggiore responsabilizzazione e coinvolgimento dei vertici aziendali, semplificazione della disciplina, diminuzione dei costi, proporzionalità delle misure organizzative ï con altri che, invece, rischiano di inficiare il meccanismo centrale dellôintero istituto, primo tra tutti quello di aver rimesso nelle mani della controparte contrattuale economicamente più forte la valutazione dellôidoneità della *policy*.

([652]) ANTONUCCI, *I rapporti cit.*, pagg. 65 e ss.; RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pag. 147; SCOTTI CAMUZZI, *La normativa cit.*, pagg. 318 e ss.

([653]) ANTONUCCI, *I rapporti cit.*, pagg. 65 e ss. Il primo conclude per il mero spostamento del perimetro dôallarme: ñ*si passa pertanto da un disprezzato paternalismo burocratico, rimpianto, ad una forma di etero tutela privatistica (posta il difetto sostanziale di poteri della Consob in tale materia) demandata al soggetto interessato della vicenda negoziale*ò.

([654]) DI GASPARE, *Metamorfosi cit.*, pag. 101.

4.5. Il dovere di informare nel sistema MIFID.

Lôasimmetria informativa che connota il rapporto tra intermediario e cliente impedisce lôefficiente funzionamento del mercato finanziario. Un obbligo di informazione imposto al soggetto in posizione di superiorità informativa consente, di contro, il ripristino di adeguate dinamiche di mercato. Il dovere di informare la clientela, dunque, ha la funzione di correggere lo sbilanciamento del rapporto contrattuale, stipulato tra intermediario e cliente, caratterizzato da forti asimmetrie informative a sfavore del secondo.

Un tale obbligo discende direttamente dal canone generale di correttezza e buona fede contrattuale imposto dallôart. 1175 c.c.. Oltretutto, nel diritto dei mercati finanziari, la previsione di precise regole di comportamento volte ad indirizzare lôattività dei soggetti abilitati allôesercizio dei servizi di investimento è, come si è visto allôinizio del lavoro ([655]), caratteristica normativa costante di ogni intervento legislativo del settore.

Questo perché, come si ricorda, lôinformazione ampia e puntuale costituisce il presupposto, fattuale e normativo, della scelta di ogni investitore. Unôinformazione lacunosa o scorretta lede dunque lôautodeterminazione del risparmiatore pregiudicandone inevitabilmente la valutazione ai fini dellôinvestimento.

La negoziazione finanziaria, si è affermato, non è altro che un problema di informazione sulle condizioni del mercato e dei loro operatori ([656]). Se ciò è vero, si comprende fin da subito come scopo del legislatore finanziario è quello di livellare le fisiologiche ï per tali vicende negoziali ï asimmetrie informative pervenendo ad una sorta di riequilibrio negoziale ([657]).

Dal 1998, anno di emanazione del TUF, la parte più consistente delle controversie giudiziarie ha riguardato proprio lôinosservanza di tali regole comportamentali da parte degli intermediari ([658]). La stessa struttura dellôintermediazione finanziaria, caratterizzata dallôasimmetria informativa delle controparti contrattuali, si è prestata ad

([655]) Cfr., *amplius*, il paragrafo 1.5 e 1.5.1.

([656]) DE POLI, *La nuova gestione cit.*, pagg. 74 e ss.; SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dellôintermediazione finanziaria dopo lôattuazione della direttiva MIFID*, in *Giur.Ital.*, 2008, pagg. 785 e ss.

([657]) CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pag. 18 e ss.; SANGIOVANNI, *Informazioni cit.*, pagg. 785 e ss.

([658]) Vedi, *passim*, la giurisprudenza, di merito e di legittimità, citata in tutto il Capitolo II.

innumerevoli comportamenti, dolosi o semplicemente negligenti, pregiudizievoli degli interessi del risparmiatore. La reiterazione e la spregiudicatezza di simili condotte ha portato, a livello macroeconomico, ai noti *defaults* Cirio e Parmalt precedentemente analizzati ([659]).

Si deve considerare, poi, che la medesima inosservanza da parte dell'intermediario integrava (ed integra tuttora) anche l'illecito amministrativo di cui all'art. 190 TUF, duplicando la responsabilità dell'operatore assoggettato, dunque, ad una sanzione di natura privata ed una di natura pubblica ([660]).

Da quanto sopra esposto, emergeva un quadro preoccupante di costante e sistematica violazione delle regole prudenziali. Si è avvertita, dunque, l'esigenza di intervenire sul nucleo essenziale delle attività in cui si sostanzia lo svolgimento dei servizi di investimento, fissando a livello normativo degli *standards* di condotta che, pur nel più ampio disegno di efficienza dei mercati finanziari, tutelino gli interessi dei risparmiatori.

A fronte dell'ampio progetto riformatore prefigurato dal legislatore comunitario, notiamo immediatamente come l'impianto originario del vecchio art. 21 TUF sia rimasto sostanzialmente immutato ([661]). Il fondamento normativo a livello di regolamentazione primaria, nella particolare materia che qui ci occupa, rimane pertanto tale disposizione.

In altri termini, il fulcro del dovere informativo permane il comportamento dell'intermediario ñ*diligente, corretto e trasparente*ò finalizzato teleologicamente al miglior servizio dell'interesse dei clienti nonché all'integrità dei mercati finanziari (art. 21, lett. a, TUF) ([662]). Questa sinergia di obiettivi, è utile ricordare, si manifesta in una

---

([659]) Cfr. paragrafo 2.5.

([660]) Vedi *amplius* il Capitolo III.

([661]) Parla di un processo di composizione e di ricomposizione, naturalmente riferendosi alla sostituzione dell'obbligo di astenersi in caso di conflitto di interessi (su cui vedi *amplius* il paragrafo 4.4.2) ed all'introduzione dell'obbligo dell'informazione pubblicitaria corretta, chiara e non fuorviante (obbligo che si atteggia a *species* del generale e più ampio obbligo di informativa diligente, corretta e trasparente), RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pagg. 140 e ss.

([662]) RABITTI BEDOGNI, *Dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza*, in DôAPICE (a cura di) *L'attuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 31 e ss.; DURANTE, *Con il nuovo regolamento cit.*, pagg. 635 e ss.; FRUMENTO, *Le informazioni fornite ai clienti*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 175 e ss.; MORRA, *Art. 4 cit.*, pagg. 132 e ss.; RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pagg. 139 e ss.; CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pag. 17 e ss.; MORERA, *I rapporti cit.*, pag. 45 e ss.; DE POLI, *La nuova gestione cit.*, pagg. 67 e ss.; DI GASPARE, *Metamorfosi cit.*, pag. 99 e ss.; PERRONE, *Gli obblighi di informazione*, in

sequenza logica per cui soltanto una capillare distribuzione informativa può consentire la realizzazione di un mercato correttamente funzionante.

La qualifica del comportamento del soggetto abilitato in termini di diligenza e correttezza non costituisce altro che lôesplicita estensione, al diritto ñspecialeò finanziario, di principi contrattuali che già sarebbero discesi dal diritto comune (artt. 1175 e 1176 c.c.).

Per quanto concerne la trasparenza, invece, ñagire in maniera trasparenteò significa mettere a disposizione del cliente informazioni complete, obiettive ed intellegibili, relativamente agli elementi rilevanti del servizio prestato ([663]). Corollario del principio di trasparenza è, secondo il preciso dettato dellôart. 21, lett. b, TUF, lôadeguato e costante flusso informativo dallôintermediario verso il cliente in tutte le fasi di svolgimento dellôoperazione finanziaria. Pertanto, la trasparenza alla quale deve essere improntata la condotta dellôintermediario si traduce nellôobbligo di fornire al potenziale cliente - sin dal primo contatto e, successivamente, nello svolgimento del rapporto - una informazione adeguata e completa sulla natura e sulle caratteristiche tanto dei servizi quanto dei prodotti che ne costituiscono oggetto.

Lôunico nuovo obbligo, introdotto dal sistema MIFID nellôart. 21 TUF, riguarda le comunicazioni pubblicitarie e promozionali e, per la precisazione, la loro natura ñ*corretta, chiara e non fuorviante*ò ([664]). In realtà, costituendo tale onere una specificazione del più ampio dovere di informativa, esso rientra già nel più ampio obbligo di fornire alla clientela tutte le informazioni necessarie ai fini dellôinvestimento da effettuare. Un tale ragionamento viene suffragato dalla normativa regolamentare che attribuisce la natura ñ*corretta, chiara e non fuorviante*ò a tutte le informazioni che lôintermediario è tenuto a fornire al cliente e non solo alle comunicazioni pubblicitarie di cui sopra.

DôAPICE (a cura di) *Lôattuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 499 e ss.; SANGIOVANNI, *Informazioni cit.*, pagg. 785 e ss.; SPREAFICO, *Le valutazioni cit.*, pagg. 191 e ss.

([663]) RABITTI BEDOGNI, *Dovere cit.*, pagg. 32 e ss.; SPREAFICO, *Le valutazioni cit.*, pagg. 191 e ss.

([664]) Riguardo alla normativa previgente (cfr. artt. 17 e 18 reg. Consob n. 11971/99, recanti ñ*criteri generali per la predisposizione degli annunci pubblicitari*ò), lôautorità di vigilanza si era espressa, nella comunicazione n. DIN/1031371 del 26 aprile 2011 ritenendo ingannevole il messaggio pubblicitario ñ*strutturato in modo tale da indurre in errore il pubblico degli investitori*ò avuto riguardo sia ñ*alle singole espressioni utilizzate (quali, ad esempio, i termini* ***ñgarantisceò*** *o* ***ñassicuraò*** *riferiti agli obiettivi di rendimento), sia con riferimento al messaggio pubblicitario nel suo complesso, evitando, in particolare, di enfatizzare i* ***ñbeneficiò*** *dellô**ò**nvestimento senza indicare (sia pure sinteticamente) i relativi rischi*ò.

Scompare, infine, lôobbligo degli intermediari di determinare il grado di rischiosità dei prodotti finanziari ed il rispetto del principio di adeguatezza tra le operazioni consigliate ai clienti ed il loro profilo di rischio. Ad onor del vero, come vedremo in seguito, non si tratta di una vera e propria abrogazione quanto di una retrocessione dalla normazione legislativa a quella regolamentare.

Se il precetto primario è stato oggetto di ritocchi sistematici non rilevanti, muta invece il panorama normativo a livello di fonte regolamentare ([665]).

Gli artt. 27 e ss. reg. intermediari specificano, in maniera piuttosto dettagliata, il contenuto di questo flusso informativo a doppio binario, vale a dire da e verso la clientela ([666]).

Il grado di dettaglio della nuova normativa si propone di configurare uno statuto di regole prudenziali al contempo più chiare nel contenuto e meno elastiche nellôinterpretazione, così da vincolare al massimo lôoperato degli intermediari e da ridurre al minimo il contenzioso giudiziario tra questi ed i clienti.

Come abbiamo visto ([667]), prima di procedere allôinformativa verso la clientela, il soggetto abilitato deve aver previamente proceduto alla classificazione del risparmiatore sulla base delle informazioni da questi fornite. Tale operazione è pregiudiziale sia per individuare quali siano gli obblighi informativi effettivamente gravanti sullôintermediario ([668]) che ai fini di una successiva promozione o retrocessione ai sensi dellôart. 35 reg. intermediari.

Lôart. 27 reg. intermediari apporta, nei suoi due commi, due principi fondamentali per le informazioni che lôintermediario è tenuto a fornire al cliente al dettaglio o professionale: nel primo comma, viene ad oggetto la struttura dellôinformazione; nel secondo comma, si sottolinea la funzionalità della stessa. È previsto, infatti, che tutte le

([665]) Il vecchio reg. intermediari prevedeva, agli artt. 26 e ss., la specificazione delle regole di condotta degli intermediari. Vedi *amplius*, il paragrafo 1.3.1.

([666]) FRUMENTO, *Le informazioni cit.*, pagg. 180 e ss.; MORRA, *Art. 4 cit.*, pagg. 132 e ss.; RISPOLI FARINA, *Art. 4 cit.*, pagg. 139 e ss.; CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pag. 17 e ss.; MORERA, *I rapporti cit.*, pag. 45 e ss.; DE POLI, *La nuova gestione cit.*, pagg. 67 e ss.; DI GASPARE, *Metamorfosi cit.*, pag. 99 e ss.; PERRONE, *Gli obblighi cit.*, pagg. 500 e ss.; AGNESE RINALDI, *Il decreto cit.*, pagg. 16 e ss.; SANGIOVANNI, *Informazioni cit.*, pagg. 787 e ss.; SPREAFICO, *Le valutazioni cit.*, pagg. 191 e ss.

([667]) Cfr. il paragrafo 4.4.2.

([668]) Per la classificazione della clientela, e la relativa modulazione in punto di informazione al risparmiatore, vedi *amplius* paragrafo 4.4.2.

informazioni devono essere strutturate in modo corretto, chiaro e non fuorviante ([669]) e devono essere funzionalmente appropriate, vale a dire comprensibili dal cliente affinché ñ*essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole*ò ([670]).

In particolare, tali informazioni si devono riferire: allôimpresa di investimento ed ai relativi servizi; agli strumenti finanziari ed alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento; alle sedi di esecuzione; ai costi e oneri connessi ([671]).

Questa disposizione rappresenta lôessenza dellôattività di prestazione dei servizi di investimento, ossia unôattività complessa che richiede un elaborato sistema procedurale finalizzato, da un lato, alla trasmissione alla clientela di informazioni necessarie per effettuare consapevoli scelte di investimento e, dallôaltro, al reperimento delle informazioni sulla clientela al fine di valutare lôadeguatezza delle operazioni disposte.

Per quanto riguarda la struttura dellôinformazione, lôart. 28 reg. intermediari specifica, ma soltanto in riferimento al cliente al dettaglio, le condizioni per ritenere *ipso iure* unôinformazione corretta, chiara e non fuorviante ([672]).

([669]) Per SANGIOVANNI, *Informazioni cit.*, pagg. 787 e ss., unôinformazione è: corretta, se corrispondente a verità; chiara, se facilmente comprensibile in un determinato contesto informativo; non fuorviante, se nel complesso non induce in errore il cliente.

([670]) Come sottolinea MORERA, *I rapporti banca ï cliente nella normativa MIFID. Un primo commento*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 46, lôappropriatezza deve essere riferita al cliente, in base alla sua categoria, e non anche allo strumento finanziario.

([671]) Per una disamina critica, vedi FRUMENTO, *Le informazioni cit.*, pagg. 182 e ss.

([672]) Tale disposizione prevede un lungo e dettagliato elenco di requisiti che lôinformazione deve possedere. Per una disamina critica, si veda SANGIOVANNI, *Informazioni cit.*, pagg. 787 e ss. In particolare, lôart. 28 reg. intermediari prevede che le informazioni ñ*a) includono la denominazione dellôintermediario; b) non sottolineano gli eventuali vantaggi potenziali di un servizio di investimento o di uno strumento finanziario senza fornire anche unôindicazione corretta ed evidente di eventuali rischi rilevanti; c) hanno un contenuto e sono presentate in modo che siano con ogni probabilità comprensibili per lôinvestitore medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute; d) non celano, minimizzano od occultano elementi o avvertenze importanti. Quando le informazioni raffrontano servizi di investimento o accessori, strumenti finanziari o soggetti che prestano servizi di investimento o accessori, esse soddisfano le seguenti condizioni: a) il raffronto è presentato in modo corretto ed equilibrato; b) le fonti di informazione utilizzate per il raffronto sono specificate; c) i fatti e le ipotesi principali utilizzati per il raffronto vengono indicati. Quando le informazioni contengono unôindicazione dei risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice finanziario o di un servizio di investimento, esse soddisfano le condizioni seguenti: a) tale indicazione non costituisce lôelemento*

Per quanto riguarda la funzionalità dell'informazione, l'art. 34 reg. intermediari specifica, questa volta tanto per i clienti al dettaglio quanto per quelli professionali, le modalità ed i termini delle informazioni. Il principio cardine espresso da tale norma è la tempestività dell'informazione fornita: al cliente al dettaglio, essa deve pervenire in tempo utile prima che sia vincolato da qualsiasi contrato per la prestazione di servizi di investimento o accessori; al cliente professionale, essa deve pervenire in tempo utile prima della prestazione del servizio interessato.

Mentre l'art. 27 reg. intermediari si occupa della struttura e della funzionalità dell'informazione, gli artt. 29 e ss. reg. intermediari riguardano l'oggetto dell'informazione.

In queste disposizioni si nota subito, rispetto al vecchio reg. intermediari, il maggior livello di dettaglio della regolamentazione. Emblematico al riguardo, l'art. 31 reg. intermediari stabilisce che i soggetti abilitati forniscono ai clienti, tenendo in particolare conto della loro natura *retail* o professionale, una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati. Per quanto invece concerne il tipo specifico di strumento interessato, la medesima norma prescrive che tale descrizione ne

---

*predominante della comunicazione; b) le informazioni forniscono dati appropriati sui risultati riguardanti: b1) i cinque anni immediatamente precedenti, ovvero b2) l'intero periodo durante il quale lo strumento finanziario è stato offerto, l'indice finanziario è stato creato o il servizio di investimento è stato fornito se inferiore a cinque anni, oppure b3) un periodo più lungo eventualmente deciso dall'intermediario. In ogni caso tali dati sono basati su periodi completi di 12 mesi; c) il periodo di riferimento e la fonte delle informazioni sono chiaramente indicati; d) le informazioni contengono l'avviso evidente che i dati si riferiscono al passato e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri; e) quando tale indicazione si basa su dati espressi in una valuta diversa da quella dello Stato comunitario nel quale il cliente al dettaglio o il potenziale cliente al dettaglio è residente, le informazioni indicano chiaramente tale valuta e avvertono che il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni del cambio; f) quando l'indicazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri. Quando le informazioni includono o fanno riferimento a elaborazioni basate su dati storici, esse devono riguardare uno strumento finanziario o un indice finanziario e soddisfano le condizioni seguenti: a) le elaborazioni basate su dati storici sono basate su dati reali di uno o più strumenti finanziari o indici finanziari che siano identici o soggiacenti allo strumento finanziario in questione; b) per quanto riguarda i dati storici reali di cui alla lettera a), sono soddisfatte le condizioni di cui al comma 4, lettere a), b), c), e) e f); c) le informazioni contengono l'avviso in forma evidente che i dati si riferiscono a elaborazioni basate su dati storici e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. Quando le informazioni contengono stime sui risultati futuri, esse soddisfano le condizioni seguenti: a) non si basano né contengono riferimenti a proiezioni di risultati passati; b) si basano su ipotesi ragionevoli supportate da dati obiettivi; c) quando l'informazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri; d) evidenziano che tali previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Quando le informazioni fanno riferimento ad uno specifico trattamento fiscale esse indicano in modo evidente che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro. Le informazioni non possono indicare o suggerire che l'autorità competente avalla o approva i prodotti o i servizi oggetto dell'informazione*ò.

ñ*illustra le caratteristiche [é] nonché i rischi [é] in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate*ò. Scompare dunque lôelastica clausola generale (art. 28, comma 2, vecchio reg. intermediari) che imponeva allôintermediario di comunicare ñ*informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento*ò.

Un breve cenno merita infine la disciplina circa gli obblighi di informativa gravanti sulla nuova categoria dei consulenti finanziari.

La Consob, con proprio regolamento ([673]) che trova la fonte primaria nellôart. 18 *bis*, comma 5, TUF, ha equiparato ï in ossequio al principio di proporzionalità *ex* art. 6, comma 1, TUF ï le regole prudenziali gravanti sui consulenti finanziari a quelle che proprie dei tradizionali soggetti abilitati *ex* art. 18. Pertanto, le norme comportamentali che caratterizzano lôoperato dei consulenti finanziari riproducono, nella sostanza, le medesime dettate dalla normativa primaria allôart. 21 TUF ma con due importanti eccezioni: il divieto di versare o percepire incentivi a o da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio; il divieto di prestazioni in caso di conflitto di interesse, sempre che non sia assicurato che il rischio di nuocere allôinteresse del cliente sia evitato ([674]).

Si nota subito come il regime dei divieti - assoluto per gli incentivi; relativo per il conflitto di interesse - sia più stringente e rigoroso di quelli dettati per gli intermediari. Una simile scelta ha trovato voci favorevoli ([675]), in ottica di personalizzazione della tutela dellôinvestitore, ma anche voci sfavorevoli, per lôeccessiva rigidità ([676]).

Per concludere in tema di regole comportamentali e tutela dellôinvestitore, la normativa attuale ï pur senza grandi stravolgimenti - realizza un delicato contemperamento tra completezza dellôinformazione e fruibilità della stessa. La normativa secondaria, in questôottica, tende a fornire al risparmiatore una documentazione al contempo dettagliata e snella, evitandogli rinvii ad ulteriore documentazione ([677]).

([673]) Vedi art. 12 del regolamento Consob n. 17130 del 12 gennaio 2010.
([674]) Sebbene, per gli intermediari, siano previste determinate eccezioni (art. 52 reg. intermediari).
([675]) GRECO, *Art. 3 cit.*, pagg. 114 e ss.
([676]) CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 23.; DI GASPARE, *Metamorfosi cit.*, pag. 99 e ss.
([677]) RABITTI BEDOGNI, *Dovere cit.*, pagg. 40 e ss.

Un sistema composto di poche regole, chiare e dettagliate, produce esternalità positive anche per i soggetti abilitati. Come è stato acutamente osservato, lôipertrofia di normative finanziarie, spesso discrezionali ed assolutamente sbilanciate, aveva rapidamente trasformato lôasimmetria informativa nel suo perfetto opposto, vale a dire unôasimmetria punitiva dalla quale pochi intermediari erano riusciti a rimanere indenni, essendo condannati a restituzioni e/o risarcimenti nonostante i provati adempimenti a tutti gli obblighi formali ([678]).

Di conseguenza, una novella strutturato in tal modo deve senzôaltro essere salutato con favore, considerando anche che nella materia che qui ci occupa ñ*il legislatore finanziario pensa al contratto non più come fatto regolatore o fatto regolato bensì come veicolo di informazioni*ò ([679]).

Il c.d. formalismo negoziale, limitando notevolmente gli spazi applicativi delle clausole e dei criteri generali, ridurrà anche il contenzioso giudiziario. Sebbene ciò significhi diminuire fortemente il requisito della volontà delle parti contraenti, una simile scelta normativa assume, nel complesso, connotati positivi se soltanto si rifletta alla fondamentale funzione dellôinformazione nei servizi di intermediazione finanziaria ed a come, in tale materia, via sia una sproporzione di fruizione rispetto a tale essenziale fattore ([680]).

([678]) ANTICO, *Il contratto e gli obblighi di comunicazione al cliente*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 230 e ss.

([679]) DE POLI, *La nuova gestione degli ordini e la trasparenza del prezzo*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 89.

([680]) SARTORI, *Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità*, in DôAPICE (a cura di) *Lôattuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, pagg. 616 e ss. Sintetizza efficacemente il pensiero di questo autore la sentenza del Tribunale di Rimini, 11 maggio 2005, in *Giur. Ital.*, 2006, pagg. 521 e ss., ove si specifica che ñ*nel quadro caratterizzato dalla oggettivizzazione giuridica dei servizi di intermediazione finanziaria, lôinformazione precontrattuale diviene elemento essenziale, connaturale del servizio*ò.

4.6. La fase esecutiva nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento.

4.6.1. *La* best execution *e la gestione controllata degli ordini della clientela.*

Dopo aver messo in luce le note positive ed i problemi irrisolti della normativa comunitaria in tema di dovere di informarsi e di dovere di informare, la nostra indagine deve proseguire considerando la fase esecutiva dellôoperazione finanziaria. Lôimportanza di una simile fase è facilmente comprensibile se soltanto si consideri che lôobbligo di osservare le regole prudenziali, in sede di negoziazione, rimarrebbe lettera morta se lôintermediario, in sede esecutiva, potesse discostarsi dal loro contenuto.

Nel sistema previgente, la fase esecutiva dellôoperazione di investimento ï quale espressione del dovere di diligenza e del dovere di agire nellôinteresse dei clienti - configurava la *best execution rule* secondo due assi portanti: il fattore prezzo; la presunzione dellôesecuzione ottimale laddove lôoperazione fosse negoziata su di un mercato regolamentato ([681]).

I difetti più grandi di una simile scelta normativa erano sostanzialmente due: lôelasticità della clausola generale che si riferiva al ñmiglior risultato possibileò, non ancorata ad altri parametri che la potessero ragionevolmente circoscrivere ([682]); la svalutazione della *best execution rule* da parte della presunzione dellôesecuzione ottimale in un mercato regolamentato, con conseguente limitazione di fatto dellôefficacia della *best execution rule* soltanto ai titoli non quotati.

Il sistema MIFID, con lôabolizione del principio della *concentration rule*, ridefinisce i requisiti strutturali della regola dellôesecuzione ottimale. La possibilità di

---

([681]) Ai sensi dellôart. 26, comma 1, lett. f, vecchio reg. intermediari, ñ*gli intermediari autorizzati, nellôinteresse degli investitori e dellôintegrità del mercato mobiliare: [é] operano al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio di investimento il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dallôinvestitore*ò. La presunzione di esecuzione ottimale, al contrario, era prevista nel vecchio reg. intermediari dallôart. 32, comma 4, in tema di negoziazione per conto proprio e per conto terzi, dallôart. 43, comma 4, in tema di gestione individuale di portafoglio, e dallôart. 54, comma 4, in tema di gestione collettiva di portafoglio.

Per lôanalisi della *best execution rule*, vedi il paragrafo 1.3.3.

([682]) Lôincertezza si manifestava anche in giurisprudenza ove, invero, era invalsa la prassi di utilizzare, per individuare la portata applicativa della *best execution rule*, mere clausole di stile: vedi, *ex multis*, Tribunale di Rimini, sentenza 21 aprile 2007, in www.ilcaso.it; Tribunale di Trani, sentenza 10 ottobre 2006, in *BBTC*, 2006, pagg. 621 e ss.; Tribunale di Genova, sentenza 15 marzo 2005, in *Foro It.*, 2005, pagg. 2539 e ss.; Tribunale di Roma, sentenza 22 dicembre 2004, in *Foro It.*, 2005, pagg. 2540 e ss.

adire nuove *trading venues* ([683]), invero, non può non costituire fattore da valutare nella fase esecutiva di un'operazione di investimento. La nuova normativa, se da un lato conferma il fondamentale riferimento ai prezzi, dall'altro amplia e specifica il novero degli elementi che devono caratterizzare la migliore esecuzione ([684]). Alla funzione essenziale di salvaguardia dei processi di *price discovery*, nella quale dunque tale regola non si esaurisce, si aggiunge una funzione di valorizzazione della concorrenza teleologicamente finalizzata all'investimento ottimale della clientela ([685]).

Nel precedente regime l'ambito oggettivo della *best execution rule* concerneva indistintamente tutti i servizi di investimento; nell'attuale, al contrario, tale regola viene circoscritta ai servizi di esecuzione degli ordini per conto dei clienti, di negoziazione per conto proprio, di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione di portafogli (anche collettivi).

In particolare, l'art. 45 reg. intermediari specifica che, per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, i soggetti abilitati devono adottare tutte le misure ragionevoli avendo riguardo ñ*al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione*ò.

La nuova normativa non soltanto circoscrive, ancorandola a determinati parametri, la clausola del ñmiglior risultato possibileò ma fornisce, in guisa di interpretazione autentica, i criteri per stabilire l'importanza dei parametri medesimi. Prescrive il medesimo art. 45 reg. intermediari che i soggetti abilitati devono considerare: a) le caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio ([686])

([683]) Su cui vedi *amplius* il paragrafo 4.2.3.

([684]) RABITTI BEDOGNI, *Dovere cit.*, pagg. 46 e ss.; CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 24 e ss.; FERRARINI, *Trasparenza dei mercati e* best execution, in IRACE-FARINA (a cura di) *L'attuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 57 e ss.; LEGGIERI, Best execution *e gestione degli ordini*, in IRACE-FARINA (a cura di) *L'attuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, pagg. 535 e ss.; PEPE, *La* best execution, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 254 e ss.

([685]) CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 25 e ss.

([686]) Per quest'ultimo, poi, è prevista una tutela ulteriore, definita del c.d. ñcorrispettivo totaleò, prevista dall'art. 45, comma 5, reg. intermediari: ñ*Quando gli intermediari eseguono ordini per conto di un cliente al dettaglio: a) la selezione di cui al comma 3, lettera a), è condotta in ragione del corrispettivo totale, costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione. I costi includono tutte le spese sostenute dal cliente e direttamente collegate all'esecuzione dell'ordine, comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione nonché il regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione dell'ordine. Fattori diversi dal corrispettivo totale possono ricevere precedenza rispetto alla considerazione immediata del*

o professionale; b) le caratteristiche dellôordine del cliente; c) le caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dellôordine; d) le caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali lôordine può essere diretto.

Di talché, anche la *best execution rule* viene modulata in ordine alla natura del cliente, al dettaglio o professionale, con disapplicazione totale nei confronti della controparte qualificata (art. 58, comma 3, reg. intermediari). Per quanto riguarda questôultima, infatti, possono prevalere altri parametri finanziari come la liquidità, la tempestività dellôesecuzione o i costi del regolamento. Si discute, tuttavia, sullôammissibilità di una reintroduzione negoziale, ad opera dei contraenti ([687]), della *best execution rule* anche nei confronti delle controparti qualificate.

La regolamentazione fornita dallôart. 45 reg. intermediari potrebbe sembrare, per il suo grado di dettaglio, fin troppo paternalistica nei confronti dellôinvestitore, soprattutto di quello *retail*. A scongiurare una simile ipotesi, è previsto che ñ*qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, lôintermediario esegue lôordine attenendosi, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute, a tali istruzioni*ò. La disposizione è assolutamente chiara sul fatto che, qualora lôistruzione ricevuta non comprenda alcuni elementi dellôordine, i soggetti abilitati devono garantire lôesecuzione ottimale *in parte qua*, ossia con riferimento agli elementi dellôordine non coperti dalle indicazioni impartite dai clienti.

Nellôattuale sistema normativo, dunque, la *best execution rule* soffre soltanto due eccezioni: lôesenzione nei confronti delle controparti qualificate e le specifiche istruzioni in senso contrario dettate dal cliente. La regola dellôesecuzione ottimale trova pacifica applicazione anche nei servizi di *execution only* i quali, come vedremo ([688]), esonerano lôintermediario soltanto dal *test* di adeguatezza.

Un sistema finanziario efficiente, naturalmente, non considera la *best execution rule* in maniera avulsa e limitata alla singola operazione bensì come vero e proprio *modus procedendi* dellôintermediario in sede esecutiva. Di talché, ed è lo stesso art. 45 a sancirlo, gli intermediari devono adottare una vera e propria ñstrategia di esecuzione

---

*prezzo e del costo, soltanto a condizione che essi siano strumentali a fornire il miglior risultato possibile in termini di corrispettivo totale per il cliente al dettaglio; b) la scelta di cui al comma 3, lettera b), è condotta sulla base del corrispettivo totale. A tal fine, sono considerate anche le commissioni proprie e i costi dellôimpresa per lôesecuzione dellôordine in ciascuna delle sedi di esecuzione ammissibili*ò.

([687]) In senso positivo, ANNUNZIATA, Best execution *cit.*, pag. 163 e ss.

([688]) Sui quali vedi il paragrafo che segue.

degli ordiniò finalizzata ad individuare, per ciascuna categoria di strumenti, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile nonché ad orientare la clientela nella scelta della sede di esecuzione fra quelle individuate.

La disposizione successiva prevede, invece, secondo un comportamento trasparente e corretto, lôobbligo di informativa della strategia così delineata nei confronti dellôinvestitore. Lôinformativa è preliminare allôoperazione e strumentale a ricevere il consenso del cliente tanto sulle linee guida che caratterizzano lô*execution policy* quanto sulla singola operazione. Si comprende, in tale ottica, la precisa disposizione normativa, sempre contenuta nellôart. 46, alla stregua della quale gli intermediari, su richiesta dei propri clienti, devono essere sempre in grado di dimostrare di aver agito in conformità con la strategia di esecuzione previamente approvata dagli stessi.

Inoltre, la periodica revisione delle strategie di *execution policy*, da vagliare con periodicità almeno annuale al fine di mantenerne lôefficacia e di correggere eventuali carenze (art. 47 reg. intermediari), richiama e valorizza quellôadeguatezza organizzativa che, precedentemente ([689]), abbiamo visto essere il fulcro della disciplina concernente il conflitto di interesse. In tal modo, la verifica dellôosservanza degli obblighi di esecuzione ottimale si fonde con quella finalizzata ad accertare lôadeguatezza delle misure organizzative selezionate dallôintermediario ([690]).

Il complesso normativo sopra analizzato (artt. 45 e ss. reg. intermediari) rivela che lô*execution policy* si atteggia a vero e proprio giudizio di carattere relativo, svolto *ex ante* dallôintermediario e tendenzialmente duraturo, preventivamente comunicato al cliente affinché questi possa selezionare, sulla base di una simile politica, lôoperatore più consono alle proprie operazioni finanziarie ([691]).

([689]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.4.3.

([690]) CAPRIGLIONE, *La problematica cit.*, pagg. 26 e ss.; ANNUNZIATA, Best execution *cit.*, pag. 162 e ss.; PEPE, *La* best execution *cit.*, pagg. 262 e ss.; LEGGIERI, Best execution *cit.*, pag. 535.

([691]) SEPE, *Mercati cit.*, pag. 131 e ss. DE POLI, *La nuova gestione degli ordini e la trasparenza del prezzo*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, pag. 70, il quale sottolinea come, nellôindividuazione della strategia, siano rilevanti: i costi connessi alle transazioni, i costi di accesso alle *trading venues*, i costi e le commissioni connesse allôoperatività di eventuali intermediari esterni utilizzati per la trasmissione degli ordini alle sedi di esecuzione, la velocità dôesecuzione, la probabilità di esecuzione o elaborazione o regolamento dellôordine, la liquidità e lo spessore, la dimensione dellôordine.

Il nuovo contesto concorrenziale rivaluta e rafforza il ruolo della *best execution rule*. Col venir meno della presunzione di esecuzione ottimale in sede di mercato regolamentato, la *best execution rule* non solo recupera il ruolo originario che le spetta ï vale a dire di regola posta a tutela degli investitori e non del mercato ï ma svolge contemporaneamente due funzioni essenziali ([692]).

La prima, presente anche nel vecchio regime sebbene limitata ai titoli non quotati, concerne la valorizzazione concorrenziale a livello di soggetti abilitati. La seconda, invece, corollario del nuovo *level playing field*, concerne la valorizzazione concorrenziale a livello di piattaforme di negoziazione.

Per integrare e completare la disciplina della *best execution rule*, la Consob ha previsto una normativa *ad hoc* specificamente dettata per la gestione degli ordini dei clienti ([693]).

Nella disciplina previgente la normativa era molto frammentata e disomogenea([694]). Con la recezione del sistema MIFID, invece, gli artt. 49 e ss. reg. intermediari dettano una disciplina organica e compiuta che, analogamente a quella dettata per la *best execution rule*, sottolinea il momento della predisposizione delle misure organizzative come fattore imprescindibile per la gestione degli ordini dei clienti.

Lôintera regolamentazione, che non si applica alle controparti qualificate ([695]), presta il fianco alla medesima obiezione precedentemente sollevata in tema di conflitto di interessi ([696]) e che consiste nella rimessione alla discrezionalità dellôintermediario dellôadozione delle procedure interne che dovranno costituire il sostrato della gestione in questione. I dubbi, di conseguenza, permangono circa lôottimismo mostrato in

---

([692]) ANNUNZIATA, Best execution *cit.*, pagg. 166 e ss.; LEGGIERI, Best execution *cit.*, pagg. 536 e ss.; RABITTI BEDOGNI, *Dovere cit.*, pag. 47.

([693]) LEGGIERI, Best execution *cit.*, pagg. 550 e ss.; DE POLI, *La nuova gestione cit.*, pagg. 71 e ss.; RIZZO, *Le regole per la gestione degli ordini*, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 230 e ss.

([694]) Cfr., ad esempio, gli artt. 32, comma 1, e 33, comma 2, vecchio reg. intermediari che, in relazione ai servizi di negoziazione e di ricezione e trasmissione degli ordini imponeva agli intermediari di eseguire o trasmettere gli ordini rispettando la priorità di tempo nella loro recezione.

([695]) In realtà, lôunica disposizione dellôintero complesso qui in esame che si applica anche alle controparti qualificate è lôart. 49, comma 2, reg. intermediari. Tale norma concerne la gestione ï ñpiù rapida possibileò - degli ordini di clienti con limite di prezzo, in relazione ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, che non siano eseguiti immediatamente alle condizioni prevalente del mercato.

([696]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.4.3.

relazione all'effettiva capacità degli intermediari di strutturare una *execution* e, come vedremo nel prosieguo di questo paragrafo, una *trasmission policy* che si rivelino adeguate.

In particolare, l'art. 49 reg. intermediari prescrive ai soggetti abilitati che trattino ordini per conto dei clienti di apprestare misure organizzative idonee ad assicurare una trattazione rapida, corretta ([697]) ed efficiente di tali ordini, rispetto ad altri ordini di clienti ed agli interessi di negoziazione dello stesso intermediario.

Tale precetto può essere interpretato come una specificazione del più ampio dovere di diligenza professionale deferito in sede esecutiva. Per evitare incertezze interpretative circa la corretta portata applicativa dei tre attributi che devono caratterizzare la gestione degli ordini, il medesimo art. 49 specifica quando sussistono tali requisiti.

In particolare, gli intermediari devono trattare gli ordini equivalenti dei clienti in successione e con prontezza a meno che le caratteristiche dell'ordine o le condizioni di mercato prevalenti lo rendano impossibile o gli interessi dei clienti richiedano di procedere diversamente. I soggetti abilitati, inoltre, devono tenere un registro degli ordini eseguiti per conto dei clienti. Nei confronti del cliente al dettaglio, poi, è previsto un obbligo di informazione suppletiva circa eventuali difficoltà rilevanti e sopravvenute che potrebbero influire sulla corretta esecuzione degli ordini.

Infine, è prevista in sede di *order handling rules* la possibilità di procedere all'aggregazione, ad un ordine precedentemente emesso, di un ordine di un altro cliente ovvero di un'operazione per conto proprio ([698]). Tale facoltà è, però, subordinata alla sussistenza di tre condizioni cumulative previste specificatamente dall'art. 50 reg. intermediari.

In primo luogo, deve essere improbabile che l'aggregazione degli ordini e delle operazioni vada a discapito di uno qualsiasi dei clienti i cui ordini vengono aggregati. Ciò perché, come è stato acutamente osservato, gli obblighi di tipo organizzativo e procedurale sono stati adeguatamente adempiuti ([699]).

([697]) La direttiva di primo livello specificava, all'art. 22, equa. Il nostro legislatore secondario ha preferito un termine meno ambiguo e più inerente alla diligenza professionale.

([698]) LEGGIERI, Best execution *cit.*, pagg. 555 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 132 e ss.

([699]) LEGGIERI, Best execution *cit.*, pagg. 556 e ss.

In secondo luogo, ciascun cliente per il cui ordine è prevista lôaggregazione deve essere informato del potenziale effetto pregiudizievole dellôaggregazione in relazione ad un particolare ordine.

In terzo ed ultimo luogo, è stabilita ed applicata con efficacia una strategia di assegnazione degli ordini che preveda in termini sufficientemente precisi una ripartizione corretta degli ordini aggregati e delle operazioni. Questa *trasmission policy* disciplina il modo in cui il volume e il prezzo degli ordini determinano le assegnazioni e il trattamento delle esecuzioni parziali.

Ulteriori regole sono state dettate dallôart. 51 reg. intermediari per lôipotesi specifica in cui gli intermediari che prestino servizi di investimento aggreghino operazioni per conto proprio con uno o più ordini di clienti.

4.6.2. *La* price transparency policy.

La *price transparency policy* ï che caratterizza ogni *trading venue* - si colloca normativamente nella cornice della *best execution* e della gestione controllata degli ordini della clientela ([700]).

Questo perché, con la recezione del sistema MIFID, la fase esecutiva di unôoperazione finanziaria deve percorrere idealmente tre tappe, espressione del dovere di diligenza: lôapplicazione della *best execution rule*; la gestione rapida, corretta e trasparente degli ordini della clientela; lôapplicazione della *post trade transaparency* in punto di pubblicazione delle informazioni rilevanti.

Venuta meno la negoziazione obbligatoria nei mercati regolamentati, il delicato coordinamento tra le vari piattaforme impone una particolare trasparenza ed una continua fruibilità informativa da parte dellôinvestitore. Questa peculiare *disclosure*, collocata nella fase esecutiva dellôinvestimento, rende effettiva e valorizza la concorrenza degli operatori nelle varie *trading venues*.

([700]) BARNI-PORTALUPI, *La trasparenza* pre trading, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*,Torino, 2007, pagg. 332 e ss. DE POLI, *La nuova gestione cit.*, pag. 74.; GIMIGLIANO-NAPPINI, *Art. 13 cit.*, pagg. 382 e ss.; MOTTI, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 692 e ss.; AGNESE RINALDI, *Il decreto cit.*, pagg. 18 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 156 e ss.; VERNA, *La trasparenza* post trading, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 346 e ss.

Ad onor del vero, anche in regime di negoziazione ñmonopolisticaò, era possibile riscontrare *in nuce* una politica di trasparenza in punto di prezzi delle operazioni finanziarie. Il vecchio art. 63, comma 3, TUF prevedeva due segmenti informativi distinti: un flusso di dati dagli intermediari alle società di gestione; successivamente ed in via separata, un altro flusso di dati da questôultime al mercato regolamentato ([701]). Come vedremo nel proseguo del paragrafo, col sistema MIFID si è razionalizzata la materia e, per quanto concerne il flusso informativo concernente i prezzi, sono stati fusi i due segmenti sopra delineati, privilegiando la comunicazione dei dati possibilmente in tempo reale.

Cominciando con lôanalisi, occorre sottolineare che ogni piattaforma di negoziazione (MR, MTF, IS) condivide uno statuto di disciplina comune che così può essere riassunto: il divieto di praticare discriminazioni in sede di accesso degli operatori alle negoziazioni; obblighi di trasparenza *pre* e *post trading* ed accessibilità al pubblico delle informazioni relative ai prezzi offerti e ai prezzi fatti; obblighi inerenti al consolidamento delle informazioni relative ai diversi sistemi organizzati in cui i titoli vengono scambiati; obblighi di registrazione delle operazioni; obblighi di segnalare le eventuali operazioni sospette ai fini della repressione degli abusi di mercato ([702]).

Tale regolamentazione trova ora precisa collocazione in un capo *ad hoc*, che consta di due soli articoli improntati al principio della trasparenza macroeconomica (artt. 79 *bis* e 79 *ter* TUF).

La *pre trading transparency* può essere definita la trasparenza delle intenzioni di negoziazione, ossia degli ordini di acquisito e di vendita di un dato strumento finanziario, al fine di evidenziare le condizioni economiche alle quale può essere concluso un contratto. Di contro, la *post trading transparency* può essere definita la pubblicizzazione delle informazioni essenziali, e fornite con le modalità di cui sopra,

([701]) Con la precisazione, però, che ñ*le disposizioni di cui al comma 2 sono adottate dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, quando riguardano scambi all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, nonché scambi di titoli normalmente negoziati sul mercato monetario e di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute, e dal Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, quando riguardano scambi all'ingrosso di titoli di Stato*ò.

([702]) Per una disamina di questo schema, MOTTI, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 692 e ss.

aventi ad oggetto le transazioni già concluse nellôambito dei rispettivi sistemi di negoziazione ([703]).

Il complesso delle disposizioni citate prevede un trattamento delle informazioni che si svolge, *ex ante*, mediante la raccolta e la divulgazione dei dati (art. 79 *bis*) ed *ex post*, mediante la sistemazione delle medesime informazioni nonché la rimozione, da parte della Consob, di eventuali ostacoli allôaccesso ed alla conoscenza di tali informazioni (art. 79 *ter*).

Pacifica, dunque, la correlazione direttamente proporzionale tra quantità e qualità dellôinformazione fornita ï in altri termini, tra la trasparenza e la fruibilità dei dati concernenti lôoperato degli intermediari - e la tutela dellôinvestitore che, attingendo da tale complesso informativo, può operare scelte consapevoli e ponderate in ordine ai servizi di investimento.

In effetti, nella trasparenza *pre trading* lôinformazione sul prezzo diviene elemento decisivo per il processo decisionale dellôinvestitore circa la preferenza nella scelta di una piattaforma di negoziazione invece che in unôaltra. Soltanto la possibilità di comparare i prezzi correnti nelle varie sedi di negoziazione rende concreta la possibilità di una scelta (ponderata) da parte dellôinvestitore. Nella trasparenza *post trading*, al contrario, lôinformazione già acquisita diviene elemento decisivo per il diverso processo decisionale dellôinvestitore circa il mantenimento delle proprie operazioni finanziarie in una determinata piattaforma di negoziazione invece che in unôaltra. In estrema sintesi, il dato informativo *post trading* di un cliente diviene il dato informativo *pre trading* di quello nuovo.

La differenza che risiede tra le regole di trasparenza *pre trading* e di quelle di condotta disciplinate dallôart. 21 TUF sta nel fatto che le prime gravano sulle piattaforme di negoziazione e le seconde sui singoli operatori di queste. In altri termini, con la recezione del sistema MIFID anche le diverse sedi di negoziazione devono osservare uno statuto di disciplina improntato alla trasparenza degli scambi e, dunque, alla tutela degli interessi del risparmiatore.

([703]) BARNI-PORTALUPI, *La trasparenza* pre trading, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 332 e ss. DE POLI, *La nuova gestione cit.*, pag. 74.; GIMIGLIANO-NAPPINI, *Art. 13 cit.*, pagg. 382 e ss.; MOTTI, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 692 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 156 e ss.; VERNA, *La trasparenza* post trading, in ZITIELLO (a cura di) *MIFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, pagg. 346 e ss.

Ad una diligenza microeconomica del singolo intermediario si affianca, come completamento e perfezione della materia, una diligenza macroeconomica della *trading venue*.

L'art. 79 *bis* TUF distingue la *market transparency policy* a seconda che sulla piattaforma siano ammesse alla negoziazione titoli azionari ovvero strumenti finanziari da questi diversi. In quest'ultimo caso, il regime di trasparenza informativo dettato dal TUF viene applicato soltanto laddove la Consob lo ritenga "*necessario per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela dell'investitore*".

A livello di fonte regolamentare, gli artt. 25 e ss. reg. n. 16190/07 (reg. mercati) descrivono nel dettaglio i meccanismi di *price discovery* tanto per le azioni quanto per gli altri strumenti finanziari. In entrambi i casi, si andranno ad analizzare disposizioni che incidono direttamente sulla struttura organizzativa e sull'operatività della piattaforma di negoziazione: in sintesi, la disciplina in questione concerne tanto i sistemi dove le informazioni sono presenti sul mercato (*order driven*) quanto quelli ove le informazioni sono gestite da *market maker* (*quote driven*) quanto, infine, i sistemi misti ([704]).

In particolare, gli artt. 25 e ss. reg. mercati stabiliscono diversi requisiti di trasparenza pre - negoziazione e post - negoziazione distinguendo i mercati regolamentati ed i sistemi multilaterali di negoziazione, da una parte, e gli internalizzatori sistematici, dall'altra.

Per quanto concerne i titoli azionari, i MR e gli MTF devono rendere pubbliche, per ciascuna azione ammessa alla negoziazione in un mercato regolamentato e dopo la conclusione della relativa operazione finanziaria, determinate informazioni: il numero aggregato degli ordini e delle azioni che essi rappresentano a ciascun livello di prezzo, per almeno i cinque migliori prezzi di acquisto e di vendita; il miglior prezzo di acquisto e di vendita di ciascun *market maker* per quell'azione e i volumi corrispondenti a tali prezzi; il prezzo al quale il sistema di negoziazione ad asta soddisferebbe meglio il suo algoritmo di negoziazione ed il volume delle operazioni potenzialmente eseguibili a quel prezzo; informazioni adeguate per quanto concerne il livello degli ordini o delle

([704]) Per un'analisi dei meccanismi di *price discovery* delle varie piattaforme di negoziazione, vedi BARNI-PORTALUPI, *La trasparenza cit.*, pagg. 332 e ss.; DE POLI, *La nuova gestione cit.*, pag. 74.; GIMIGLIANO-NAPPINI, *Art. 13 cit.*, pagg. 384 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pagg. 156 e ss.; VERNA, *La trasparenza cit.*, pagg. 346 e ss.

quotazioni e quello degli interessi di negoziazione; se le caratteristiche del meccanismo di rilevazione del prezzo lo consentono, in particolare, i cinque migliori prezzi di acquisto e di vendita e/o quotazioni di acquisto e di vendita, di ciascun *market maker* di quellôazione.

Tali obblighi informativi non trovano applicazione in due casi (art. 26 reg. mercati): laddove il sistema gestito sia basato su un metodo di negoziazione nel quale il prezzo sia determinato in relazione ad un prezzo di riferimento generato da un altro sistema ed a condizione che tale prezzo di riferimento abbia ampia diffusione e sia generalmente considerato affidabile dai partecipanti al mercato (ossia quando gli ordini vengono eseguito a condizioni di prezzo ricavate da fonti esterne, c.d. *crossing network*); laddove il sistema gestito formalizzi operazioni concordate ([705]), ciascuna delle quali rispetti le condizioni specificate nelle regole previste per il mercato regolamentato ed il sistema multilaterale di negoziazione.

Le medesime informazioni sopra analizzate possono essere differite (art. 28 reg. mercati) laddove lôoperazione sia avvenuta fra un soggetto abilitato che negozia per conto proprio ed un cliente dello stesso ovvero le dimensioni dellôoperazione siano pari o superiori alle dimensioni minime ammissibili.

In estrema sintesi, il legislatore comunitario e quello interno, per quanto concerne lôesenzione, si fondano sulla dimensione dellôoperazione finanziaria, vale a dire i blocchi ([706]), mentre, per quanto il differimento, su casi particolari tassativamente elencati.

La disciplina dettata in tema di esenzione o differimento delle informazioni *pre trading* e *post trading* svela dunque un trattamento di riguardo nei confronti

---

([705]) Sono concordate le operazioni che soddisfano i requisiti del reg. 1287/2006/CE ossia lôoperazione ñ*nella quale intervengono membri o partecipanti di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, negoziata privatamente, ma eseguita nellôambito del mercato regolamentato o del sistema multilaterale di negoziazione e nel quadro della quale il membro o partecipante in questione si assume uno dei seguenti compiti: a) negozia per conto proprio con un altro membro o partecipante che agisce per conto di un cliente; b) negozia con un altro membro o partecipante ed entrambi eseguono ordini per conto proprio; c) agisce per conto sia del venditore che dellôacquirente; d) agisce per conto dellôacquirente ed un altro membro o partecipante agisce per conto del venditore; e) negozia per conto proprio a fronte di un ordine di un clienteò.

([706]) Per ñbloccoò si intende un ordine che, per la sua rilevanza, se immesso nel mercato regolamentato, potrebbe turbare lôordinato svolgimento degli scambi. In tal caso i costi dellôinformazione scoraggerebbero gli operatori dal negoziare tali strumenti su mercati regolamentati.

dellôefficienza e lôintegrità dei mercati finanziari ed a discapito della tutela dellôinvestitore ([707]).

Sempre per quanto concerne i titoli azionari, gli IS devono pubblicare quotazioni irrevocabili sulle azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati nonché gli esiti delle relative operazioni finanziarie: per le quali sono internalizzatori sistematici; esiste un mercato liquido; lôoperazione si caratterizza per essere di dimensioni pari o inferiori allo *standard* di mercato in conformità alle disposizioni comunitarie ([708]).

Per gli strumenti finanziari diversi dai titoli azionari, la regolamentazione è molto meno rigorosa, stabilendo per tutte le *trading venues* lôadozione di un proprio regolamento interno di ñadeguatiò regimi di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione. Per definire meglio lôadeguatezza del regime sopra citato, lo stesso reg. mercati (artt. 32 e ss.) impone, nellôambito dei sistemi gestiti, di tener conto delle caratteristiche strutturali della sede di negoziazione, del tipo di strumento finanziario negoziato, delle dimensioni delle operazioni e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio.

A prescindere dalla natura dello strumento finanziario, le informazioni attinenti alla *market transparency policy* devono essere rese pubbliche a ñ*condizioni commerciali ragionevoli*ò ed in modo da essere facilmente accessibili dal pubblico dei risparmiatori. Il reg. mercati tace su quali siano tali condizioni ovvero quando simili condizioni possano essere ritenute ragionevoli, posto che lôart. 30 reg. mercati, a tal proposito, impone soltanto la pubblicazione, per quanto possibile, in tempo reale durante il normale orario di contrattazione. I canali di comunicazione da utilizzare, poi, sono quelli propri della struttura della *venue* ovvero dispositivi propri del gestore.

Abbiamo visto come, mentre il *pre-trading* costituisca un *input* del sistema finanziario, il *post-trading* rappresenti un *output* del medesimo sistema e, come

([707]) DE POLI, *La nuova gestione cit.*, pagg. 83 e ss.; SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 126 e ss.

([708]) Ai fini del presente articolo, le azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato sono considerate come aventi un mercato liquido se sono oggetto di negoziazioni giornaliere, con un flottante non inferiore a cinquecento milioni di euro e se è soddisfatta una delle seguenti condizioni: a) il numero medio giornaliero di operazioni per lôazione in questione non è inferiore a cinquecento; b) il controvalore medio giornaliero degli scambi per lôazione in questione non è inferiore a due milioni di euro.

abbiamo sopra anticipato, vada a costituire, in una sorta di circolo che si auto-alimenta, il bagaglio informativo per nuove valutazioni *pre-trading*.

In punto di tutela del risparmiatore, lôimportanza da attribuire alla fase del *post trading*, dunque, è duplice: in prima battuta perché rende trasparente anche la fase conclusiva dellôoperazione finanziaria, così che il cliente può esercitare una funzione di controllo sulla diligenza dellôoperato dellôintermediario; in seconda battuta, poi, perché corroborerà il sostrato informativo delle future scelte da parte dellôinvestitore che potrà valutare le condizioni finanziarie a lui ottimali in relazione alle varie sedi di negoziazione.

Per questa duplice ragione, il legislatore della riforma ha deciso di tutelare maggiormente la fase del *post trading* rendendone effettivo il disposto con una disposizione *ad hoc*. Lôart. 79 *ter* TUF, significativamente rubricato ñconsolidamento delle informazioniò, stabilisce che, al fine di garantire che i partecipanti al mercato e gli investitori possano raffrontare i prezzi pubblicizzati dalle varie *trading venues*, la Consob, sentita la Banca dôItalia, può individuare con regolamento misure volte ad eliminare gli ostacoli che possono impedire il consolidamento delle informazioni e della relativa pubblicazione.

Lôimponente regime informativo normativamente richiesto dalôart. 79 *bis*, infatti, sarebbe risultato lettera morta in difetto della disposizione in questione che, al contrario, crea in capo alla Consob un vero e proprio obbligo di assicurare lôeffettività della concorrenza tra le sedi di negoziazione degli ordini.

A questa disposizione, alla quale va guardato con favore, il legislatore ha, però attribuito natura meramente programmatica, come dimostra lôassenza nel reg. mercati di disposizioni attuative *ad hoc* del disposto primario ([709]). Così, ad esempio, in caso di omissione allôautorità di vigilanza del c.d. *transaction reporting*, vale a dire quel documento contenente un *set* informativo più ampio sulle operazioni concluse, la Consob potrà soltanto esercitare il generico potere di vigilanza informativa di cui allôart. 8 TUF. Nel caso di inosservanza delle richieste informative in tal senso, la Consob potrà oltretutto irrogare una sanzione amministrativa ai sensi dellôart. 190 TUF che richiama, tra gli altri, proprio il disposto di cui allôart. 8 TUF. Questa funzione repressiva, tuttavia,

([709]) Lo denuncia DE POLI, *La nuova gestione cit.*, pag. 80.

non attiene, né potrebbe farlo, alla disciplina del consolidamento delle informazioni ï ovvero alla rimozione preventiva degli ostacoli che lo impediscono - bensì al diverso profilo della corretta risposta sanzionatoria in relazione ai comportamenti devianti dellôintermediario.

Di talché, non è dato comprendere come la Consob, in concreto, possa garantire effettivamente la capillare informazione presso il pubblico dei risparmiatori, durante tutto il periodo di svolgimento delle negoziazioni, né quali siano gli ostacoli che dovrebbe eliminare. Lôart. 79 *ter* assomiglia dunque ad una norma a metà che rende incompiuto quel positivo processo di sviluppo della tutela dellôinvestitore ([710]).

Che la scelta di armonizzare e di rendere al massimo della trasparenza il regime delle piattaforme di negoziazione possa considerarsi una scelta vincente è, quindi, tutto da verificare, stante il difetto di un assetto di vigilanza al pari del regime di informazione normativamente richiesto, soprattutto in sede di inesatto adempimento degli obblighi di informazione delle *trading venues*. Ciò perché, come è stato più sopra dimostrato, si può riscontrare una positiva correlazione poteri di vigilanza di cui dispone la Consob ed informazione fornita in modo chiaro e tempestivo da parte del soggetto abilitato ([711]).

Nella *mens* del legislatore comunitario, in conclusione, il processo di *price discovery* avrebbe dovuto essere garantito non da una concentrazione degli scambi ma da una concentrazione delle informazioni ([712]). Abbiamo visto, tuttavia, come il meccanismo virtuoso della concorrenza tra le *trading venues* potrebbe essere inficiato dallôimperfezione della struttura del sistema di pubblicità delle informazioni: non soltanto non è stato specificato il contenuto del requisito che determina la pubblicazione delle informazioni (vale a dire le condizioni commerciali ñragionevoliò) ma non è stata data nemmeno concreta attuazione al disposto, con finalità preventiva, di cui allôart. 79 *ter* TUF. In questo contesto parzialmente definito, tanto lôintermediario quanto il cliente potrebbero risultare svantaggiati: il primo a ricercare le informazioni, il secondo a verificare il trattamento ricevuto ([713]).

([710]) GIMIGLIANO-NAPPINI, *Art. 13 cit.*, pagg. 389 e ss.

([711]) *Ibidem*.

([712]) DI GASPARE, *Metamorfosi cit.*, pagg. 99 e ss., ricorda come negli USA vi è lôobbligo di concentrazione delle informazioni, relative alla fase *pre trading* e *post trading*, in unôunica banca dati.

([713]) SEPE, *Mercati regolamentati cit.*, pag. 128 e ss.

4.6.3. *I servizi di* execution only.

Lôart. 6, comma 2 *quater*, TUF attribuisce alla Consob il potere di individuare le condizioni alle quali i soggetti abilitati non sono obbligati ad acquisire le informazioni dai clienti per la valutazione di adeguatezza ed appropriatezza. Tale esenzione, però, è limitata soltanto a due servizi di investimento: lôesecuzione di ordini per conto dei clienti e la ricezione e trasmissione di ordini.

Col sistema MIFID viene quindi introdotta unôimportante eccezione, già a livello di norma primaria, circa gli obblighi informativi gravanti sugli intermediari. In tali casi il soggetto abilitato, nelle ipotesi che andremo a vedere, potrà direttamente procedere allôesecuzione dellôoperazione finanziaria.

Nonostante la fonte legge consenta unôesenzione informativa piena, ossia attinente tanto al *test* di adeguatezza quanto al *test* di appropriatezza, la Consob ha deciso, nella sua potestà regolamentare, di limitare tale esenzione esclusivamente al *test* di appropriatezza. Questa posizione normativa è già un importante indice di come lôautorità di vigilanza consideri ñpericolosoò un simile istituto. Lôenorme sbilanciamento a favore dellôintegrità e dellôefficienza dei mercati finanziari, a discapito della tutela del risparmiatore, ha indotto la Consob a limitare fortemente lôambito di operatività della c.d. *execution only* ([714]).

La norma cardine dellôistituto è lôart. 43 reg. intermediari che consente ai soggetti abilitati di prescindere dalle valutazioni di appropriatezza laddove siano cumulativamente soddisfatti quattro requisiti.

In primo luogo, gli strumenti finanziari devono essere ñnon complessiò ([715]). La limitazione riposa sul rilievo che, in presenza di tali strumenti, si presume che il risparmiatore al dettaglio sia in grado di comprenderne agevolmente natura e rischi.

In secondo luogo, un simile regime di esecuzione deve essere espressamente richiesto dal cliente. Questo è il requisito più delicato posto che, per diminuire i costi

([714]) DURANTE, *Le regole cit.*, pagg. 44 e ss.; MORRA, *Art. 4 cit.*, pagg. 138 e ss.; ID., *Adeguatezza cit.*, pagg. 529 e ss.

([715]) La medesima disposizione specifica che sono tali quegli strumenti finanziari ñ*connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, a strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato), OICR armonizzati ed altri strumenti finanziari non complessi*ò.

unitari di ogni singola operazione, gli investitori potrebbero essere tentati, avallati da comportamenti opportunistici degli intermediari, a richiedere esecuzioni più rapide e meno costose ma, senza alcun dubbio, più pericolose siccome non informate.

In terzo luogo, il cliente che richiede un simile regime è destinatario di una particolare informativa che, a dire il vero, si limita allôesternazione, da parte del soggetto abilitato, circa lôassenza di un preciso obbligo, su di lui gravante, in relazione allôappropriatezza del servizio. In sintesi, lôinformazione in questione si traduce nella dichiarazione che il cliente non beneficerà di alcuna protezione informativa riguardo lôappropriatezza.

Lôultimo requisito, invece, concerne lôapplicabilità, anche nelle ipotesi di *execution only*, della disciplina sul conflitto di interessi. Né, dôaltronde, una simile disposizione potrebbe stupire posto che, con la recezione del sistema MIFID, il conflitto di interessi è divenuto oggetto di una più ampia politica di adeguatezza organizzativa([716]) e, quindi, come tale prescinde da qualsiasi modalità meramente esecutiva di una singola operazione finanziaria.

Lôart. 44 reg. intermediari, al fine di delimitare lôambito oggettivo dellôistituto in esame, specifica quando gli strumenti finanziari non sono da considerare complessi. Fermo restando che lôart. 43 reg. intermediari stila un elenco di strumenti finanziari che, per presunzione legale assoluta, sono considerati come ñnon complessiò, la norma ora in esame ne individua altri mediante la fissazione di una serie di criteri quantitativi e qualitativi.

Sono strumenti finanziari non complessi tutti quelli diversi dalle azioni e dalle obbligazioni e dalla maggior parte di strumenti finanziari derivati ([717]). Ancora, sono

---

([716]) Cfr. paragrafo 4.4.3.

([717]) Per la precisione, lôart. 44 reg. intermediari fa riferimento a tutti gli strumenti finanziari diversi da ñ*c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure*ò nonché da ñ*d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti; e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del*

strumenti finanziari non complessi quelli che soddisfano alternativamente tali requisiti: frequenti opportunità di cedere, riscattare od ottenere altrimenti il corrispettivo di tale strumento a prezzi che siano pubblicamente disponibili per i partecipanti al mercato([718]); non implicare alcuna passività effettiva o potenziale per il cliente che vada oltre il costo di acquisizione dello strumento; disponibilità pubblica di informazioni sufficientemente complete ed agevole comprensione sulle sue caratteristiche in modo tale che il cliente al dettaglio medio possa prendere una decisione informata in merito alla realizzazione o meno di unôoperazione su tale strumento.

A parte il riferimento al cliente al dettaglio ñmedioò, nozione dai confini incerti che non trova corrispondenza né in fonti di rango primario né in quelle di rango secondario, si deve sottolineare come la maggior parte dei casi oggetto di contestazione giudiziaria ï ad esempio in occasione dei *defaults* Cirio e Parmalat ï concernono strumenti finanziari che, dopo la recezione del sistema MIFID, ricadrebbero, in quanto non complessi, nel regime di *execution only* ([719]).

Ad onor del vero, una simile conclusione deve essere correttamente contestualizzata. Non tutti i casi di sollecitazione allôinvestimento, aventi ad oggetto strumenti finanziari non complessi, ricadrebbero nel regime di *execution only*. In effetti, gli artt. 43 e 44 reg. intermediari devono essere sistematicamente coordinati con gli artt. 94 e ss. TUF che impongono, oltretutto quali fonti di rango superiore, lôobbligo

---

*contratto; f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione; g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini; h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito; i) contratti finanziari differenziali; j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini*ò.

([718]) Tali prezzi devono essere quelli di mercato o quelli messi a disposizione, ovvero convalidati, da sistemi di valutazione indipendenti dallôemittente.

([719]) MORRA, *Adeguatezza cit.*, pagg. 532 e ss.

preventivo del prospetto dôofferta. Questo fondamentale filtro informativo, oggetto del vaglio della Consob circa la sua completezza e comprensibilità, consentirebbe di sopperire, a monte, al difetto di flusso informativo previsto a valle. Di talché, lôapprovazione da parte dellôautorità di vigilanza certificherebbe la qualità informativa concernente lôoperazione di appello al pubblico risparmio.

Tale garanzia normativa, pertanto, mitigherebbe il rigido regime esecutivo assegnato, nella nuova normativa MIFID, agli strumenti finanziari non complessi soggetti al procedimento di *execution only*.

Tuttavia, come si è visto precedentemente ([720]), i dissesti Cirio e Parmalat sono stati caratterizzati proprio dallôelusione degli artt. 94 e ss. TUF. Invero, le due aziende, collocando i loro titoli presso investitori istituzionali, hanno beneficiato dellôesenzione dallôobbligo di prospetto ai sensi dellôart. 100 TUF. Questa strategia ha permesso alle due aziende di scaricare le loro passività finanziarie verso gli istituti di credito che a loro volta, attraverso negoziazioni per conto proprio col cliente, hanno trasferito i relativi oneri economici del dissesto ai risparmiatori.

In conclusione, e tenendo in considerazione quanto sopra osservato, riferire i servizi di *execution only* ï vale a dire servizi che, esonerando lôintermediario da qualsiasi onere e responsabilità, presentano il grado più basso di tutela del cliente - a contratti di investimento che hanno dato luogo alla casistica più corposa di controversie tra intermediari e risparmiatori traditi in punto di informazione lacunosa, rappresenta una scelta assolutamente non convincente.

([720]) Cfr. *amplius* il paragrafo 2.5.1.

4.7. Valutazione finale dellôidoneità del rinnovato contesto normativo alla luce delle esigenze di tutela dellôinvestitore.

Lôultimo paragrafo tenta, in una sorta di valutazione complessiva, di saggiare lôimpatto della nuova normativa sulla tutela dellôinvestitore.

In altri termini, si vuole verificare se essa sia stata realmente idonea a colmare le lacune e ad eliminare le inefficienze del sistema previgente ovvero se la stessa non si sia limitata, piuttosto, ad introdurre modifiche meramente formali nel rapporto intermediario ï investitore.

Il banco di prova sarà costituito dalla (futura) riduzione o meno del contenzioso giudiziario tra intermediario e risparmiatori: soltanto così, infatti, potrà sostenersi che la novella europea abbia realmente inciso sulla materia finanziaria, rendendo più selettivi ed efficaci i servizi offerti in base agli specifici profili di rischio dei singoli risparmiatori.

La lettura e la valutazione finale delle disposizioni recettive del sistema MIFID non è facile o, meglio, ad una normativa stratificata ed estremamente dettagliata come quella di cui ci si è occupati nei capitoli che precedono non è sempre agevole dare una valutazione ordinata e sistematica.

Convivono, in altri termini, aspetti di luci ed ombre: ciò vuol dire che soltanto per taluni aspetti si registra un deciso miglioramento della tutela dellôinvestitore e, di conseguenza, la correzione di quelle *defaillances* che il mercato finanziario aveva mostrato nel regime precedente lôintervento della novella comunitaria. Le ombre, secondo una chiave di lettura ottimistica, potranno essere considerate alla stregua di valutazioni *de iure condendo* in ottica di una futura correzione legislativa, vale a dire al fine di migliorare gli obiettivi sfuggiti e parzialmente perseguiti.

Appare utile, come sforzo conclusivo dellôopera, rivedere ï sia pur sinteticamente ï le numerose innovazioni introdotte dal sistema MIFID. Nonostante i paragrafi che precedono abbiano già offerto unôanalisi dettagliata dei nuovi istituti e delle modifiche a quelli previgenti, una breve disamina dellôintervento del legislatore europeo permetterà

ï sintetizzando le linee essenziali di ogni modifica apportata - di trarre delle prime valutazioni globali sulla nuova regolamentazione introdotta ([721]).

Abbiamo visto come la disciplina introdotta dal sistema MIFID sia disegnata per principi ed appaia contraddistinta da una volontà di liberalizzazione, di responsabilizzazione degli operatori e di *favor* per la concorrenza.

Il *corpus* normativo europeo, complesso e stratificato in livelli di regolamentazione diversi come impone la procedura Lamfalussy, ha privilegiato una tecnica legislativa precisa e dettagliata. Come è facile comprendere, una simile tecnica assicura, con le sue precise disposizioni, unôarmonizzazione massima. Agli Stati membri non sono infatti consentiti margini apprezzabili di discrezionalità legislativa né, tantomeno, clausole elastiche foriere di incertezza applicativa. Come evidenziato nel corso dellôintera opera, uno degli effetti più benefici di questo approccio normativo capillare ha riguardato proprio lôintroduzione delle definizioni legali di ogni servizio di investimento ([722]).

Lôobiettivo della creazione di un mercato finanziario europeo, vale a dire la tappa finale del processo di integrazione e di armonizzazione finanziaria, ha poi portato allôintroduzione del c.d. *goldplating* secondo cui, salvi casi eccezionali, le disposizioni della normativa MIFID non possono essere derogate neanche in senso migliorativo per lôinvestitore. Si assiste, pertanto, al progetto di costruzione di un *level playing field* di livello comunitario ove tutti gli operatori finanziari, *ceteris paribus*, potranno operare in competizione tra di loro. La valorizzazione della concorrenza, oltretutto, ha visto estendere il proprio *favor* anche alle singole piattaforme di negoziazione, attraverso la configurazione di differenti *trading venues* alternative: i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici.

La nascita di nuove piattaforme di negoziazione è lôeffetto dellôabolizione del principio della c.d. *concentrantion rule*, ossia lôobbligo di svolgere le operazioni mobiliari unicamente in ambito borsistico. In altri termini, la MIFID ha riscritto la

([721]) Come precisato nel testo, per lôanalisi dettagliata dei vari istituti, si rimanda alle considerazioni svolte nei paragrafi che precedono.

([722]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.1.

fisionomia del mercato finanziario secondo lôauspicato modello concorrenziale europeo([723]).

Il nuovo sistema di negoziazione, demolendo il carattere monopolistico della borsa, consentirà agli operatori, e non più ai gestori, la diretta configurazione del mercato, con maggiore trasparenza e tutela per lôinvestitore. Oltre ad una generale riduzione dei costi, infatti, i singoli *traders* potranno scegliere la piattaforma di negoziazione ove operare in base alle proprie esigenze (ad es., velocità dellôesecuzione, qualità dellôinformazioneé). Ma non solo. Il meccanismo di *price transparency* ï sia inerente al *pre trading* che al *post trading* - consentirà agli investitori di confrontare i prezzi diffusi dalle varie piattaforme di negoziazione, così da spuntare le offerte finanziarie più vantaggiose in base alla tipologia di strumento finanziario negoziato ed al corretto adempimento della *best execution rule*.

A livello di strumenti finanziari primari, con la MIFID si è proceduto alla ñpromozioneò del servizio di consulenza che, nella nuova normativa, non è più configurata alla stregua di un servizio accessorio ([724]). La *ratio* del provvedimento è da ricercare nella natura pregiudiziale della consulenza rispetto alla stragrande maggioranza degli ordini negoziali emessi, soprattutto dalla clientela *retail*.

In altri termini, si è riconosciuto a questo servizio la natura di elemento determinante delle scelte allocative del risparmio, soprattutto laddove la consulenza si presenti in connessione con la gestione di portafogli o la negoziazione per conto terzi. La natura di servizio primario comporterà dunque, per il soggetto che presterà il servizio di consulenza, la necessità dellôautorizzazione e lôosservanza di uno statuto di regole comportamentali affine a quello già previsto per la prestazione degli altri servizi di investimento.

Poche innovazioni si sono registrate per quanto concerne la ñformaò, sia a livello di fonte primaria che a livello di fonte regolamentare, del contratto di investimento ([725]). Il legislatore europeo ha provveduto a meri ritocchi formali di quella che, senzôaltro, è risultata senza dubbio la disciplina meno modificata dalla recezione nel nostro ordinamento del sistema MIFID. Permangono dunque i due principali obblighi in punto

([723]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.2.3.
([724]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.2.2.
([725]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.3.

di forma contrattuale: lôobbligo di forma scritta ed il divieto di ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. Permane, ancora, la sanzione civile in caso di inosservanza di tali obblighi: la nullità relativa o di protezione, vale a dire quella forma di invalidità che, in deroga allôart. 1421 c.c., può essere fatta valere soltanto dalla controparte ritenuta più debole e quindi meritevole di maggior tutela.

Lôunica ñapparenteò discontinuità normativa sembra essere costituita dallôesclusione dellôonere della forma scritta per i negozi aventi ad oggetto il servizio di consulenza. Onere che, tuttavia, nei casi statisticamente più frequente, rimane sostanzialmente osservato atteso che la forma scritta prevista normativamente per il contratto quadro ñcopriràò anche il segmento iniziale costituito dalla consulenza.

Senza relegare le considerazioni che precedono in un piano marginale, non si può tuttavia nascondere come lôambito privilegiato della novella europea abbia riguardato la disciplina degli obblighi informativi gravanti sullôintermediario.

Il flusso informativo ï come abbiamo precedentemente illustrato ([726]) - costituisce il parametro di riferimento per ogni scelta tanto dellôinvestitore quanto dellôintermediario. Un simile flusso di dati, dalla e verso la clientela, viene incanalato in un procedimento a senso unico: il primo passaggio attiene al dovere di informarsi, il secondo a quello di informare. Lôimportanza della *subiecta materia* non è certo passata inosservata allôintervento legislativo ora allôesame che, a tal proposito, ha cercato di coniugare, in una sorta di delicato bilanciamento, lôinteresse alla rapida fruizione di informazioni di qualità con lôefficienza e lôintegrità economica dei mercati finanziari.

Brevemente, appare utile rimarcare come il primo passaggio fondamentale del dovere di informarsi sia costituito dallôobbligo, gravante sullôintermediario, di acquisire ogni informazione utile circa il profilo di esperienza finanziaria del proprio cliente. Soltanto operando in tal modo si può logicamente passare alla fase successiva, vale a dire la classificazione della clientela in una delle predeterminate tipologie previste dal sistema.

Mentre la normativa precedente era improntata ad una *suitability rule* (fin troppo) facilmente derogabile da una dichiarazione scritta del cliente (in caso richiesta di

([726]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.4.1.

informazione circa la pregressa esperienza) ovvero attraverso un ordine scritto del medesimo cliente (in caso di divieto di operazioni inadeguate), il novello sistema MIFID ha opportunamente introdotto, a fianco del giudizio di adeguatezza, quello di appropriatezza ([727]).

Lôesito infausto del primo ï che ha ad oggetto soltanto i servizi di consulenza e la gestione di portafogli ï comporterà un divieto incondizionato di prestare il servizio di investimento, non suscettibile di deroga neanche ï come invece era previsto nel precedente regime ï su ordine scritto dellôinvestitore. La *ratio* del divieto *tout court* è facilmente comprensibile se soltanto si pone mente al rilievo che, nella gestione di portafogli, le decisioni sono assunte direttamente dal soggetto abilitato mentre, nel servizio di consulenza, il rapporto fiduciario, che è alla base di ogni contratto di investimento, raggiunge il grado più elevato di affidamento del cliente.

Lôesito infausto del giudizio di appropriatezza ï che ha ad oggetto tutti gli altri servizi ed attività di investimento ï comporterà, al contrario, la possibilità di procedere, previa informativa circa lôinappropriatezza della stessa, allôoperazione finanziaria. In altri termini, il rischio della mancata appropriatezza dellôinvestimento verrà trasferito sul cliente.

Elemento peculiare del sistema MIFID, strettamente connesso a quanto sopra previsto in tema di *know your customer rule*, è la nuova classificazione della clientela([728]). Si è passati, in particolare, dalla bipartizione rigida e non comunicante del regime previgente (investitori *retail* - operatori qualificati) ad una tripartizione flessibile ed osmotica (controparte qualificata ï clienti professionali ï clienti al dettaglio).

Appare doveroso sottolineare, inoltre, che alla prima classificazione corrispondeva unôalternativa secca tra disapplicazione ovvero applicazione di quasi tutte le regole prudenziali; alla nuova classificazione invece corrisponde, secondo un principio di graduazione, una tutela informativa modulare graduata secondo la *need of protection*.

Lôasimmetria informativa, lungi dallôessere stata sottovalutata, è stata al contrario ñpersonalizzataò tenendo in considerazione le differenti esigenze di tutela degli investitori. Lôñascensore informativoò, alla stregua del principio di mobilità, potrà

([727]) Per il contenzioso giudiziale, vedi la giurisprudenza richiamata proprio nel paragrafo 4.4.1.
([728]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.4.2.

operare tanto verso lôalto (con un ridimensionamento del profilo di tutela) quanto verso il basso (con un ampliamento del medesimo profilo di tutela).

Il dovere di informarsi è stato completato, nel disegno MIFID, con la nuova regolamentazione in materia di conflitto di interesse ([729]).

Il profilo costitutivo della nuova regolamentazione risiede nella discontinuità normativa tra vecchio e nuovo regime. Sotto la disciplina previgente, tutti i soggetti abilitati erano tenuti ad organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in caso di conflitto, erano tenuti ad agire secondo la formula ñ*disclose or abstain*ò. Sotto la nuova disciplina, invece, la regolamentazione del conflitto di interessi diviene una vera e propria politica di impresa, uno statuto di regole di condotta che assurge a momento normativo fondamentale dellôoperato dellôintermediario.

Pur mantenendo distinte la dimensione ñpreventivo ï organizzativaò, vale a dire a livello dellôimpresa, da quella ñsuccessivo ï informativaò, vale a dire a livello del singolo cliente, con la recezione della novella comunitaria viene ora privilegiata la tutela preventiva o *ex ante* del conflitto. Lôattenzione si è spostata dunque, dal rapporto intermediario/cliente, allôassetto organizzativo del primo. Una simile scelta ha sancito il fallimento della politica della *disclosure* ed abbracciato, invece, quella delle *procedural rules*, accentuando di netto lôimportanza delle regole di organizzazione su quelle di trasparenza ([730]).

Si è compreso, in altri termini, come lôadozione, da parte del soggetto abilitato, di un sistema organizzativo proporzionato, efficiente e razionale possa costituire il migliore presidio per la correttezza dei comportamenti dellôimpresa di investimento nei confronti dei propri clienti.

Il conflitto di interessi, in altri termini, non viene più stigmatizzato ma considerato come ñfisiologicoò nellôoperatività del sistema finanziario: in ultima analisi, il legislatore comunitario non ha vietato *tout court* unôoperazione in conflitto di interesse bensì, in unôottica di tutela dellôinvestitore, soltanto quelle a questi pregiudizievoli. Di talché, il precetto ñ*disclose or abstain*ò ha perso definitivamente il secondo termine di relazione e rimodellato il primo.

([729]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.4.3.

([730]) Per il contenzioso giudiziale, vedi la giurisprudenza richiamata proprio nel paragrafo 4.4.3.

Brevis: dopo la recezione del sistema MIFID, le regole procedurali interne svolgeranno ora una duplice funzione perché costituiranno tanto i requisiti strutturali idonei allôautorizzazione ad esercitare lôintermediazione finanziaria (art. 18 TUF) quanto le barriere preventive al fine di rimuovere *ex ante* i potenziali conflitti di interesse (art. 21, comma 1 *bis*, TUF).

Abbiamo precisato sopra che lôambito privilegiato della riforma comunitaria è coinciso con la disciplina degli obblighi informativi. E che il dovere di informarsi è costituito in funzione del successivo dovere di informare, momento centrale dellôintera vicenda finanziaria. Questo perché, come si ricorda, lôinformazione ampia e puntuale costituisce il presupposto, fattuale e normativo, della scelta di ogni investitore.

Ora, il complesso normativo della MIFID non poteva certo ignorare lôimportanza di un simile momento, posto che è proprio lôasimmetria informativa che connota il rapporto tra intermediario e cliente ad impedire lôefficiente funzionamento del mercato finanziario. Si è visto come unôinformazione lacunosa o scorretta possa ledere lôautodeterminazione del risparmiatore pregiudicandone inevitabilmente la valutazione ai fini dellôinvestimento ([731]).

Per correggere lo sbilanciamento del rapporto contrattuale tra intermediario e cliente e per mitigare le forti asimmetrie informative che lo connotano, la novella comunitaria è intervenuta soprattutto a livello di normativa secondaria, ove il fulcro del dovere di informare diviene oggetto di una disciplina piuttosto dettagliata.

La triplice connotazione ñ*diligente, corretto e trasparente*ò che dovrebbe assistere il comportamento dellôintermediario, finalizzato teleologicamente al miglior servizio dellôinteresse dei clienti nonché allôintegrità dei mercati finanziari, ha prodotto un nuovo statuto di regole prudenziali che, in tema di informazione, distingue tra una struttura, una funzionalità ed un oggetto della stessa.

Le parole chiave per la struttura dellôinformazione sono diventate: correttezza, chiarezza e difetto di fuorvianza. La funzionalità dellôinformazione equivale alla comprensibilità della natura del servizio di investimento e dei rischi connessi. Per quanto infine concerne lôoggetto, il grado di dettaglio richiede, per ogni singolo

([731]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.5.

strumento finanziario, unôinformativa qualitativamente consistente circa le caratteristiche ed i rischi connessi.

La normativa secondaria, in sintesi, ha realizza un delicato contemperamento tra completezza dellôinformazione e fruibilità della stessa. Lo scopo, naturalmente, è quello di fornire al risparmiatore una documentazione al contempo dettagliata e snella, evitandogli rinvii ad ulteriore documentazione.

Questo perché un sistema composto di poche regole, chiare e dettagliate, può produrre esternalità positive tanto per gli investitori quanto per gli intermediari. Il legislatore europeo, in altri termini, ha privilegiato la strada del c.d. formalismo negoziale ove, ad una forte limitazione del requisito della volontà delle parti, si accompagna una riduzione ï benefica, in ottica di contenzioso giudiziario - degli spazi applicativi delle clausole e dei criteri generali ([732]). Il tutto per salvaguardare la fondamentale funzione assolta dallôinformazione nei servizi di intermediazione finanziaria.

Sebbene le regole di condotte, come è stato ampiamente dimostrato, occupino nella novella comunitaria un posto privilegiato, il sistema MIFID, nel suo intervento complessivo, ha ridisegnato anche la fase esecutiva dellôoperazione finanziaria.

Né poteva essere altrimenti se soltanto si considera che lôobbligo di osservare le regole prudenziali, in sede di negoziazione, rimarrebbe lettera morta se lôintermediario, in sede esecutiva, potesse discostarsi dal loro contenuto.

Nel sistema previgente, la *best execution rule* si fondava rigidamente sul fattore prezzo e sulla presunzione dellôesecuzione ottimale laddove lôoperazione fosse negoziata su di un mercato regolamentato ([733]).

Con lôabolizione del principio della *concentration rule*, sono stati inevitabilmente ridefiniti i requisiti strutturali della regola dellôesecuzione ottimale. La possibilità di adire nuove *trading venues*, invero, non poteva non costituire fattore da valutare nella fase esecutiva di unôoperazione di investimento. La nuova normativa, se da un lato ha confermato il fondamentale riferimento ai prezzi, dallôaltro ha ampliato e specificato il novero degli elementi che devono caratterizzare la migliore esecuzione.

([732]) Vedi per il contenzioso giudiziale, la giurisprudenza richiamata al paragrafo 4.5.
([733]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.6.1.

Il miglior risultato possibile è ora parametrato al prezzo, ai costi, alla rapidità ed alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dellôordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.

Analogamente alla materia del conflitto di interessi, anche quella inerente la fase esecutiva è divenuta, secondo il disegno europeo, una vera e propria ñstrategia di esecuzione degli ordiniò. Lô*execution policy* dovrà individuare, per ciascuna categoria di strumenti, le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile nonché orientare la clientela nella scelta della sede di esecuzione fra quelle individuate.

Questo nuovo contesto concorrenziale porterà dunque a rivalutare e rafforzare il ruolo della *best execution rule*. Col venir meno della presunzione di esecuzione ottimale in sede di mercato regolamentato, la *best execution rule* non solo recupererà il ruolo originario che le spetta ï vale a dire di regola posta a tutela degli investitori e non del mercato ï ma svolgerà contemporaneamente due funzioni essenziali.

La prima, presente anche nel vecchio regime sebbene limitata ai titoli non quotati, concerne la valorizzazione concorrenziale a livello di soggetti abilitati. La seconda, invece, corollario del nuovo *level playing field*, concerne la valorizzazione concorrenziale a livello di piattaforme di negoziazione.

Alla parte conclusiva della novella comunitaria è stata affidata la disciplina in tema di c.d. *price transparency policy* ([734]).

Scelta obbligata dopo lôabolizione del principio della concentrazione, una simile politica ï caratterizzando ogni *trading venue* - deve essere normativamente collocata nella cornice della *best execution* e della gestione controllata degli ordini della clientela.

Secondo il legislatore europeo, infatti, la ñnuovaò fase esecutiva di unôoperazione finanziaria dovrà percorrere idealmente tre tappe, espressione del dovere di diligenza: lôapplicazione della *best execution rule*; la gestione rapida, corretta e trasparente degli ordini della clientela; lôapplicazione della *post trade transaparency* in punto di pubblicazione delle informazioni rilevanti.

Viene sancita, nel disegno europeo, la correlazione direttamente proporzionale tra quantità e qualità dellôinformazione fornita ï in altri termini, tra la trasparenza e la

([734]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.6.2.

fruibilità dei dati concernenti lôoperato degli intermediari - e la tutela dellôinvestitore che, attingendo da tale complesso informativo, può operare scelte consapevoli e ponderate in ordine ai servizi di investimento.

Venuta meno la negoziazione obbligatoria nei mercati regolamentati, il delicato coordinamento tra le vari piattaforme ha imposto una particolare trasparenza ed una continua fruibilità informativa da parte dellôinvestitore. Questa peculiare *disclosure*, collocata nella fase esecutiva dellôinvestimento, rende effettiva e valorizza la concorrenza degli operatori nelle varie *trading venues*.

Si comprende facilmente lôattenzione posta sulla diligenza macroeconomica della piattaforma di negoziazione: in una sorta di circolo vizioso, ben si può sostenere che lôinformazione *post trading* di un investitore diverrà quella *pre trading* del successivo.

In effetti, nella trasparenza *pre trading* lôinformazione sul prezzo diviene elemento decisivo per il processo decisionale dellôinvestitore circa la preferenza nella scelta di una piattaforma di negoziazione invece che in unôaltra. Nella trasparenza *post trading*, al contrario, lôinformazione già acquisita diviene elemento decisivo per il diverso processo decisionale dellôinvestitore circa il mantenimento delle proprie operazioni finanziarie in una determinata piattaforma di negoziazione invece che in unôaltra.

Per concludere la nostra breve disamina, ci si deve soffermare su un istituto molto discusso per la sua natura fortemente sbilanciata verso lôintegrità e lôefficienza del mercato finanziario, a detrimento della protezione dellôinvestitore.

Limitatamente ai due servizi di investimento dellôesecuzione di ordini per conto dei clienti e della ricezione e trasmissione di ordini, sarà possibile per lôintermediario svolgere il proprio operato in regime di *execution only* ([735]).

Lôesclusione dal solo *test* di appropriatezza è pero subordinata ï è bene ricordarlo - alla sussistenza cumulativa di quattro requisiti: la presenza di strumenti finanziari ñnon complessiò; lôespressa richiesta da parte del cliente; lôinformativa, da parte dellôintermediario, circa lôassenza di un preciso obbligo, gravante sul soggetto abilitato, in relazione allôappropriatezza del servizio; lôosservanza della politica gestionale in materia di conflitto di interessi.

([735]) Vedi *amplius* il paragrafo 4.6.3.

I dubbi sollevati dal nuovo istituto, come già precedentemente evidenziato, attengono alla natura dello strumento finanziario coinvolto che, ferma restando la validità delle osservazioni già effettuate in quella sede, ha caratterizzato i noti dissesti delle aziende Cirio e Parmalat.

Terminata la breve disamina, e rappresentate sinteticamente le linee essenziali della normativa MFID, per tracciare un bilancio consuntivo dellôindagine fin qui condotta si possono evidenziare quelle che, dopo unôattenta analisi, sembrano costituire le scelte vincenti e quelle, invece, che hanno suscitato le maggiori perplessità.

Il parametro di riferimento rimane, sempre, quello della tutela dellôinvestitore e, in particolare, della reale capacità del sistema MIFID di rendere più selettivi ed efficaci i servizi offerti al risparmiatore in base agli specifici profili di rischio dei diversi clienti.

Tra le scelte vincenti si devono annoverare senza dubbio la tecnica di recezione, lôintroduzione delle *trading venues* alternative, la personalizzazione della *know your customer rule* e la tripartizione della clientela in classi mobili.

In particolare, la tecnica di recezione dettagliata, attraverso una trascrizione pedissequa della normativa comunitaria, ha eliminato le clausole di stile, foriere di numerosi problemi interpretativi. Lôintroduzione di nuove piattaforme di negoziazione, oltre a valorizzare la concorrenza a livello macroeconomico tra le *trading venues*, ha offerto allôinvestitore una maggiore scelta in sede di negoziazione ed un maggiore *set* informativo circa le transazioni finanziarie concluse nelle varie piattaforme. Le ultime due innovazioni, infine, appartengono al più ampio disegno di personalizzazione della tutela del cliente: la prima, con la predisposizione di due *tests* differenti, valuta lôopportunità dellôoperazione finanziaria mentre la seconda, con la classificazione del risparmiatore, valuta la sua esperienza finanziaria e la conseguente *need of protection*.

Tra le scelte che, invece, non hanno pienamente convinto si annoverano soprattutto lôenorme mole di nuove informazioni gravanti sullôintermediario, la nuova politica in tema di gestione del conflitto di interessi ed il regime dei servizi di *execution only*.

Per alcuni una normativa dettagliata, ipertrofica ed alluvionale non comporta sempre ed automaticamente un miglioramento delle condizioni di stabilità dei mercati

finanziari o di tutela dei risparmiatori ([736]). Si teme che un simile percorso possa condurre ad un eccesso di informazione che si risolverebbe, alla stregua di un effetto *boomerang*, in una vanificazione dellôobbligo informativo. Invero, la duplice esigenza di fornire al cliente ogni possibile informazione circa lôoperazione finanziaria ed alla banca ogni possibile dato concernente il cliente prima di operare, potrebbe finire per creare uno schermo informativo dietro al quale lôintermediario, che formalmente dimostra di aver adempiuto ogni obbligo cartaceo normativamente prescritto, potrebbe trincerarsi ([737]).

La tutela preventiva, gravante sullôorganizzazione imprenditoriale e sugli assetti dellôintermediario, segna il passaggio da una protezione diretta dellôinvestitore ad una maggiore responsabilizzazione dellôoperatore. Tuttavia, esprimere una fiducia incondizionata sul regolare operato del soggetto abilitato, vale a dire di una delle due controparti contrattuali, significa affidare incautamente la tutela dellôinvestitore nella mani dellôintermediario.

La ridefinizione del sistema di tutela del risparmiatore mira, invece, allôadozione di nuovi e più moderni strumenti normativi tesi allôannullamento ï o, quantomeno, al temperamento ï delle asimmetrie informative che fisiologicamente caratterizzano il rapporto negoziale tra intermediario e cliente. Il più rigoroso e stringente statuto di disciplina, non riguarda soltanto lôintermediario ma, più a monte, la stessa impresa di investimento e la sua politica di gestione.

In altri termini, lôarchitettura fondamentale dellôistituto, accentuando lôimportanza della politica di gestione, riposa su fondamenta precarie. La predisposizione delle misure organizzative preventive da parte dellôintermediario, vale a dire da parte di uno dei soggetti coinvolti nel conflitto di interesse, rischia di far rimanere ñsulla cartaò i due effetti benefici che la nuova disciplina in materia di conflitto di interessi dovrebbe apportare: la qualificazione dellôorganizzazione dellôimpresa come regola di comportamento, con sensibile miglioramento dellôefficienza della stessa; lôanticipazione della soglia di protezione del cliente.

Appaiono fin troppo fondati i timori di valutazioni discrezionali, ai limiti dellôarbitrarietà, circa lôidoneità organizzativa e le misure che intendono conseguirla.

([736]) MORERA, *I rapporti cit.*, pag. 41 e ss.
([737]) *Ivi*, pag. 49 e ss., che, a tal proposito, parla di ñ*grande alibi comportamentale*ò.

Infine, si assiste ad un vero e proprio ñsacrificioò della tutela in questione allôefficienza ed alla snellezza dei mercati finanziari nei casi di regime di *execution only*. Basti ricordare che i famosi *defaults* Cirio e Parmalat sono stati caratterizzati da contratti aventi ad oggetto la negoziazione di obbligazioni che, dopo la recezione del sistema MIFID, ricadrebbero nellôattuale regime di *execution only*. Naturalmente, e salvo meccanismi di elusione come quelli già analizzati precedentemente ([738]) e relativi proprio ai dissesti di cui sopra, riducono il fenomeno deviante le disposizioni in tema di appello al pubblico risparmio e, in particolare, quelle relativo allôobbligo preventivo del prospetto di offerta.

Questa sommaria sintesi, se da una parte sottolinea la convivenza di profili positivi e negativi del sistema in questione, dallôaltra non può dirsi esauriente e completa. Soltanto con il tempo potrà valutarsi lôeffettiva incidenza della MIFID sui rapporti tra intermediario e risparmiatori e su molteplici aspetti di organizzazione e di procedure interne delle imprese. E soltanto con il tempo potrà esaminarsi lôimpatto della nuova normativa finanziaria con la struttura ed il funzionamento dei mercati finanziari e dei loro operatori. Le future pronunce giurisprudenziali saggeranno, dunque, la reale portata della novella comunitaria.

A fianco di critiche parziali, afferenti a singoli istituti sopra analizzati, non sono mancate critiche di carattere generale allôimpianto della riforma. Dopo aver riportato le prime, si vuole concludere il capitolo esaminando le seconde.

Vi è, ad esempio, è chi ha sottolineato che le varie voci discordanti del sistema MIFID sarebbero da ricondurre allôacritico deferimento di un complesso normativo - che, in sede europea, è stato tarato sul sistema finanziario anglosassone - in un ordinamento giuridico, come il nostro, affatto diverso. Si sostiene infatti che, in un paese come lôItalia, ove il risparmio amministrato supera di gran lungo quello gestito, i contraenti deboli non siano oggetto di un sensibile miglioramento in punto di tutela([739]).

Unôaltra critica di carattere generale attiene poi allôomessa presa di posizione, da parte del legislatore europeo, circa la qualificazione giuridica dei rimedi civilistici posti a tutela dellôinvestitore ñtraditoò. Nonostante uno degli obiettivi del legislatore comunitario riguardasse proprio lo statuto di disciplina della tutela predisposta per

([738]) Cfr. i paragrafi 2.5 e 4.6.3.
([739]) MORRA, *Art. 4 cit.*, pagg. 138 e ss.

lôinvestitore, non è dato scorgere alcun riferimento alle invalidità, né alle conseguenze di ordine civilistico, in punto di inosservanza delle regole prudenziali a carico degli intermediari.

In altri termini, il legislatore europeo ha perso unôimportante occasione per dirimere una volta per tutte, con una sorta di interpretazione autentica, i numerosi contrasti giurisprudenziali sorti in ordine a questa delicato questione dogmatica ([740]).

Tale omissione normativa diviene ancora più inspiegabile se soltanto si pensa che la disciplina comunitaria contempla, per il raggiungimento dei fini normativamente imposti, sanzioni amministrative ed oltretutto fa salvo ñil diritto degli Stati membri di irrogare sanzioni penaliò ([741]).

In relazione alla MIFID, un autorevole autore propone, come considerazione finale, due letture ([742]): quella che definisce *in bonam partem* vede la nuova normativa porre al centro del mercato finanziario il risparmiatore e, nel contempo, esprime un enorme ñ*atto di fiducia nelle imprese di investimento, nella loro autonoma capacità di strutturarsi e di operare in modo efficiente (in altri termini, sono imposte alle imprese obiettivi e non percorsi puntuali che, al contrario, sta ad esse scegliere sottoforma di strategie o politiche di gestione, dunque un innalzamento del grado di responsabilità degli intermediari verso il mercato ed i risparmiatori)*ò; quella che definisce *in malam partem* vede, al contrario, una logica di protezione degli intermediari i quali, con un accorto utilizzo degli obblighi informativi, possono eludere o ridurre tale responsabilità (in altri termini, unôorganizzazione idonea unita al formale adempimento formale degli oneri informativi esonera da responsabilità il soggetto abilitato anche se, in concreto, si sia verificato un pregiudizio al risparmiatore).

Per concludere sul tema, si può affermare che, sebbene il tema della trasparenza, così intimamente connesso con lôintegrità dei mercati finanziari e la tutela dellôinvestitore, rivesta un ruolo cruciale nel sistema MIFID, la normativa comunitaria sembra aver disilluso in gran parte le aspettative di quanti auspicavano una svolta

---

([740]) Culminato con le sentenze delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione nn. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007. Per lôanalisi dellôevoluzione giurisprudenziale che ha portato alle pronunce di cui sopra, vedi *amplius* i paragrafi 2.4.3. e 2.4.4.

([741]) (art. 51, paragrafo 1, direttiva 2004/39/CE)

([742]) NIGRO, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MIFID*, in *Diritto delle banche e del mercato finanziario*, 2008, pagg. 12 e ss.

significativa in punto di protezione del risparmiatore. Il quadro delle tutele predisposte dal diritto speciale del mercato finanziario è ancora largamente incompleto ([743]).

Una simile constatazione, tuttavia, potrebbe essere letta in una chiave positiva se, come sostiene qualcuno, la MIFID deve essere guardata non come una ñrivoluzione normativaò bensì come mero disegno strategico di adeguamento e riposizionamento che delinea le tappe per un futuribile mercato finanziario comunitario ñeuro centricoò ([744]). Di conseguenza più che risposte, la MIFID ha posto nuove domande.

([743]) PERRONE, Less *cit.*, pagg. 79 e ss.
([744]) DI GASPARE, *Metamorfosi cit.*, pag. 93 e ss..

BIBLIOGRAFIA

AA. VV., *Lôattuazione della MIFID in Italia*, a cura di DôApice R., Bologna, Il mulino, 2010

AA. VV., *Lôattuazione della direttiva MIFID*, a cura di Irace A. e Farina M., Torino, Giappichelli, 2010

AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, a cura di De Poli M., Padova, Cedam, 2009

AA. VV., *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MIFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di De Mari M., Padova, Cedam, 2009

AA. VV., *MIFID, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di Zitiello L., Torino, Itaedizioni, 2007

AA.VV., *Testo unico della finanza*, Torino, Utet, 2002

ABBADESSA P., *Diffusione dellôinformazione e doveri di informazione dellôintermediario*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1982

AGNESE RINALDI A., *Il decreto MIFID e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Le Società*, 2008

ALBANESE A., *Regole di condotta e regole di validità nellôattività dôintermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Il Corriere Giuridico*, 2008

ALPA G. ï ZATTI P., *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, Padova, Cedam, 2003

ALPA G. ï CAPRIGLIONE F., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, Cedam, 1998

AMBROSINI S., *Le SIM: le ragioni di una scelta legislativa*, in *Le Società*, 1991

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2008

ANNUNZIATA F., *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1994

ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, Giuffré, 1993

ASCARELLI T., *Appunti di diritto commerciale*, Roma, in *Il foro italiano*, 1933

SCIARRONE ALIBRANDI A., *Il servizio di ñconsulenza in materia di investimentiò: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Diritto delle banche e dei mercati finanziari*, 2009

ASSOGESTIONI, *Legge 2 gennaio 1991, n. 1*, in *Quaderno di documentazione e ricerca*, 1991

BAGLIONI M., *La nuova disciplina degli intermediari mobiliari, commento agli artt.1-19*, in *Il Corriere Giuridico*, 1991

BANI E., *Il potere sanzionatorio delle Autorità Indipendenti. Spunti per unôanalisi unitaria*, Torino, Giappichelli, 2000

BERSANI G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, Giuffré, 2008

BIANCA C. M., *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Rivista di Diritto Civile*, 1983

BIANCHI DôESPINOSA L., *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, Giuffré, 1969

BIGIAVI W., *Recensione a U. Azzolina*, in *Giurisprudenza Italiana*, 1947

BIGIAVI W., *La piccola impresa*, Milano, Giuffré, 1947

BOLAFFIO L., *Commentario al codice di commercio*, Torino, Utet, 1923

BOMBELLI M. ï IATO M., *Obbligazioni Argentina e Cirio: responsabilità dellôistituto bancario intermediario*, in *Giurisprudenza di merito*, 2006

BRUNO R., *Lôesperienza dellôinvestitore e lôinformazione ñadeguataò e ñnecessariaò*, in *Giurisprudenza commentata*, 2008

BUFACCHI I., *La libertà di negoziazione nei mercati finanziari riduce il potere di vigilanza degli organi preposti*, in *Guida al diritto*, 2010

CAPRIGLIONE F., *Responsabilità e autonomia delle Autorità di controllo del mercato finanziario di fronte alla ñrisarcibilità degli interessi legittimiò*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2000

CAPRIGLIONE F., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, Padova, Cedam, 1997

CAPRIGLIONE F., *Note introduttive alla disciplina delle SIM e dellôorganizzazione dei mercati mobiliari*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca dôItalia*, 1991

CARDIA L., *Indagine conoscitiva sulle autorità amministrative indipendenti, audizione del 14 aprile 2010*, in www.consob.it

CARINGELLA F., MAZZAMUTO S., MORBIDELLI G., *Manuale di diritto amministrativo*, Roma, Dike, 2010

CARRIERO G, *La vigilanza sullôintermediazione mobiliare*, in *Le Società*, 1991

CASANOVA M., *Mediazione, commissione ed agenti di cambi*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1927

CASSESE S., *La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ï Consob e poteri indipendenti*, in *Rivista delle Società*, 1994

CERA M., *Lôattività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1994

CLARICH E., *Sanzioni amministrative nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Profili sostanziali e processuali*, in AA. VV., *Scritti in memoria di Aldo Piras*, Milano, Giuffré, 1996

COLTRO CAMPI C., *Responsabilità dellôagente di cambio per consigli dati in ordine ad operazioni sui titoli: osservazioni e richiami*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1967

COMUNALE B., *Lôordine di borsa*, Milano, Giuffré, 1981

CONTI C., *La legge sulle SIM. Aspetti di disciplina degli intermediari e di regole del mercato*, in *Rivista delle Società*, 1991

COSTI R., *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, 1993

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2008

COTTINO G., *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni Unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*, in *Giurisprudenza italiana*, 2008

COTTINO G., *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat*, bonds *argentini*, in *Giurisprudenza italiana*, 2006

CORRADO R., *I contratti di borsa*, Torino, Giappichelli, 1960

DI CATALDO V., *Lo «statuto speciale» delle SIM*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1992

DI MAJO A, *La tutela civile dei diritti*, Milano, Giuffré, 2001

DI MAJO A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1993

DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, Giuffré, 2009

DURANTE F., *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta "flessibili" per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giurisprudenza di merito*, 2008

DURANTE F., *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MIFID*, in *Rivista di diritto privato*, 2008

DURANTE F., *No alla "nullità virtuale" in caso di violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari: il tribunale di Roma "anticipa" le Sezioni Unite*, in www.dirittoefinanza.it

FABIANO A. E., *La negoziazione di* bond *e le conseguenze della violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario tra responsabilità per inadempimento e nullità del contratto*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2007

FALCONE G., GRECO G. L., ROTONDO G., *La responsabilità nella prestazione dei servizi di investimento*, Milano, Giuffré, 2004

FANTETTI F. R., *Tutela del risparmiatore e* class action*. Il caso Cirio*, in *La responsabilità civile*, 2008

FANTI F, *Vigilanza sui mercati, responsabilità della Consob e risarcibilità del danno,* in *Le Società,* 2004

FIMMANÒ F., *I gap di informazione e controllo nei* crac *Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma,* in *Le Società,* 2004

GALLETTI D., *La responsabilità dell'intermediario per l'illecito del dipendente o del promotore finanziario,* in *Giurisprudenza commerciale,* 2004

GAZZONI F., *Manuale di diritto privato,* Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2009

GENOVESI G., *Limiti della "nullità virtuale" e contratti su strumenti finanziari,* in *Corriere Giuridico,* 2006

GENTILI A., *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite,* in *I contratti,* 2008

GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari,* Milano, Giuffré, 2008

GRECO F., *Violazione di regole comportamentali e tutela: il "subbuglio" giurisprudenziale,* in www.ilcaso.it

GRECO G., *La vendita dei corporate bond tra giurisprudenza e riforma del risparmio,* in *Diritto della banca e del mercato finanziario,* 2006

INZITARI B. ï PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari,* Padova, Cedam, 2008

LOBUONO M., *La responsabilità egli intermediari finanziari,* Napoli, Jovene, 2001

LOMBARDI R., *Autorità amministrative indipendenti: funzione di controllo e funzione sanzionatoria,* in *Diritto amministrativo,* 1995

LUCCHINI GUASTALLA E., *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari,* in *Responsabilità civile e previdenza,* 2005

LUCCHINI GUASTALLA E., *Falsità del prospetto informativo, danno agli investitori e responsabilità civile della Consob,* in *La nuova giurisprudenza civile commentata,* 2004

LUKACS F., *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari,* in *Banca, Borsa e Titoli di credito,* 2006

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

MAFFEIS D., *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito,* in *I contratti,* 2008

MAFFEIS D., *Sostanza e rigore nella disciplina MIFID del conflitto di interessi,* in *Diritto delle banche e dei mercati finanziari,* 2008

MAGRO I., *Truffa contrattuale e configurabilità dell'aggravante dell'abuso della prestazione d'opera nelle attività dei servizi di investimento delle banche,* in *Giurisprudenza penale,* 2008

MARICONDA V., *L'insegnamento delle sezioni unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità,* in *Il corriere giuridico,* 2008

MARZONA N., *Gli organi di vigilanza sull'attività di intermediazione finanziaria,* in *Banca, Borsa e Titoli di credito,* 1994

MAUPOIL E., *La disciplina dell'insolvenza delle società di intermediazione mobiliare*, in *Il Fallimento*, 1991

MAZZAMUTO S., TERRANOVA G., *L'intermediazione mobiliare (studi in onore di Aldo Maisano)*, Napoli, Jovene, 1993

MAZZINI F., *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2008

MERUSI F., *Interessi e fini nei controlli sugli intermediari finanziari*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1989

MINERVINI G., *Sim e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, in *Il corriere giuridico*, 1991

MINERVINI G., *La nuova disciplina dell'insolvenza delle imprese di investimento: prime osservazioni*, in *Il corriere giuridico*, 1996

NIGRO A., *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MIFID*, in *Diritto delle banche e del mercato finanziario*, 2008

ONADO M., *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta. Storie di ordinaria spoliazione di azionisti e obbligazionisti*, in *Mercato, concorrenza regole*, 2003

PACE D. I., *Omessa vigilanza dell'UIC sugli intermediari finanziari: questioni di giurisdizione, posizione giuridica dei terzi danneggiati, responsabilità dell'organo di controllo*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2006

PALMIERI M., *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale,* in *Giurisprudenza commerciale,* 2005

PATRONI GRIFFI A. ï SANDULLI M. ï SANTORO V., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate,* Torino, Giappichelli, 1999

PICARDI L., *Sulla figura e sulle funzioni degli agenti di cambio,* in *Rivista di diritto commerciale,* 1951

POLIANI F., *Obblighi di informazioni ed acquisto di obbligazioni Parmalat,* in *I Contratti,* 2006

PORZIO M., *I valori mobiliari tra Banca d'Italia e C.O.N.S.O.B.,* in *Diritto delle banche e dei mercati finanziari,* 1987

POTO M., *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare. I custodi incustoditi,* Napoli, Jovene, 2008

PROIETTO F., *Il commento,* in *I Contratti,* 2008

RABITTI BEDOGNI C., *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria,* Milano, Giuffré, 1998

REALMONTE F., *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare,* in *Banca, Borsa e Titoli di credito,* 1994

RICCI E. F., *Fallimento e liquidazione coatta amministrativa nell'insolvenza delle SIM,* in *Giurisprudenza commerciale,* 1993

RIGHINI E., *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore,* in *Giurisprudenza commerciale,* 2009

ROPPO V., *I rimedi a tutela del cliente,* in *I servizi del mercato finanziario,* 2009

ROPPO V., *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf,* in *Danno e responsabilità,* 2008

ROPPO V., *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID,* in *Rivista di diritto privato,* 2008

RORDORF R., *La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio,* in *Il foro italiano,* 2000

ROTONDI M., *La borsa valori e i suoi organi,* in *Rivista di diritto commerciale,* 1949

RUGGERI M. ï TOMASSETTI A., *SIM insolventi, tutela dei clienti e fondo di garanzia,* in *Il Fallimento,* 1994

RUOPPOLO G., *Le borse e i contratti di borsa,* in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale,* 1970

RUSSO C. A., *Il caso Parmalat: tra conflitto dôinteresse del* lead manager *e tutela risarcitoria,* in *Giurisprudenza commerciale,* 2007

RUVOLO L., *Questioni in tema di obbligazioni argentini e rimedi contrattuali,* in *La nuova giurisprudenza civile commentata,* 2007

SALAFIA V., *La procedura sanzionatoria relativa ai servizi di investimento,* in *Le Società,* 1996

SANDULLI M. A., *Sanzioni amministrative,* in *Enciclopedia giuridica, Vol. X,* 1962

SANGIOVANNI V., *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario,* in *Giurisprudenza commerciale,* 2009

SANGIOVANNI V., *Il caso "my way" e il contratto aleatorio unilaterale,* in *Giurisprudenza di merito,* 2008

SANGIOVANNI V., *Commento* sub *art. 23,* in *I contratti,* 2008

SANGIOVANNI V., *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID,* in *Giurisprudenza italiana,* 2008

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 responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio,* in *Le società,* 2006

SANTORO V., *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari,* in *Rivista delle società,* 1994

SANTUCCI G. M., *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza colposa,* in *I contratti,* 2004

SARTORI F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche,* in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali,* 2008

SCHLESINGER P., *Mercato finanziario e regolamentazione operativa,* in *Banca, Borsa e Titoli di credito,* 1992

SCODITTI E., *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite,* in *Il foro italiano,* 2008

SCOGNAMIGLIO C., *Responsabilità dell'organo di vigilanza bancaria e danno meramente patrimoniale,* in *Banca, Borsa e Titoli di credito,* 1995

SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il "decreto EURSIM" e prima e dopo la recezione della MIFID),* in *Banca, Borsa e Titoli di credito,* 2011

SESTA M., *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed auto responsabilità del dichiarante,* in *Corriere Giuridico,* 2008

STALLA G., *L'insolvenza degli intermediari finanziari,* in *Il Fallimento,* 1994

STALLA G., *La liquidazione coatta amministrativa e le società fiduciarie,* in *Il Fallimento,* 1993

TASSONE S., *Valutazione dell'adeguatezza dell'investimento in strumenti finanziari ed interpretazione "comunitariamente orientata",* in *Giurisprudenza civile,* 2010

TOPINI M., *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento,* in *Giurisprudenza commerciale,* 1999

TUOZZO M., *La Consob è, dunque, responsabile in concreto,* in *Contratto e impresa,* 2004

VALERI G., *Per la sistematica dei contratti commerciali,* in *Rivista di diritto commerciale,* 1943

VETTORI G., *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio,* in *Obbligazioni e contratti,* 2008

VIGO R., *Gruppo di società e manipolazione del mercato. Una pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2010

WEILLER G., *Natura giuridica dell'attività dell'agente di cambio*, in *Rivista bancaria*, 1953

ZUCCONI GALLI FONSECA E., *Il contraddittorio davanti alle autorità amministrative indipendenti e la legittimazione ad impugnare i loro provvedimenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009