



## INDICE-SOMMARIO

### I CAPITOLO

#### IL MERCATO FINANZIARIO E IL RUOLO SVOLTO DAGLI INTERMEDIARI. L'INFORMAZIONE QUALE STRUMENTO PER RIMUOVERE LE ASIMMETRIE INFORMATIVE

1. Il mercato e gli intermediari finanziari.....	6
2. Il ruolo svolto dagli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e nell'offerta al pubblico di acquisto.....	10
3. Regole di condotta e riserva di attività a favore dei soggetti abilitati....	15
4. Fondamento normativo del dovere di informazione mobiliare.....	19
5. L'evoluzione della cornice normativa.....	23
6. Prestazione dei servizi e delle attività di investimento: dalla legge Sim al recepimento delle MiFID.....	25
7. Il problema della responsabilità degli intermediari nel caso di inadempimento degli obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento.....	40
8. Modalità dell'offerta, qualità dell'investitore e responsabilità dell'intermediario.....	45

II CAPITOLO  
LA RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO

1. Offerta al pubblico di vendita o di scambio di prodotti finanziari. La disciplina del prospetto informativo.....	48
2. Responsabilità da prospetto e da omesso prospetto.....	55
3. La natura giuridica della responsabilità da prospetto.....	60
4. Gli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali sulla natura giuridica della responsabilità da prospetto.....	63

III CAPITOLO  
GLI OBBLIGHI DI CONDOTTA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI  
NELL'ATTIVITA' DI PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

1. Contratto quadro. Forma, natura giuridica e rapporto con i singoli ordini di investimento.....	68
2. I criteri generali di comportamento.....	75
2.1 Obblighi generali di correttezza e di diligenza.....	76
2.2 Gli obblighi informativi.....	80
2.3 Gli obblighi organizzativi.....	82
2.4 Regole in materia di conflitto di interessi.....	82
3. L'obbligo di acquisire informazioni sul cliente.....	87
4. Rifiuto di fornire informazioni.....	92
5. La classificazione della clientela.....	94
6. <i>Know your merchandise rule</i> .....	100
7. Obblighi di informazione “attiva”.....	102
8. <i>Suitability rule</i> .....	109
9. Il giudizio di appropriatezza.....	112
10. <i>Execution only</i> .....	114

11. Concorso di colpa dell'investitore.....	115
---	-----

#### IV CAPITOLO

##### VIOLAZIONE DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI E RIMEDI A TUTELA DELL'INVESTITORE TRA (IN)VALIDITA' DEL CONTRATTO E RESPONSABILITA' PER INADEMPIMENTO

1. La natura imperativa delle regole sull'informazione.....	118
2. Le violazioni degli obblighi informativi quali ipotesi di nullità.....	121
3. Le violazioni degli obblighi informativi quali fonti di responsabilità da inadempimento.....	128
4. Le violazioni degli obblighi informativi quali cause di annullamento per vizi del consenso: tesi minoritaria.....	133
5. La soluzione interpretativa delle Sezioni Unite: le sentenze n. 26724 e 26725 del 2007.....	135

#### V CAPITOLO

##### LA POSIZIONE DELLE SEZIONI UNITE E GLI INTERROGATIVI APERTI

1. La sentenza delle Sezioni Unite come punto di arrivo?.....	140
2. (segue) le differenti violazioni.....	143
3. Commercializzazione a distanza dei servizi di investimento e strumenti finanziari.....	149

BIBLIOGRAFIA.....	158
-------------------	-----



## I CAPITOLO

### IL MERCATO FINANZIARIO E IL RUOLO SVOLTO DAGLI INTERMEDIARI. L'INFORMAZIONE QUALE STRUMENTO PER RIMUOVERE LE ASIMMETRIE INFORMATIVE

#### 1. Il mercato e gli intermediari finanziari

Il termine “mercato” deriva dal sostantivo latino *mercatus*, a sua volta discendente dal verbo *mercari* che significava “far commercio, trafficare”; ha, pertanto, da sempre indicato un luogo, anche ideale, in cui si svolgono gli scambi e, quindi, dove si realizza l'incontro tra offerta e domanda.

Con la nozione di regolazione o di disciplina del mercato, in termini giuridici, si fa riferimento a un insieme di norme con le quali il legislatore stabilisce dei criteri volti a regolare interessi tipicamente connessi a determinati atti e a operazioni di scambio di beni<sup>1</sup>. Tale concezione comporta che il termine “mercato” abbia carattere polisemico, in quanto suscettibile di assumere diversi significati a seconda della tipologia dei beni scambiati e dei servizi prestati.

---

1 Cfr. G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. Dir.*, agg. V, Milano, 2001, p. 746.

In particolar modo, la disciplina del mercato finanziario<sup>2</sup> indica un complesso di norme che regolano le operazioni finanziarie consistenti nell'investimento, ovvero nell'allocazione del *surplus* di denaro degli investitori in impieghi di varia natura ma tutti avvinti da una medesima funzione teleologica, consistente nella prospettiva di un accrescimento della ricchezza investita<sup>3</sup>.

La *ratio* della normativa che disciplina i mercati finanziari va ravvisata nell'interesse ad ottenere le migliori condizioni di efficienza allocativa del risparmio. Tale fondamento può, poi, essere osservato da un duplice punto di vista rilevando sia come interesse del singolo investitore, affinché, tramite l'operazione finanziaria, si possa allocare in maniera più idonea il proprio risparmio, sia nella prospettiva dell'interesse, di natura pubblicistica, del sistema economico complessivamente considerato, al buon funzionamento del mercato: la normativa del mercato finanziario consente, infatti, di realizzare il trasferimento di ricchezza da settori dell'economia in avanzo a quelli in disavanzo, per consentire una più giusta distribuzione delle risorse.

La tutela di tali interessi non può prescindere dalla previsione di regole volte a favorire una scelta consapevole di chi investe circa la disposizione della propria ricchezza in esubero. Il legislatore deve, pertanto, predisporre regole che garantiscano la trasparenza in ordine alla destinazione della ricchezza investita, ai rischi propri dell'operazione finanziaria nonché al grado di possibilità che dall'investimento si possa ricavare concretamente un utile.

La ragione da cui nasce l'esigenza della previsione di norme poste a

---

2 A sua volta il mercato finanziario si distingue in mercato creditizio, mercato assicurativo e mercato dei valori mobiliari; tale tripartizione tiene conto sia della diversità dei prodotti oggetto della contrattazione sia del differente ruolo svolto dagli intermediari nel mercato di riferimento.

3 Cfr. G. FORESTIERI – P.MOTTURA, *Il sistema finanziario. Istituzioni, mercati e livelli di intermediazioni*, Milano, 2000, p. 18.

presidio della trasparenza è da ravvisare nella particolarità dell'oggetto scambiato nel mercato finanziario, ovvero i prodotti finanziari, efficacemente definiti “prodotti particolarmente pericolosi; anzitutto perché sono più difficilmente conoscibili, dal momento che si risolvono in contratti e il loro contenuto non fa riferimento ad elementi che rientrino nella normale conoscenza dei fenomeni”; inoltre tali contratti “scambiano un bene presente con un bene futuro, la cui esistenza e consistenza sfugge in larga misura al controllo del soggetto che attende la futura prestazione”<sup>4</sup>.

In tale contesto si inserisce l'attività degli intermediari finanziari, che assume una valenza notevole: il legislatore, sia nazionale che europeo, ha, infatti, predisposto diverse regole di condotta e, tra queste, ha previsto specifici obblighi informativi, tesi ad ottenere la trasparenza delle operazioni finanziarie, in forza dei quali gli intermediari sono tenuti a trasmettere al contraente debole una quantità notevole di informazioni, sia nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento che nell'offerta al pubblico di strumenti finanziari, entrambe attività attraverso le quali gli investitori impiegano, sotto varie forme, i propri risparmi in attività finanziarie.

Il ruolo che svolgono gli intermediari nei confronti della clientela consiste, in particolar modo, nella fornitura di servizi, di informazioni e di assistenza nella destinazione del risparmio verso le operazioni finanziarie più adeguate al singolo cliente rendendo, in tal modo, possibile, così come osservato anche dalla teoria economica degli ultimi decenni, il trasferimento delle risorse finanziarie dai risparmiatori al sistema delle imprese, pubbliche o private<sup>5</sup>; trattasi di un momento cruciale del sistema

---

4 Così R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. Trim. dir. proc.civ.*, 1993, p. 720.

5 Cfr. F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002; D. FABBRI – G. FIORENTINI – L. A. FRANZONI, *L'analisi economica del diritto*, Roma, 1997.



economico contemporaneo.

Tramite l'imposizione di specifici obblighi di condotta di natura informativa in capo agli intermediari finanziari il legislatore intende, in particolar modo, far sì che si possa ovviare o, quanto meno, attenuare lo squilibrio informativo tra i soggetti operanti nel mercato finanziario che, come sopra osservato, deriva dalla opacità che connota l'oggetto contrattuale, ovvero i prodotti finanziari.

Il suddetto squilibrio informativo e, conseguentemente, l'asimmetria di potere contrattuale<sup>6</sup> tra i soggetti operanti nel mercato, potrebbe, infatti, essere fonte di danni nei confronti degli investitori non professionali<sup>7</sup>, che sono di norma soggetti non particolarmente esperti: se la contrattazione si svolge in un modello paritario, un'informazione incompleta colpisce egualmente le parti non cagionando alterazioni rilevanti dell'assetto regolamentare in favore di una<sup>8</sup>; se le informazioni, di rilevante interesse ai fini della conclusione di un atto di scambio, sono, invece, asimmetricamente possedute dalle parti, può accadere che la parte, che goda del vantaggio conoscitivo sull'altra, possa approfittare di tale situazione a scapito del contraente debole.

---

6 “L'informazione incide sulla forza contrattuale, così A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2004, p. 561.

7 A seconda del livello di conoscenza dell'investitore in materia di intermediazione finanziaria, il legislatore, prima europeo e poi interno, ha suddiviso i clienti in “controparti qualificate”, “clienti professionali” e “clienti al dettaglio. Per garantire un corretto equilibrio tra la necessità di regolare normativamente i servizi di investimento e l'efficienza e la flessibilità della regolamentazione stessa, è stato previsto un triplice livello di tutela e, quindi, un diverso atteggiarsi delle regole di informazione, distinto in base al bisogno di tutela dell'investitore, inteso come bisogno di integrazione della conoscenza per effettuare scelte consapevoli di investimento. Cfr. P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-R. LENER, Milano, 2011, pp. 259 ss.

8 A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, *op. cit.*, p. 559.

## **2. Il ruolo svolto dagli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e nell'offerta al pubblico di acquisto**

Per individuare il ruolo svolto dagli intermediari finanziari e, successivamente, la responsabilità degli stessi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nel collocamento e nell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, appare, preliminarmente, opportuno specificare cosa si intenda per servizi di investimento nonché dare, poi, una definizione di intermediari abilitati a prestarli.

Il legislatore, all'art. 1, 5° co., T.U.F., fornisce, in particolare, la definizione dei servizi e le attività di investimento che possono consistere nella:

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

Il legislatore non ha, pertanto, elaborato una nozione generale di servizi di investimento ma, in linea con quanto compiuto dal legislatore europeo nell'allegato 1, sez. A della Direttiva 2004/39/CE, ha elencato analiticamente le varie tipologie di servizi che si considerano di investimento in quanto hanno ad oggetto "strumenti finanziari"<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Art. 1 T.U.F., "Definizioni", 2° co.: Per "strumenti finanziari" si intendono: *a*) valori mobiliari; *b*) strumenti del mercato monetario; *c*) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio; *d*) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*», accordi per scambi futuri di tassi di

Tale elenco è da considerarsi chiuso anche se la tassatività dei servizi di investimento è temperata dal potere che il legislatore riconosce, in capo al Ministro dell'economia e delle finanze, di individuare servizi e attività ulteriori<sup>10</sup>.

La negoziazione per conto proprio consiste, segnatamente, nell'attività di acquisto o di vendita degli strumenti finanziari, in

---

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 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.

3° co.: Per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d).

4° co.: I mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari.

10 Art. 1, co. 2-bis., T.U.F.: "Il Ministro dell'economia e delle finanze, con il regolamento di cui all'articolo 18, comma 5, individua:

a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di

contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti: l'intermediario, su richiesta del cliente, gli vende strumenti finanziari di sua proprietà ovvero li acquista direttamente dal cliente stesso. La vendita in contropartita diretta, che riguarda esclusivamente il mercato secondario (ovvero titoli già presenti sul mercato), comporta, pertanto, un impegno del patrimonio dell'intermediario in quanto presuppone che questi o sia titolare degli strumenti finanziari compravenduti o, in caso di strumenti derivati, diventi, intervenendo in via diretta, parte contrattuale dei contratti medesimi.

Pur non sostanziandosi nell'esecuzione di ordini provenienti dalla clientela, rientra nella nozione di negoziazione per conto proprio anche l'attività del *market-maker* che, secondo quanto disposto dall'art. 1, co. 5-*quater*, T.U.F., è quella del “soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti”. Ulteriore modalità operativa riconducibile alla negoziazione per conto proprio è quella dell’“internalizzatore sistematico”, ex art. 1, co. 5-*ter*, T.U.F., “soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordine del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione”. L'internalizzazione sistematica è, dunque, una modalità alternativa di prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio in cui l'internalizzatore, ancorché intermediario, costituisce una sede di esecuzione alternativa ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione<sup>11</sup>.

---

altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine;

b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera j), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine”.

11 Cfr. M. LUPI, *Art. 1, 5° co, co. 5-bis, co. 5-quater, co. 5-quinquies, co. 5-sexies; 6° co. Servizi e attività di investimento, negoziazione per conto proprio, market maker,*

Per quanto concerne l'esecuzione degli ordini per conto dei clienti (anche denominato negoziazione per conto terzi)<sup>12</sup>, è il servizio con cui l'intermediario, su richiesta del cliente, acquista o vende i titoli nelle varie sedi di negoziazione. Consiste, più precisamente, nella ricerca di una o più controparti, in vista dell'esecuzione di un'operazione di acquisto o di vendita di un determinato strumento finanziario o di un determinato quantitativo di strumenti finanziari. Nello svolgimento di tale attività, l'intermediario non impegna, a differenza di quanto avviene in caso di negoziazione per conto proprio, posizioni proprie e, dunque, gli effetti dell'operazione non ricadono sul suo patrimonio. La ricerca della controparte non si svolge, poi, con tecniche di offerta di massa e tale aspetto vale a differenziare tale servizio dall'attività di collocamento.

Ulteriore servizio di investimento è, poi, la sottoscrizione e/o il collocamento, con o senza forme di garanzia, per il quale l'intermediario, generalmente nell'ambito di offerte al pubblico di strumenti finanziari, li colloca presso gli investitori. A seconda se con o senza garanzia l'intermediario rispettivamente assume o no su di sé il rischio della riuscita dell'operazione che, in mancanza di garanzia, rimarrebbe in capo all'emittente.

La gestione di portafogli è, invece, quel servizio per il quale il cliente incarica l'intermediario di gestirgli in tutto o in parte il proprio patrimonio in strumenti finanziari, spettando, in tal caso, all'intermediario decidere, su base discrezionale e individualizzata, come e quando acquistare o vendere

---

*gestione di portafogli, ricezione e trasmissione di ordini, servizi accessori*, in M. FRATINI-G. GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Milano, 2012, p. 52.

<sup>12</sup> L'esecuzione degli ordini per conto dei clienti era denominata negoziazione per conto terzi nel regime ante MiFID, ovvero prima che il legislatore europeo intervenisse nel settore dell'intermediazione finanziaria con le *Markets in financial instruments directives* finalizzate ad armonizzare le legislazioni dei Paesi membri aventi ad oggetto la materia *de qua*. Circa gli interventi legislativi in materia di intermediazione finanziaria, sia da parte del legislatore europeo che nazionale, si analizzeranno più ampiamente nel prosieguo della trattazione.

titoli, sulla base di un mandato conferito dai clienti.

Per quanto riguarda la ricezione e trasmissione di ordini, tale servizio comprende, *ex art. 5-sexies, T.U.F.*, “la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione)”. In tale servizio, dunque, l'intermediario, ricevuto un ordine dal cliente lo trasmette ad un altro intermediario, piuttosto che eseguirlo esso stesso.

Con la consulenza in materia di investimenti l'intermediario presta, invece, consigli o raccomandazioni a un cliente, dietro sua richiesta o su iniziativa del prestatore de servizio, relative ad una o più operazioni concernenti un determinato strumento finanziario. Caratteristica del servizio è che il consiglio o la raccomandazione siano personalizzati, ossia presentati come adatti al cliente o basati sulle caratteristiche del cliente stesso, e non sono, invece, diffuse al pubblico mediante canali di distribuzione.

La gestione di sistemi multilaterali di negoziazione consiste, infine, nella gestione di sistemi in cui, in base a regole predeterminate, si incontrano interessi multipli di acquisto e di vendita relativi a strumenti finanziari in modo di dare luogo a contratti. Un sistema di negoziazione costituisce, pertanto, una sorta di mercato aperto ad una pluralità di operatori.

### 3. Regole di condotta e riserva di attività a favore dei soggetti abilitati

Dalla disamina dei diversi servizi di investimento appare evidente che il ruolo svolto dagli intermediari è sensibilmente diverso a seconda del tipo di servizio prestato. In ogni caso, però, l'intermediario, nei vari contratti di investimento, non diventa mai un vero e proprio rappresentante. “La fattispecie tipizzata dall'art. 1388 c.c. esige un negozio autonomo di conferimento dei poteri di rappresentanza oltre alla spendita del nome perché si produca la c.d. efficacia diretta nella sfera del rappresentato del negozio posto in essere dal rappresentante. Sembra (...) che le SIM possano agire come rappresentanti dei loro clienti in base ad un contratto di gestione (...) e non già sulla base di un negozio di conferimento di poteri. (...) non può trarsi argomento contrario dalla disposizione (...) secondo la quale l'affidamento dell'incarico deve avvenire con contratto scritto, ove devono essere specificati alcuni elementi quali la natura dei servizi e i poteri conferiti. Infatti qui si vuole alludere ai limiti dell'oggetto della gestione e al tipo di operazioni che sono consentite e non già alla necessità di un negozio di procura vero e proprio e cioè di legittimazione rappresentativa”<sup>13</sup>.

Secondo le ricostruzioni più attendibili l'intermediario è un mandatario-fiduciario del cliente anche se, comunque, non sarebbe possibile ricondurre, senza ulteriori specificazioni, le diverse fattispecie di contratto di investimento alla figura generale del mandato *ex art. 1703 ss., c.c.*

Secondo la teoria economica, qualunque sia il servizio di investimento interessato, il rapporto tra intermediario e cliente è da configurare quale relazione di agenzia. In particolare, il cliente, in qualità di mandante (*principal*), sosterebbe un costo, ovvero pagherebbe il prezzo del

<sup>13</sup> Così G. VISINTINI, *Rappresentanza e responsabilità nell'intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, a cura di S. MAZZAMUTO-G. TERRANOVA, Napoli, 1993, p. 137.

servizio, quale corrispettivo dell'attività professionale prestata dall'intermediario (*agent*), il quale possiede risorse e competenze specialistiche<sup>14</sup>.

In tale quadro si colloca, poi, la normativa che disciplina le regole di comportamento cui devono attenersi gli intermediari che, peraltro, hanno anche la funzione di limitare i suddetti costi di agenzia.

Occorre però distinguere a seconda se l'attività dell'intermediario consista nella prestazione sei servizi o delle attività di investimento o sia svolta nell'ambito di un'offerta al pubblico di prodotti finanziari.

La normativa delle regole di comportamento in materia di servizi di investimento è orientata a tutelare la correttezza e la trasparenza comportamentale e, pertanto, è destinata a trovare applicazione nei confronti di qualsiasi cliente, ovvero anche quando l'investitore sia professionale, anche se, in quest'ultimo caso, alcune disposizioni, dettate esclusivamente a tutela del contraente debole, subiranno una deroga.

Al contrario, la disciplina in materia di offerta al pubblico di acquisto prevede delle regole volte a realizzare la trasparenza delle operazioni tramite la pubblicazione di un prospetto informativo. Tale normativa non trova, però, applicazione qualora la sollecitazione all'acquisto riguardi soggetti qualificati in ragione della loro conoscenza e della loro esperienza in campo finanziario. Nell'ambito dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, il ruolo dell'intermediario consisterà, infatti, nel garantire la correttezza, la completezza e la veridicità del contenuto del prospetto informativo che deve necessariamente essere pubblicato nel caso in cui la sollecitazione all'investimento sia rivolta a investitori non professionali.

Ulteriore differenza, sotto il profilo della disciplina, tra le iniziative

---

<sup>14</sup> Per una rassegna del contenuto delle teorie volte a motivare le ragioni d'esistenza e le funzioni tipiche degli intermediari finanziari, cfr. G. CESARONI, *Teorie dell'intermediazione finanziaria. Una rassegna critica*, in *Studi e note di economia*, 1998, n. 2, p. 67 ss.



volte alla sollecitazione all'investimento e le attività di prestazione dei servizi finanziari consiste nel fatto che mentre le prime sono tendenzialmente libere, potendo chiunque raccogliere risparmio attraverso l'offerta al pubblico di prodotti finanziari, lo svolgimento dei servizi di investimento nei confronti della clientela costituisce un'attività riservata in quanto i servizi relativi possono essere erogati esclusivamente da soggetti espressamente autorizzati.

La peculiarità delle caratteristiche dell'attività di prestazione dei servizi di investimento hanno, infatti, imposto un modello di tutela incentrato, da un lato, sulla previsione di regole di condotta e, dall'altro lato, sugli aspetti soggettivi della riserva di attività agli intermediari abilitati, secondo quanto disposto dall'art. 18 T.U.F.

In particolare gli intermediari sono quei soggetti che possono prestare i servizi di investimento a seguito di una specifica autorizzazione rilasciata, a seconda dei casi, dalla Consob, dalla Banca d'Italia o dalle equivalenti autorità della Comunità europea, che consente di verificare la sussistenza dei requisiti di professionalità, onorabilità e solidità finanziaria dell'intermediario, e sottopone i soggetti autorizzati ad un regime di vigilanza continua. Secondo tale disciplina, possono essere intermediari:

- ≡ le società di intermediazione mobiliare, c.d. sim, ovvero le imprese di investimento italiane;
- ≡ le banche italiane;
- ≡ le società di gestione del risparmio (c.d. Sgr) italiane;
- ≡ gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario tenuto dalla Banca d'Italia;
- ≡ banche di Paesi comunitari;
- ≡ imprese di investimento di Paesi comunitari;
- ≡ imprese di investimento extra-comunitarie;
- ≡ banche extra-comunitarie;

≡ gli agenti di cambio.

La riserva di attività opera, inoltre, diversamente a seconda del tipo di intermediario.

Nel 1° comma dell'articolo 18 T.U.F. il legislatore conferisce, infatti, solo alle imprese di investimento<sup>15</sup> e alle banche<sup>16</sup> una riserva piena alla prestazione di tutti i servizi e le attività di investimento.

Gli altri intermediari potranno, invece, prestare solo alcune tipologie di servizi e attività di investimento.

Le società di gestione del risparmio possono, infatti, essere autorizzate dalla Banca d'Italia esclusivamente all'esercizio dell'attività di gestione di portafogli, dell'attività di consulenza e di commercializzazione di fondi comuni o sicav.

Per quanto riguarda gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario tenuto dalla Banca d'Italia, possono essere autorizzati alla negoziazione per conto proprio e all'esecuzione degli ordini dei clienti, limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché alla prestazione servizio di sottoscrizione o collocamento.

Infine gli agenti di cambio, iscritti nel ruolo unico nazionale tenuto dal Ministero dell'economia e delle finanze, possono svolgere solamente l'attività di esecuzione di ordini, collocamento, gestione di portafogli, ricezione e trasmissione di ordini e consulenza.

---

15 Ai sensi dell'art. 1 T.U.F. sono “imprese di investimento”:

- le SIM, ovvero le società di intermediazione mobiliare costituite in Italia e autorizzate *ex art.* 19 T.U.F.;
- le imprese di investimento comunitarie, ovvero costituite in uno stato membro diverso dall'Italia e operanti nel territorio italiano in regime di mutuo riconoscimento dell'autorizzazione rilasciata dall'Autorità del Paese d'origine;
- le imprese di investimento extracomunitarie, costituite in un Paese terzo e autorizzate *ex art.* 28 T.U.F. alla prestazione in Italia dei servizi di investimento.

16 Per banche si intendono, *ex art.* 1 T.U.B., le imprese, italiane o estere, autorizzate all'esercizio dell'attività bancaria.

#### 4. Fondamento normativo del dovere di informazione mobiliare

Sia nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento che nella sollecitazione del risparmio, nonostante la diversità tipologica delle due attività, essendo la prima indirizzata in concreto verso un soggetto determinato mentre la seconda rivolta a un pubblico indeterminato (differenza che determina alcune delle conseguenze precedentemente esaminate) gli intermediari finanziari dovrebbero intervenire quali correttivi della disparità di posizioni contrattuali, per colmare il *gap* informativo e consentire che l'investitore possa formare correttamente la propria volontà contrattuale, muovendo dal presupposto che una scelta contrattuale consapevole, da parte del contraente debole, non possa prescindere dall'acquisizione della conoscenza esatta dei termini della contrattazione.

L'informazione che gli intermediari sono tenuti a fornire agli investitori ha, quindi, in primo luogo, una funzione di tutela dell'investitore *uti singulus* ma è, poi, posta anche a presidio di un interesse generale, ovvero la funzionalità del mercato. In presenza di asimmetrie informative e, quindi, nell'impossibilità di monitorare gli impieghi, gli investitori, generalmente non inclini al rischio, sarebbero portati a non prestare a nessuno il loro *surplus* di denaro. Ciò potrebbe causare la crisi delle imprese che, in mancanza di fonti di finanziamento, sarebbero costrette a rinunciare ad investire. Al contrario, l'informazione data dagli intermediari agli investitori fa sì che questi ultimi possano impiegare il proprio denaro con cognizione di causa e sicurezza e, inoltre, la maggiore conoscenza dell'oggetto scambiato li renderebbe più propensi a investire nel mercato i risparmi trasformati, poi, in capitale di impresa<sup>17</sup>.

Nell'ordinamento giuridico interno, il fondamento normativo che

---

<sup>17</sup> Cfr. P. ABADESSA, *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1982, p. 305.

consente di considerare l'informazione mobiliare, volta al perseguimento di un interesse alla conoscenza, non come fatto ma come valore, bene giuridicamente tutelato, è rinvenibile nella carta costituzionale all'art. 47, norma collocata nel Titolo III dedicato ai rapporti economici. In particolare, tale disposizione al 1° comma prescrive che “la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito”: bene giuridicamente tutelato dalla Costituzione è, dunque, la raccolta del risparmio.

Tutela della raccolta del risparmio significa, da un lato, difesa della liquidità monetaria quale valore in se stesso ma, dall'altro lato, comporta anche la garanzia delle posizioni giuridiche soggettive degli investitori, della libertà economica dei cittadini, in attuazione, inoltre, dell'art. 3 Cost., e del diritto della persona a un'esistenza libera e dignitosa, essendo il risparmio possibile strumento, di contenuto patrimoniale, esplicativo di tale ultimo diritto<sup>18</sup>.

La tutela del risparmio passa, pertanto, attraverso la tutela dei risparmiatori che, a sua volta, viene garantita attraverso l'informazione, finalizzata alla conoscenza e rivolta agli investitori, strumento che consente loro di scegliere, consapevolmente e liberamente, se e come investire il denaro risparmiato. L'informazione viene, pertanto, elevata a valore in quanto ritenuta dal legislatore mezzo idoneo a soddisfare l'interesse alla conoscenza relativamente all'oggetto della contrattazione.

L'interpretazione in chiave personalista della tutela costituzionale del risparmio consente, dunque, di costruire uno statuto che garantisca concretamente il risparmiatore, e il dovere di informazione, principio che informa l'attività di intermediazione mobiliare in ogni suo aspetto, è chiara espressione di detta interpretazione e costituisce uno dei nuclei normativi

---

18 Cfr. V. SCALISI, *Dovere di informazione*, in *L'intermediazione mobiliare*, Napoli, 1993, p. 86.

forti della normativa in tema di diritti del risparmiatore<sup>19</sup>.

L'informazione è, pertanto, strumento imprescindibile per la tutela dell'investitore e, conseguentemente, anche del risparmio.

Per rintracciare il fondamento del dovere di informare l'investitore occorre, inoltre, considerare la dimensione europea della disciplina dell'informazione.

Posto che i valori mobiliari rappresentano fonte essenziale di finanziamento delle imprese, la normativa europea ha inteso facilitare la creazione di un mercato unico degli investimenti, in cui sia garantita l'allocazione ottimale delle risorse, avendo particolare riguardo alla realizzazione della trasparenza delle operazioni, per prevenire il rischio di abuso, e alla protezione degli investitori che passa attraverso la previsione di regole volte ad informarli.

“Anche se per la tutela dell'investitore privo di specifiche competenze gradualmente negli ultimi venti anni è stata emanata una disciplina *ad hoc*, la sua posizione contrattuale di *profane* lo colloca inevitabilmente all'interno della categoria dei consumatori, cosicché la tutela del consumatore diventa norma generale rispetto a quella speciale che prende in esame la posizione dell'investitore”<sup>20</sup>.

L'art. 38 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea prescrive, in particolare, che le politiche dell'Unione garantiscano un elevato livello di protezione dei consumatori.

L'art. 169 TFUE prevede, poi, che, al fine di promuovere gli interessi dei consumatori ed assicurare loro un livello elevato di protezione, l'Unione contribuisce a promuovere il “diritto all'informazione” che, pertanto, a livello europeo assume rilievo costituzionale<sup>21</sup>.

---

19 Cfr. V. SCALISI, *Dovere di informazione*, *op. cit.*, p. 87.

20 G. GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI – R. LENER, Torino, 2011, p. 54.

21 Cfr. R. ALESSI, *I doveri di informazione*, in *Manuale di diritto privato europeo*,

Il legislatore europeo individua, inoltre, immediatamente lo strumento attraverso il quale attuare concretamente la tutela del consumatore: al 2° paragrafo dell'art. 169 TFUE è, infatti, previsto che l'Unione contribuisca al perseguimento dell'obiettivo di protezione del consumatore e di informazione dello stesso mediante misure adottate a norma dell'art. 114, ovvero attraverso il meccanismo di “ravvicinamento delle legislazioni”, finalizzato alla realizzazione del mercato interno<sup>22</sup>.

Nell'ambito di tutela del consumatore, principio generale dell'ordinamento europeo, si colloca, dunque, la disciplina specifica della tutela dell'investitore non istituzionale. Il legislatore dell'Unione, per perseguire l'obiettivo di creare una disciplina uniforme dei mercati finanziari, ha, infatti, provveduto a disporre un sistema che tuteli in modo concreto ed efficiente il risparmiatore-investitore, regolando in via normativa (soprattutto attraverso lo strumento delle direttive) i doveri informativi che incombono in capo agli intermediari finanziari e le modalità attraverso le quali si devono svolgere i flussi informativi tra gli stessi e gli investitori, per correggere le distorsioni che, altrimenti, si genererebbero nell'allocazione del risparmio.

Alla luce della normativa, sia interna che europea, il dovere di informazione è da considerare, quindi, quale elemento caratterizzante e qualificante dell'attività di intermediazione mobiliare, “connaturato ad essa e conformativo della stessa: si potrebbe dire vero e proprio elemento naturale”<sup>23</sup>.

---

Milano, 2007, p. 391.

22 Ravvicinamento delle legislazioni. Art. 114 TFUE “Salvo che i Trattati non dispongano diversamente, si applicano le disposizioni seguenti per la realizzazione degli obiettivi dell'art. 26. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno (...)”.

23 Così V. SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1994, II, p. 175.

Il compito svolto dagli intermediari si è via via trasformato nel corso degli anni, secondo una prospettiva tendente a valorizzare sempre più l'informazione, in forza sia di una normativa che ha attribuito ad essi ruoli ulteriori e diversi da quello originario di mero soggetto interposto tra l'emittente e l'investitore, sia in forza di un'interpretazione che tende a riconoscere all'intermediario il ruolo di guida dell'investitore a partire dall'instaurarsi del rapporto e anche nel corso del suo svolgimento<sup>24</sup>.

## **5. L'evoluzione della cornice normativa**

La legislazione dei contratti del mercato finanziario è piuttosto complessa a causa delle plurime fonti normative interne, sia primarie che secondarie, e di derivazione europea. Tutte le fonti sono, comunque, accomunate dalla previsione del binomio “trasparenza – informazione” che ha interessato, in maniera sempre più penetrante ed evidente, l'evoluzione della disciplina dei rapporti economici privati<sup>25</sup>: il legislatore ha, infatti, inteso proteggere l'investitore nel momento dell'investimento, garantendogli ogni mezzo conoscitivo, affinché possa effettuare tale scelta in modo consapevole.

Al riguardo occorre sottolineare che se, da un lato, il legislatore ha provveduto ad individuare sempre più dettagliatamente specifici obblighi informativi in capo agli intermediari che intervengono nell'investimento finanziario, non sempre esaustivo è stato, però, dall'altro lato, l'intervento normativo volto a individuare le conseguenze civilistiche nonché la responsabilità degli intermediari finanziari in caso di violazione degli stessi.

Così, data la peculiarità delle operazioni effettuate nel mercato

---

<sup>24</sup> M. DE MARI, *Informativa “post contrattuale” e servizi di investimento*, in *Giur. Comm.*, maggio-giugno, 2012, p. 409/I.

<sup>25</sup> Cfr. R. ALESSI, *I doveri di informazione*, *op. cit.*, p. 393.

finanziario, in ragione delle asimmetrie informative conseguenti soprattutto al “pericoloso” oggetto contrattuale, già a partire dagli anni Settanta del secolo scorso sia la dottrina che la giurisprudenza si erano preoccupate di “verificare la compatibilità dei principi di diritto comune con la disciplina speciale e la possibilità tecnica di colmare le lacune di una legislazione frammentaria con il ricorso a principi di diritto comune”<sup>26</sup>.

In particolar modo, il diffondersi di prodotti finanziari atipici caratterizzati da opacità e il conseguente aumento di rischio di danni per gli investitori dovuto, anche, all'adozione di tecniche spesso spregiudicate di sollecitazione del pubblico risparmio<sup>27</sup>, ha fatto sorgere il dubbio circa la compatibilità di principi e regole proprie del diritto contrattuale di fonte codicistica in caso di inadempimento degli obblighi informativi, nel mercato finanziario, nel caso in cui non si rintracci qui un speciale ed espresso rimedio civilistico *ad hoc*.

Come osservato da attenta dottrina, “la ricerca dei rimedi a presidio dei doveri di informazione rimane indubbiamente influenzata (...) dalle modalità dell'incontro tra i *partners* contrattuali (emittente e/o intermediario da una parte e investitore non qualificato dall'altra), e segnatamente dal diverso atteggiarsi della sequenza informazione-contratto nella sollecitazione al pubblico risparmio o piuttosto nella vendita alla clientela a seguito di collocamento privato”<sup>28</sup>.

Al fine dell'individuazione della responsabilità in cui possono incorrere gli intermediari occorre, dunque, distinguere a seconda della fattispecie in cui si colloca l'inadempimento, perché diverso sarà il regime normativo conseguentemente applicabile.

---

26 Così G. ALPA, *Una nozione pericolosa: il c.d. “contratto di investimento”*, in *I valori mobiliari*, a cura di G. Alpa, 1991, p. 393.

27 Cfr. E. GUERINONI, *Le controversie in tema di contratti di investimento: forma, informazione, ripensamento e operatore qualificato*, in *Corr. Giur.*, 2011, p. 35 ss.

28 Testualmente R. ALESSI, *I doveri di informazione*, *op. cit.*, p. 430.



## **6. Prestazione dei servizi e delle attività di investimento: dalla legge Sim al recepimento delle MiFID**

Come già precedentemente illustrato, in caso di prestazione dei servizi e delle attività di investimento si è in presenza di un contratto in forza del quale l'intermediario fornisce una prestazione il cui contenuto varia a seconda del servizio di investimento.

Con l'espressione “servizi di investimento” ci si riferisce, infatti, ad una serie di attività tipiche, prestate dagli intermediari finanziari, attraverso le quali i risparmiatori possono investire il loro *surplus* di denaro in attività finanziarie, “che si indirizzano in concreto a beneficio di soggetti determinati, in quanto si svolgono sulla premessa di un rapporto contrattuale instaurato con questi ultimi, e che implicano l'erogazione di una prestazione, appunto correlata all'investimento in quella peculiare classe di prodotti consistenti negli strumenti finanziari”<sup>29</sup>.

La prima importante normativa dell'ordinamento nazionale in materia di prestazione dei servizi di investimento è costituita dalla l. 2 gennaio 1991 n. 1, più nota come “legge Sim”, che contiene la prima legislazione organica delle attività di intermediazione del mercato mobiliare<sup>30</sup>.

La legge Sim costituisce un vero e proprio spartiacque della disciplina dell'intermediazione finanziaria: per la prima volta, infatti, il legislatore definisce in termini generali le attività di intermediazione

---

29 G. GUIZZI, *Mercato finanziario, op. cit.*, p. 753.

30 Cfr. R. RORDORF, *Società di intermediazione mobiliare*, in *Enciclopedia del Diritto*, agg. V, Milano, 2001, p. 1042. Anche negli altri Paesi europei la regolamentazione organica dei servizi di investimento e dei soggetti abilitati a prestarli viene predisposta intorno agli anni '90 del secolo scorso: nel 1986 in Gran Bretagna si interviene con il *Financial Services Act*; nel 1988 viene emanata la *loi 22 gennaio n. 88-70* in Francia; in Spagna la materia viene regolata con il *decreto real 22 marzo 1989, n. 276 sulle sociedades y agencias de valores*.

mobiliare<sup>31</sup>, chiamate in un secondo momento “servizi di investimento” in seguito al recepimento delle direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE.

Novità rilevante è, poi, l'istituzione delle società di intermediazione mobiliare, cosiddette SIM, società polifunzionali<sup>32</sup> abilitate all'esercizio, assoggettato a peculiari forme di vigilanza, di qualsiasi attività di intermediazione finanziaria diversa dalla raccolta del risparmio e dall'erogazione del credito. Le società di intermediazione mobiliare, società per azioni aventi sede legale e amministrativa in Italia, iscritte in un apposito albo presso la Consob e sottoposte alla vigilanza della stessa, svolgono attività di intermediazione affiancandosi ai tradizionali operatori nel mercato mobiliare<sup>33</sup>.

Il legislatore aveva, inoltre, introdotto regole di comportamento cui gli intermediari finanziari si dovevano attenere nella prestazione dei servizi di investimento disponendo, in particolar modo, un sistema basato sulla

---

31 Art. 1 l. n. 1/91 “Attività di intermediazione mobiliare”: Per attività di intermediazione mobiliare si intende: a) negoziazione per conto proprio o per conto terzi, ovvero sia per conto proprio che per conto terzi, di valori mobiliari; b) collocamento e distribuzione di valori mobiliari con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c) gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari; d) raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari; e) consulenza in materia di valori mobiliari; f) sollecitazione del pubblico risparmio effettuata mediante attività anche di carattere promozionale svolta in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento, di cui all'articolo 18-ter, terzo comma, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modificazioni e integrazioni.

32 Art. 2 l. n. 1/91 “Esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare”: L'esercizio professionale nei confronti del pubblico delle attività di cui all'art. 1 è riservato alle società di intermediazione mobiliare, salvo quanto previsto negli articoli 16, 17, 18 e 19 ed è soggetto alle disposizioni della presente legge (...).

33 Prima dell'emanazione della legge Sim i soli intermediari riconosciuti erano le banche, le società fiduciarie e gli agenti di cambio. Per la legge bancaria del 1939 le società fiduciarie avevano la funzione di gestire beni patrimoniali per conto terzi e, per lo svolgimento di tale attività, erano soggette ad autorizzazione amministrativa e al controllo ministeriale. La l. n. 1/91 ha, poi, previsto che le società fiduciarie, per lo svolgimento della suddetta attività, debbano essere iscritte in una sezione speciale dell'albo delle società di intermediazione mobiliare. Il d. lgs. n. 415/1996 ha, da ultimo, stabilito l'obbligo di trasformarsi in Sim.

standardizzazione di regole comportamentali che imponevano principalmente oneri informativi: a fianco della previsione generale, per la quale gli intermediari si sarebbero dovuti comportare “con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente”<sup>34</sup>, vi erano ampi doveri informativi che si articolavano nelle due categorie, poi riproposte anche nelle normative successive, del “dovere di informare” l'investitore e del “dovere di informarsi” sull'investitore<sup>35</sup>. L'art. 6 l. Sim prevedeva, inoltre, un contenuto del contratto scritto con il cliente e vincoli organizzativi per evitare o comunicare al cliente ogni situazione di possibile conflitto di interessi nell'operazione.

Quanto alla normativa secondaria, l'autorità di vigilanza del mercato borsistico e mobiliare in genere, la Consob (istituita con la legge 7 giugno 1974, n. 216), in forza della delega contenuta nell'art. 9, 2° co., l. Sim, era intervenuta emanando il regolamento 2 luglio 1991, n. 5387<sup>36</sup>.

Nonostante la portata innovativa della legge Sim, la stessa a poco tempo dall'entrata in vigore, veniva già considerata come “una sorta di relitto storico”<sup>37</sup>. A soli due anni dalla sua emanazione, il Consiglio CEE interveniva, infatti, nel settore dell'intermediazione finanziaria con due normative comunitarie: la direttiva 15 marzo 1993, n. 93/6 sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, e la

---

34 Art. 6, co. 1, lett. a, l. n. 1/91.

35 Art. 6 l. n. 1/91 “Principi generali e regole di comportamento”: Nello svolgimento delle loro attività le società di intermediazione mobiliare: (...) b) devono pubblicare e trasmettere ai singoli clienti un apposito documento informativo contenente l'indicazione e la descrizione delle attività svolte nonché l'elenco dei soggetti appartenenti al proprio gruppo quale indicato all'art. 4 co. 3; (...) d) devono acquisire preventivamente le informazioni sulla situazione finanziaria del cliente rilevanti ai fini dello svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare; e) devono operare in modo che il cliente sia sempre adeguatamente informato sulla natura e sui rischi delle operazioni, sulle loro implicazioni e su qualsiasi atto, fatto o circostanza necessari per prendere consapevoli scelte di investimento o di disinvestimento (...).

36 Per un commento della l. Sim si rinvia a S. MAZZAMUTO – G. TERRANOVA, *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, Napoli, 1993.

37 Così A. PATRONI GRIFFI, *Il “Decreto Eurosim” e l'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, in *Giur. Comm.*, 1997, p. 5.

direttiva 10 maggio 1993, n. 93/22 sui servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

La direttiva 93/22/CEE, cosiddetta direttiva Isd, acronimo di *Investment Services Directive*, è, in particolare, considerata “la prima pietra angolare del quadro legislativo comunitario per i mercati finanziari”<sup>38</sup>.

Obiettivi della stessa erano di tutelare gli investitori e garantire un buon funzionamento dei mercati<sup>39</sup> per il perseguimento dei quali il legislatore aveva disegnato sia la struttura che il funzionamento del mercato, predisponendo norme di comportamento che garantissero la trasparenza delle transazioni<sup>40</sup>, sia la disciplina delle imprese di investimento, prevedendo un regime di apposite autorizzazioni e una particolare organizzazione interna<sup>41</sup>. La direttiva *de qua* introduceva, inoltre, il principio “di graduazione” per il quale, per garantire più efficacemente la tutela degli investitori, è opportuno tener conto delle varie esigenze di tutela delle diverse categorie di investitori e del loro livello di esperienza professionale<sup>42</sup>.

L'art. 11 della direttiva Isd prevedeva, poi, i principi che avrebbero costituito il contenuto minimo delle “norme di comportamento” delle imprese di investimento che sarebbero state “applicate in modo da tenere conto della natura professionale della persona a cui è fornito il servizio”. In particolar modo, tra i principi posti dal legislatore comunitario, si segnalano, come del resto già previsto nella legge Sim, i doveri dell'intermediario di agire in modo “leale ed equo”, con “la competenza, l'impegno e la diligenza necessari”, “nell'interesse, per quanto possibile, dei

---

38 Testualmente P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, *op. cit.*, p. 243.

39 Direttiva 93/22/CEE, cfr. 5°- 41°- 42° considerando.

40 Direttiva 93/22/CEE, cfr. 2°- 37°- 38°- 41°- 42° considerando.

41 Direttiva 93/22/CEE, cfr. rispettivamente 2° considerando e 5°- 29° considerando.

42 Direttiva 93/22/CEE, cfr. 32° considerando. A tal riguardo cfr. G. LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011, p. 135.

suoi clienti e dell'integrità del mercato”; le imprese di investimento, inoltre, avrebbero dovuto “informarsi sulla situazione finanziaria dei (...) clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto riguarda i servizi richiesti”, “trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i clienti”, “sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, .. provvedere che i .... clienti siano trattati in modo equo”.

La direttiva 93/22/CEE aveva come obiettivo la minima armonizzazione: ossia aveva imposto un'armonizzazione delle regole di condotta degli intermediari nei confronti dei clienti solo per principi generali, lasciando libero il Paese membro nella possibilità di individuare ed applicare regole nazionali specifiche in grado di perseguire in modo più incisivo e con una disciplina più ampia , i principi generali fissati a livello comunitario.

Per recepire la direttiva Isd il nostro legislatore delegava il governo che intervenne emanando il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, cosiddetto decreto Eurosim, che all'art. 17, in materia di regole di condotta, traspone quanto previsto all'art. 11 della direttiva Isd, introducendo delle novità rispetto alla l. Sim precedentemente in vigore. La Consob emanò, dal canto suo, il regolamento 30 settembre 1997, n. 10943 in materia di servizi di investimento e servizi accessori<sup>43</sup>.

Nel decreto Eurosim il legislatore struttura diversamente gli *standards* cui si devono attenere gli intermediari nello svolgimento delle loro attività.

Un elemento di novità rispetto alla normativa precedentemente in vigore è, in primo luogo, l'ampliamento delle finalità di tutela della normativa in materia di intermediazione finanziaria costituite non più dalla

---

<sup>43</sup> Sul tema cfr. P. PISCITELLO, *La Consob e gli intermediari finanziari: il nuovo regolamento sulla prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa e tit. di cred.*, 1998, II, p. 381.

sola tutela dell'investitore ma anche dell'integrità del mercato. A differenza di quanto disposto nell'art. 6 l. Sim, che indicava i parametri della “diligenza, correttezza e professionalità” come strumentali alla tutela del solo “interesse del cliente”, l'art. 17, 1° co., lett a), del d. lgs. n. 415/96, estende tali *standards* per garantire “l'integrità dei mercati”<sup>44</sup>. Alla luce della disciplina di cui al decreto Eurosim, il giudizio circa la diligenza e la correttezza deve, quindi, avere a riferimento non la sola operazione con l'investitore ma anche gli interessi generali del mercato.

Altro elemento di novità è, poi, costituito dal cambiamento del criterio della “professionalità”, al quale faceva riferimento l'art. 6, 1° co., lett a), l. Sim, con la “trasparenza” che, con la diligenza e la correttezza costituisce il parametro di riferimento per verificare la giustezza dell'attività dell'intermediario.

La disciplina dei mercati finanziari è stata successivamente riordinata e, allo stesso tempo, innovata con il d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, testo unico delle disposizioni in materia finanziaria (comunemente denominato T.U.F.), normativa primaria che è stata, inoltre, completata con quella secondaria costituita dal regolamento Consob 1 luglio 1998, n. 11522.

Anche in tali normative il legislatore si è preoccupato di tutelare gli investitori e il mercato mobiliare dettando puntuali regole, sia di condotta che organizzative, alle quali gli intermediari devono attenersi nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento.

Con il passaggio dal decreto Eurosim alla normativa successiva, la disciplina delle regole di condotta e degli obblighi informativi è, in particolare, contenuta nell'art. 21 T.U.F., che è rubricato “Criteri generali”, e negli artt. 26 ss. Reg. Consob (d'ora in poi vecchio regolamento intermediari), quest'ultimo emanato in forza della delega contenuta nell'art.

---

<sup>44</sup> P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, op. cit., p. 244.

6 T.U.F., rubricato “Vigilanza regolamentare”, per il quale la Consob, sentita la Banca d'Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi, sarebbe dovuta intervenire con regolamento per disciplinare il comportamento da osservare da parte degli intermediari nei rapporti con gli investitori, anche tenuto conto dell'esigenza di ridurre al minimo i conflitti di interessi<sup>45</sup>.

Nel vecchio regolamento intermediari la Consob aveva predisposto diverse norme di dettaglio, conformemente ai criteri generali previsti nell'art. 21 T.U.F., applicabili ai servizi di investimento e strumentali a introdurre nell'ordinamento italiano la regola dell'adeguatezza, la cosiddetta *suitability doctrine* di derivazione anglosassone.

Il sistema previsto nel T.U.F. è imperniato su un principio cardine che consiste nella necessità che l'intermediario finanziario acquisisca un “consenso informato” alle operazioni finanziarie perseguibile anche attraverso un meccanismo di dichiarazioni ad incastro che possono avere pure natura autoreferenziale<sup>46</sup>.

Per quanto concerne la graduazione della tutela in base alla tipologia della clientela, il vecchio regolamento intermediari prevedeva, all'art. 31, 1° co., la quasi totale disapplicazione delle regole di condotta nei rapporti tra gli intermediari e gli operatori qualificati, ad eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti.

All'art. 31, 2° co. erano, poi, elencati i soggetti da ritenere operatori qualificati<sup>47</sup>.

---

45 Art. 6, 2° co., lett b), T.U.F.

46 Cfr. P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, op. cit., p. 246.

47 Regolamento Consob 11522/1998, art. 31 “Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori”

1. A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione

Per quanto riguarda la *suitability rule*, l'art. 21 T.U.F. la imperniava sul dovere dell'intermediario di acquisire informazioni sul cliente (*know your customer rule*) e sul dovere di informare l'investitore circa le caratteristiche dello strumento finanziario oggetto del contratto di investimento prestato (*know your merchandise rule*). L'intermediario nella fase pre-contrattuale avrebbe dovuto, in particolare, chiedere al cliente “notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché la sua propensione al rischio”, ex art. 28, 1° co., lett a), vecchio regolamento intermediari.

Sia la *know your customer rule* che la *know your merchandise rule* erano, poi, strumentali alla valutazione dell'adeguatezza dell'operazione rispetto al profilo del cliente, criterio che, secondo quanto disposto nell'art. 29, 1° co., vecchio regolamento intermediari, doveva orientare le scelte effettuate dall'intermediario per conto dell'investitore.

In realtà, la regola dell'adeguatezza poteva subire una deroga in quanto, dal combinato disposto degli artt. 28, 1° co., lett a), e 29, 3° co., vecchio regolamento intermediari, si ricavava che, nel caso in cui il cliente avesse rifiutato di fornire le notizie richieste o nel caso di operazione inadeguata rispetto al profilo dell'investitore, l'intermediario sarebbe stato

---

per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lettera d), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lettera b), comma 6, primo periodo, e comma 7, lettere b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62.

2. 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 d'origine 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 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, 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, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.



liberato se avesse acquisito il consenso scritto dell'investitore che avesse voluto dare ugualmente corso all'operazione<sup>48</sup>.

Contestualmente al riordino della normativa interna in materia di intermediazione finanziaria, in ambito europeo si ebbe l'avvio di una revisione normativa volta a fronteggiare la sempre maggiore complessità degli strumenti finanziari oggetto dei contratti di investimento.

L'8 dicembre 1997, a Parigi, le autorità di controllo dei mercati europei avevano costituito il FESCO (*Forum for European Securities Commissions*) con l'obiettivo di armonizzare ulteriormente le regole di condotta degli intermediari.

La Commissione europea approvava, poi, l'11 maggio 1999 il *Financial Services Action Plan*, piano di armonizzazione europea della disciplina dei servizi di investimento, un insieme di 42 Direttive finalizzate alla realizzazione di un mercato europeo dei capitali integrato in grado di creare un *level playing field* per tutti i soggetti interessati ad operare nel mercato, e nel 2001 istituiva il CESR (*Committee of European Securities Regulators*) in sostituzione del FESCO, con compiti, tra gli altri, di studio di armonizzazione delle *conducts of business*, con particolare riguardo al differente regime di protezione in ragione della tipologia di cliente.

All'esito del complesso procedimento, il legislatore europeo interviene con la MiFID, *Market in Financial Instruments Directive*, che, conformemente a quanto stabilito nella risoluzione del Consiglio europeo di Stoccolma del marzo 2001, elaborata dal Comitato dei saggi, il Comitato Lamfalussy, in materia di regolamentazione dei mercati mobiliari, è strutturata su tre livelli di armonizzazione.

Nel primo livello, costituito dalla Direttiva 2004/39/CE, vengono fissati i principi generali della regolamentazione. Nel secondo livello sono,

---

<sup>48</sup> Questo tema, che sarà approfondito nel prosieguo, ha dato luogo a diverse pronunce giurisprudenziali a difesa del cosiddetto "risparmio tradito".

poi, elaborate le misure di esecuzione dei principi generali e, a tal proposito, la Commissione interviene con due provvedimenti: il Regolamento *pre-trade e post-trade transparency* delle operazioni n. 1287/2006 e la Direttiva 2006/73/CE con la quale vengono fissate le disposizioni di dettaglio delle regole di condotta e di organizzazione degli intermediari che prestano servizi e attività di investimento. Il terzo livello di armonizzazione, cosiddetto livello di *supervisory convergence*, viene affidato ad appositi organi tecnici, ovvero al CESR, poi sostituito, l'1 gennaio 2011, con l'ESMA, *European Securities and Markets Authority*<sup>49</sup>.

La normativa MiFID è più articolata rispetto alla precedente direttiva Isd: alla luce della crescita del numero degli investitori operanti nel mercato

---

49 In tema di armonizzazione europea, nel sistema inglese, la FSA (Financial Services Authority) ha introdotto, dal 1° novembre 2007, il nuovo Conduct of Business Sourcebook (d'ora in poi, COBS), che ha sostituito i precedenti COB e ECO. In Germania, il recepimento delle direttive MiFID si deve al Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), del 1° novembre 2007, integrato con la Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV), come emendata dal Erste Verordnung zur Änderung der Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung, e dall'Erste Änderungsverordnung zur Finanzanalyseverordnung; provvedimenti che hanno inciso profondamente nel Wertpapierhandelsgesetz (d'ora in poi, WpHG). In Spagna il recepimento delle direttive MiFID è avvenuta con la l. 19 novembre 2007, n. 47 con il quale si è modificata la Ley del Mercado de Valores (d'ora in poi LMV), 28 luglio 1988, n. 24 e il successivo Real Decreto 15 febbraio 2008, n. 217, ad integrazione della LMV. Più complesso il recepimento della MiFID nel sistema francese, iniziato con l'adozione, il 20 luglio 2005, della Loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire (DDAC) dans le domaine des marchés financiers, il cui articolo 5 delegava il governo a procedere, con ordinanza, alla ricezione delle direttive MiFID. L'Autorité des Marchés Financiers (AMF), inoltre, aveva iniziato il proprio processo di armonizzazione al dettato comunitario a partire dal secondo semestre 2005. La trasposizione nel diritto francese s'articola intorno ai seguenti testi, entrati in vigore a partire dal 1 novembre 2007: Ordonnance numéro 2007-544 du 12 avril 2007, publiée au JO du 13 avril 2007; Décret en Conseil d'État numéro 2007-901 du 15 mai 2007 publié au JO du 16 mai 2007; Décret numéro 2007-904 du 15 mai 2007 publié au JO du 16 mai 2007; Arrête du 15 mai 2007 portant l'homologation de modifications du règlement général de l'AMF, che vengono così a modificare il Code monétaire et financier (d'ora in poi, Code), in particolare il titolo III, «*Les prestataires des services d'investissement*», capitolo III, «*Obligations des prestataires de services d'investissement*», sezione V, «*Règles de bonne conduite*» e il regolamento AMF (d'ora in poi, reg. AMF), al capitolo IV, «*Règles de bonne conduite*», del titolo I «*Prestataires de service d'investissement*», del libro III, «*Prestataires*».

finanziario e della maggiore complessità dei servizi e degli strumenti che vengono loro offerti, era, infatti, necessario che la nuova disciplina comunitaria regolasse tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine era, poi, indispensabile assicurare un grado di armonizzazione per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine<sup>50</sup>.

Nella direttiva MiFID 2004/39/CE si realizza, poi, una nuova graduazione delle misure di tutela a seconda della tipologia di investitore: al 31° considerando è sottolineato, in particolare, che “uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti)”. Vengono, a tal fine, introdotte delle regole funzionali a ridurre la tutela in base alla valutazione di parametri di competenza, esperienze e conoscenze dell'investitore da accertarsi in base a criteri stabiliti dal legislatore e non tramite dichiarazioni autoreferenziali del cliente.

Per quanto concerne le norme di comportamento da rispettare in caso di prestazione dei servizi di investimento, l'art. 19 della direttiva MiFID 2004/39/CE, in continuità con quanto disposto nella direttiva Isd, prescrive che gli intermediari finanziari “agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti”, che tutte le informazioni indirizzate ai clienti o ai potenziali investitori siano “corrette, chiare e non fuorvianti”; viene, inoltre, stabilito che debbano essere “fornite in una forma comprensibile informazioni appropriate” sull'impresa di investimento, sugli strumenti finanziari, sulle sedi di esecuzione e sui costi e gli oneri connessi di modo che gli investitori possano “ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di

---

<sup>50</sup> 2° considerando della direttiva MiFID 2004/39/CE.

strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa”. Il legislatore prevede, continuando, che “tali informazioni possono essere fornite in formato standardizzato”.

Nella direttiva di 2° livello 2006/73/CE, sono, poi, fissate delle misure di dettaglio per le regole di condotta che variano in funzione sia dello *status* del cliente sia della tipologia del servizio prestato. In tale contesto, l'informazione assume un ruolo centrale: il legislatore ha stabilito, infatti, che “occorre prevedere dei requisiti appropriati e proporzionati che tengano conto dello status del cliente (cliente al dettaglio o professionale)”. Essendo, poi, l'obiettivo della direttiva 2004/39/CE assicurare equilibrio tra la tutela degli investitori e gli obblighi di comunicazione che si applicano in capo agli intermediari, è parso opportuno prevedere “obblighi specifici di informazione per i clienti professionali meno rigorosi di quelli che si applicano ai clienti a dettaglio” in quanto i primi “dovrebbero poter individuare autonomamente le informazioni di cui necessitano per prendere una decisione informata”<sup>51</sup>.

Gli intermediari finanziari, secondo la MiFID di secondo livello, “devono fornire ai clienti o potenziali clienti informazioni adeguate in merito alla natura degli strumenti finanziari e ai rischi connessi agli investimenti in tali strumenti cosicché i loro clienti possano adottare ciascuna decisione di investimento sulla base di informazioni adeguate.”

Il livello di precisione di tali informazioni può variare in funzione della classificazione del cliente come al dettaglio o cliente professionale e della natura e del profilo di rischio degli strumenti finanziari che vengono offerti, ma non è ammissibile che siano così generali da omettere elementi essenziali”<sup>52</sup>.

---

51 44° considerando direttiva 2006/73/CE.

52 45° considerando direttiva 2006/73/CE.

Le informazioni devono essere corrette, chiare e non fuorvianti e, in particolar modo, ai fini delle direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE, “le informazioni devono essere considerate fuorvianti se hanno la tendenza a indurre in errore la persona o le persone alle quali sono indirizzate o dalle quali verranno probabilmente ricevute, indipendentemente dal fatto che le persona che le fornisca le consideri fuorvianti o voglia che esse lo siano”<sup>53</sup>.

Viene, inoltre, previsto che le informazioni siano fornite in tempo utile prima della prestazione del servizio di investimento, e l'intermediario finanziario deve a tal fine tenere in considerazione, “in funzione dell'urgenza della situazione e del tempo necessario perché il cliente assorba le informazioni specifiche fornite e vi reagisca, del periodo di tempo di cui il cliente necessita per poter leggere e comprendere tali informazioni prima di adottare una decisione di investimento”<sup>54</sup>. Il legislatore comunitario dispone, poi, che informare in tempo utile prima della prestazione del servizio non comporta che tutte le informazioni debbano essere rese dall'intermediario immediatamente e contemporaneamente<sup>55</sup>.

Come già sottolineato, l'obiettivo della MiFID è di ottenere l'armonizzazione più ampia possibile delle regole di condotta degli intermediari nello svolgimento dei servizi di investimento. A tal fine la normativa comunitaria non lascia al legislatore nazionale margini per soluzioni diverse, anzi, per ridurre al minimo il rischio di frammentazione del quadro normativo europeo in materia di mercati finanziari, viene esclusa espressamente la possibilità che gli Stati membri e le autorità competenti, in sede di recepimento, possano aggiungere regole vincolanti supplementari rispetto a quelle previste nella direttiva, salvo qualora quest'ultima ne preveda la possibilità.

---

53 47° considerando direttiva 2006/73/CE.

54 48° considerando direttiva 2006/73/CE.

55 49° considerando direttiva 2006/73/CE.

Si passa, pertanto, alla c.d. armonizzazione massima in punto di regole di condotta.

Il successivo ammodernamento del sistema interno, spinto dalle istanze comunitarie di armonizzazione delle regole di condotta, si ha con l'emanazione del d. lgs. n. 164 del 19 settembre 2007, con cui si recepiscono le Direttive MiFID. Dal canto suo la Consob, in forza del potere regolamentare riconosciutale all'art. 6, 2° co., T.U.F. ,interviene emanando il regolamento del 20 ottobre 2007, n. 16190 (regolamento Consob), nel quale è prevista la disciplina di dettaglio, funzionale a realizzare l'armonizzazione massima tra gli ordinamenti, prevedendo, a tal fine, le regole comportamentali molto minuziose.

Il sistema si caratterizza, in particolare, per la standardizzazione delle regole comportamentali: a fronte di criteri generali, validi per la prestazione dei servizi di investimento, vi sono, poi, regole di condotta di dettaglio che variano a seconda della tipologia di cliente e del servizio prestato.

Norma cardine in materia di regole di comportamento e obblighi informativi nella prestazione dei servizi finanziari è l'art. 21, come modificato dal d. lgs. n.164, nel quale sono previsti i principi generali che devono presiedere alla prestazione dei servizi di investimento, sia nella fase precontrattuale che in quella esecutiva del contratto.

Tra i principi generali assumono un ruolo essenziale gli obblighi informativi considerati i pilastri attorno ai quali ruota tutto il sistema delle regole di condotta<sup>56</sup>.

Nell'art. 21 T.U.F. la clausola di diligenza, correttezza e trasparenza trova, infatti, la sua concreta espressione in regole di comportamento che contengono obblighi informativi positivi standardizzati in capo agli intermediari, per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei

---

<sup>56</sup> Così P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, op. cit.*, p. 256.

mercati.

Nel 1° co., lett b), dell'art. 21 T.U.F. il legislatore ha, in particolare, previsto che vi sia un flusso informativo tra le parti, ovvero dall'investitore all'intermediario e dall'intermediario all'investitore, avendo disposto che gli intermediari finanziari, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, debbano “acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati”.

Nel regolamento Consob, con il quale è stata recepita la direttiva MiFID di 2° livello, sono, poi, contenute le disposizioni di dettaglio che regolano la finalità, il contenuto, le modalità e i termini per l'adempimento degli obblighi informativi.

Per quanto riguarda la finalità, gli obblighi informativi che gravano in capo agli intermediari sono volti a far sì che i clienti ricevano informazioni appropriate perché possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e dello strumento finanziario nonché i rischi connessi agli stessi in modo da prendere le decisioni in materia di investimenti in maniera ragionevole.

Le informazioni devono, poi, avere un contenuto comprensibile per l'investitore medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute.

In particolar modo, l'art. 21 T.U.F., rubricato “Criteri generali”, disposizione di apertura del Capo II che contiene la disciplina dello “Svolgimento dei servizi e delle attività”, prescrive che:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente”.

Circa i termini e le modalità delle informazioni, l'art. 34 T.U.F. prescrive che gli intermediari adempiano gli obblighi informativi in tempo utile prima della prestazione di servizi di investimento o accessori e mediante un supporto duraturo, ovvero l'informazione deve essere resa su un supporto cartaceo a meno che il cliente acconsenta espressamente a riceverla con l'impiego di un formato diverso che, comunque, consenta il



corretto adempimento degli obblighi informativi.

## **7. Il problema della responsabilità degli intermediari nel caso di inadempimento degli obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento**

A fronte della previsione di regole di condotta di natura informativa sempre più puntuali in capo agli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nella normativa che si è succeduta nel corso degli anni non è dato rilevare alcuna regola circa la responsabilità degli intermediari in caso di violazione delle stesse: il legislatore, sia interno che europeo, non ha, infatti, previsto espressamente i rimedi per il caso di inadempimento degli obblighi informativi.

Dal punto di vista del diritto europeo, tale scelta del legislatore è giustificabile in quanto, dovendo le direttive comunitarie applicarsi in tutti i Paesi membri con tradizioni giuridiche variabili molto da ordinamento a ordinamento, dettare la medesima tipologia di sanzione civilistica per tutti gli Stati sarebbe stato difficile anche se, comunque, occorre sottolineare come, secondo una giurisprudenza consolidata della Corte di giustizia, spetta agli Stati membri far sì che le sanzioni irrogate in caso di infrazione siano efficaci, dissuasive e proporzionate.

La stessa considerazione non può farsi, però, per il legislatore interno il quale avrebbe ben potuto intervenire specificando la sanzione civilistica applicabile.

Il legislatore italiano non ha, invece, previsto espressamente le conseguenze che possano derivare dall'inadempimento dell'obbligo di natura informativa e, quindi, il sistema interno è privo di una normativa che disciplini il regime di responsabilità degli intermediari finanziari in caso di

violazione delle regole di comportamento di natura informativa, nonostante le varie riforme della disciplina siano state occasioni per fare chiarezza sul punto, con la grave conseguenza di lasciare l'interprete al riguardo di fronte a un “buco nero” da riempire facendo riferimento ai principi generali del diritto civile.

Alla luce dell'evoluzione normativa in materia, osservata precedentemente nell'*excursus*, è possibile affermare che con le regole comportamentali, che hanno imposto in capo agli intermediari obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento, la mera conoscibilità delle condizioni contrattuali nonché dei rischi connessi all'operazione finanziaria, essendo ritenuto modello di tutela insufficiente della parte debole, è stata sostituita con la previsione della necessaria realizzazione della conoscenza effettiva delle stesse condizioni contrattuali e delle convenienze utili perseguibili, tramite l'imposizione di un formalismo che si ritiene strumento idoneo a garantire la tutela dell'investitore non professionale.

“Al posto dell'onere di conoscenza quale criterio fondativo di autoresponsabilità per il contraente debole (secondo la nota formula germanica, per cui *Kennendurfen* = *Kennenmussen* = *Kennen*) subentra, così, un dovere per il contraente forte di assicurare conoscenza quale fonte di responsabilità a suo carico (per cui *Kenntinis* = *Kenntnisverschaffspflicht* = *Unkenntnis-haftung*)”<sup>57</sup>.

Il passaggio dell'informazione dagli intermediari agli investitori si realizza mediante l'imposizione di regole che propongono di realizzare la conoscenza del prodotto con un'informazione standardizzata per rendere più semplice la trasmissione della stessa.

In particolare, dal recepimento della MiFID di secondo livello è risultato uno statuto dei servizi di investimento, basato sul principio della

---

<sup>57</sup> Testualmente V. SCALISI, *Dovere di informazione*, op. cit., p. 69.

*disclosure* preventiva delle informazioni, caratterizzato da uno spiccato formalismo: l'imponente flusso informativo è stato, infatti, standardizzato quanto a contenuto e modalità dell'adempimento<sup>58</sup>.

Per quanto concerne il contenuto delle informazioni, il legislatore ha imposto agli intermediari la *disclosure* su elementi standardizzati quali l'intermediario e la tipologia di servizi prestati (art. 29 reg. intermediari); la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro (art. 30 reg. intermediari); natura e rischi degli strumenti finanziari, costi e oneri connessi alla prestazione dei servizi (art. 31 reg. intermediari).

Per quanto riguarda, poi, le modalità è previsto che l'informazione sia fornita mediante un supporto cartaceo, a meno che il cliente dia il proprio consenso all'impiego di un diverso formato e l'utilizzo di quest'ultimo non comprometta il corretto adempimento degli obblighi informativi.

La previsione di un rigido formalismo quanto a contenuto e modalità dell'adempimento dell'obbligo informativo è, inoltre, accompagnata dalla previsione della necessaria forma scritta del contratto di prestazione dei servizi di investimento a pena di nullità. La forma scritta del contratto, in un rapporto caratterizzato da assiduità e da continuità dei rapporti come quello tra investitore ed intermediario, è lo strumento attraverso cui si configura preventivamente l'operazione di investimento<sup>59</sup>.

Il legislatore ha, dunque, descritto analiticamente il contenuto degli obblighi informativi che l'intermediario è tenuto ad adempiere.

Ciò non ha, però, giovato alla migliore configurazione di tali obblighi. La giurisprudenza ha continuato a fare riferimento ai generali

---

58 Cfr. R. LENER-P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca e borsa*, 2012, 4, pp. 369 ss.

59 Cfr. L. MODICA, *Vincoli di forma e disciplina del contratto*, Milano, 2008, p. 292.

principi di correttezza (*ex art. 1175 c.c.*) e diligenza (*ex art. 1176, 2° co., c.c.*) per individuare la responsabilità degli intermediari.

“Così, secondo la regola generale che ne è derivata, l'intermediario è tenuto a rispetto assoluto di tali precetti e solo il giudice di merito ha il compito di stabilire se nei casi specifici siano stati violati. Le “prescrizioni” contenute nel t.u.f. in tema di condotta dell'intermediario hanno assunto un ruolo rilevante ma non decisivo per affermare la sussistenza della responsabilità dell'intermediario. Il loro rispetto da parte di quest'ultimo, infatti, potrà ritenersi non sufficiente per escluderne la colpa, là dove comunque gli sia imputabile una generica violazione dei suddetti doveri di diligenza e correttezza”<sup>60</sup>.

Il problema della responsabilità degli intermediari nel caso di inadempimento degli obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento sarà oggetto della presente trattazione.<sup>61</sup>

---

60 G. GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, *op. cit.*, p. 91.

61 Vedi capitolo III, nel quale sono passate in rassegna tutte le prescrizioni legali in tema di obblighi informativi incombenti in capo agli intermediari rinvenibili in diverse fonti normative nonché le fattispecie che danno luogo all'insorgere della responsabilità in capo agli stessi per la violazione dei doveri di informazione, e capitolo IV e V, dove è analizzato il problema della responsabilità degli intermediari finanziari.

## **8. Modalità dell'offerta, qualità dell'investitore e responsabilità dell'intermediario**

L'analisi del problema della responsabilità degli intermediari finanziari non può prescindere dall'esame del contesto in cui si inserisce l'informazione.

L'approccio alla responsabilità non può, infatti, che essere diverso a seconda se la violazione delle regole informative avvenga nel corso della prestazione dei servizi e delle attività di investimento o nell'ambito di un'offerta al pubblico di prodotti finanziari. Dal diverso contesto deriva, poi, un differente atteggiarsi delle regole informative in quanto la loro applicazione sarà variabile a seconda del destinatario dell'attività svolta dall'intermediario.

Nel caso di prestazione dei servizi e delle attività di investimento i protagonisti della vicenda contrattuale sono ben identificati sin dall'inizio: da un lato c'è, infatti, l'intermediario finanziario, tenuto all'adempimento degli obblighi informativi, e dall'altro l'investitore, le cui caratteristiche saranno influenti rispetto all'applicazione delle stesse regole.

Il legislatore ha, infatti, previsto la graduazione delle regole a seconda della qualificazione del cliente: dal momento che la finalità dell'informazione è far sì che l'investitore ponga in essere scelte quanto più consapevoli di investimento, il *need of protection* non potrà che essere diverso a seconda del livello di conoscenza già posseduta dall'investitore stesso. Conseguentemente i doveri informativi sono stati modellati a seconda delle caratteristiche dei clienti attualmente suddivisi, per perseguire tale scopo, in tre categorie (che saranno analizzate più dettagliatamente nel III capitolo): controparti qualificate (*eligible counterparties*), clienti professionali (*professional clients*) e clienti al dettaglio (*retail*).

La normativa delle regole di comportamento in materia di servizi di investimento è, in particolare, destinata a trovare applicazione nei confronti di qualsiasi cliente, ovvero anche quando l'investitore sia professionale, anche se, in quest'ultimo caso, alcune disposizioni, dettate esclusivamente a tutela del contraente debole, subiranno una deroga.

La prospettiva cambia nel caso di offerta al pubblico (ovvero in caso di appello al pubblico risparmio per sollecitare la sottoscrizione di prodotti finanziari) per la quale il legislatore ha previsto regole volte a realizzare la trasparenza delle operazioni tramite la pubblicazione di un prospetto informativo.

I soggetti della fattispecie consistente nell'offerta non sono bene identificati in quanto l'offerta è rivolta ad un pubblico indeterminato di investitori. Data, però, la finalità conoscitiva dell'informazione, tale normativa non trova applicazione qualora l'offerta riguardi soggetti qualificati, in ragione della loro conoscenza e della loro esperienza in campo finanziario.

Il ruolo dell'intermediario, nell'ambito dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, consisterà, quindi, nel garantire la correttezza, la completezza e la veridicità del contenuto del prospetto informativo rivolto ad un pubblico indeterminato di investitori non professionali.

In entrambi i casi è dato riscontrare un fenomeno di “contrattualizzazione dell'informazione”: nel primo i doveri di informazione saranno attinenti alla fase di formazione del singolo contratto e la loro inosservanza, come si vedrà nel prosieguo, potrebbe avere conseguenze qualificate, nel dibattito sviluppatosi in questi anni, sia in termini di responsabilità che di validità del contratto; ma anche nel secondo caso, ovvero nell'informazione tramite prospetto in cui l'informazione è rivolta *ad incertam personam*, i flussi di informazione non rimangono esterni al contratto nei limiti in cui l'informazione stessa abbia influenzato le

determinazioni contrattuali del pubblico dei consumatori medi<sup>62</sup>, potendosi generare, in tal ultimo caso, la c.d. responsabilità da prospetto.

---

<sup>62</sup> Cfr. R. ALESSI, *I doveri di informazione*, op. cit., p. 401.

## **II CAPITOLO**

### **LA RESPONSABILITA' DA PROSPETTO**

#### **1. Offerta al pubblico di vendita o di scambio di prodotti finanziari. La disciplina del prospetto informativo**

Obblighi informativi finalizzati alla formazione di un giudizio consapevole sull'investimento da parte del cliente sono previsti dal legislatore anche in caso di offerta al pubblico di prodotti finanziari. In particolar modo, i destinatari dell'offerta sono invitati a valutare, per mezzo di un prospetto informativo, gli specifici fattori di rischio relativi all'emittente, al settore di attività in cui esso opera, nonché agli strumenti finanziari offerti, al fine di effettuare un corretto apprezzamento dell'investimento.

L'offerta al pubblico di prodotti finanziari è il mezzo attraverso il quale si sollecita l'investimento in strumenti finanziari e rientra, pertanto, nel più ampio fenomeno della raccolta del risparmio tra il pubblico, tutelata costituzionalmente all'art. 47, per il quale l'impiego del risparmio popolare è ritenuto fonte essenziale di sviluppo economico.

Nella normativa vigente l'offerta al pubblico di prodotti finanziari è disciplinata all'art. 94 T.U.F. secondo cui “coloro che intendono pubblicare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto”. Per offerta al pubblico si intende, inoltre, “ogni comunicazione rivolta a



persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati”<sup>63</sup>.

Il prospetto è, invece, un documento che “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

---

63 Così art. 1, lett. *t*), T.U.F. L'appello al pubblico risparmio può essere esercitato secondo due modalità: l'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita (prima, *ex decreto Eurosim*, sollecitazione all'investimento), appunto, e l'offerta pubblica di acquisto e scambio. Mentre la l. n. 216\1974, considerava unitariamente la nozione di sollecitazione del pubblico risparmio (e quella di valore mobiliare) come comprensiva di numerose fattispecie, il Testo Unico, in linea con quanto stabilito dal legislatore del 1996, distingue la disciplina della sollecitazione ad “investire” (ovvero l'offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione) e quella della sollecitazione a “disinvestire” (cioè l'offerta pubblica di acquisto e scambio), dettando poi, nell'ambito di quest'ultimo tipo di operazioni, una disciplina per le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. La sollecitazione all'investimento, dunque, ricomprende solo le operazioni di vendita e di sottoscrizione di prodotti finanziari e non anche quelle finalizzate all'acquisto e allo scambio di tali prodotti. Da notare poi, come il legislatore abbia ritenuto prevalente nelle offerte di scambio una operazione di disinvestimento, siano i prodotti finanziari oggetto dello scambio quotati o meno in mercati regolamentati, e le abbia assoggettate alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. La differenziazione della disciplina, a seconda del tipo di sollecitazione, è conseguente al fatto che le due tipologie di appello al pubblico risparmio hanno un contenuto economico diverso: mentre, infatti, nella sollecitazione all'investimento agli oblati è proposto di investire acquistando prodotti finanziari già presenti sul mercato (offerta pubblica di vendita) o da immettere sul mercato (offerta pubblica di sottoscrizione) a fronte del trasferimento all'offerente di una somma di denaro, nell'offerta pubblica di acquisto o di scambio agli oblati è, invece, offerto denaro in cambio di prodotti finanziari dagli stessi posseduti (offerta pubblica di acquisto) o di scambiare i prodotti finanziari posseduti con altri (offerta pubblica di scambio). Autorevole Dottrina ha osservato che la prima tipologia su descritta, cioè l'offerta al pubblico di vendita o di sottoscrizione, comportando il trasferimento di un valore certo (la somma di denaro) con un valore incerto (il prodotto finanziario), ha un grado di pericolosità più elevato della seconda, dove, invece, il risparmiatore o riceve una prestazione certa (la somma di denaro) in cambio di un prodotto finanziario di più incerto valore (offerta di acquisto) o si scambia beni, prodotti finanziari, entrambi di valore incerto (offerta di scambio). “Di questa pericolosità per il risparmiatore il Testo Unico tiene conto prevedendo, per la sollecitazione all'investimento, controlli più stringenti per l'offerente”: COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006, p. 48.

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<sup>64</sup>.

L'obbligo di pubblicare il prospetto in caso di offerta al pubblico, la cui introduzione risponde ad una “esigenza di moralizzazione” del settore del mercato mobiliare nel quale è capitato più volte che emittenti ed intermediari abbiano immesso operazioni assai rischiose, si inserisce nel più ampio quadro degli obblighi di *disclosure* incombenti in capo a chi opera nel mercato mobiliare e del bisogno di protezione dell'investitore, soggetto debole.

Si tratta di un obbligo informativo sostanzialmente diverso da quelli previsti nell'art. 21 T.U.F. e nella normativa di dettaglio vigente in caso di prestazione di servizi di investimento. Mentre l'adempimento di questi ultimi è, infatti, effettuato nei confronti di soggetti determinati, essendo attinenti al collocamento individuale di strumenti finanziari, l'obbligo di natura informativa che grava sull'emittente, di pubblicare un prospetto, collocandosi nell'ambito di un'offerta al pubblico di prodotti finanziari, è previsto nell'interesse e a tutela di una pluralità di soggetti indeterminati e l'informazione sarà, pertanto, rivolta *ad incertam personam*.

L'obbligo di redigere il prospetto informativo sussiste, in particolare, in capo alla società emittente che intenda immettere nel mercato nuovi prodotti finanziari. Di rado, però la società emittente colloca in modo diretto i prodotti finanziari; più spesso si avvale di intermediari finanziari. In particolare, la società emittente è solita incaricare una banca d'affari perché assuma il ruolo di responsabile del collocamento, c.d. *lead manager*, con il compito di studiare, valutare ed organizzare il lancio dell'operazione. L'art. 93-bis, 1° co., lett. e), T.U.F. definisce il responsabile del collocamento individuandolo nel “soggetto che organizza e costituisce il

---

64 Così art. 94, 2° co., T.U.F.

consorzio del collocamento, il coordinatore del collocamento o il coordinatore unico”. Il *lead manager*, in particolare, costituisce il consorzio di collocamento accordandosi con altre banche d'affari che si impegnano a sottoscrivere una quota di titoli e sono rappresentate, sia nei rapporti con l'emittente che nei rapporti con l'esterno, dallo stesso *lead manager*. I prodotti finanziari vengono, poi, ceduti ad altre banche (*sellers*) incaricate dal consorzio di collocamento della vendita dei titoli sul mercato secondario, cioè agli investitori *retail*<sup>65</sup>.

Sull'intermediario finanziario responsabile del collocamento grava la responsabilità da prospetto: pur non avendo redatto il prospetto ma essendo legato da uno stretto rapporto con la società emittente, ha, infatti, il compito di controllarne il contenuto e di verificarne la veridicità e la completezza.

L'obbligo di redigere un prospetto informativo in caso di appello al pubblico risparmio, è stato previsto per la prima volta con l'art. 12, legge 23 marzo 1983 n. 77 che ha modificato l'art. 18, l. n. 216/1974, il quale, nella formulazione originaria, prevedeva esclusivamente che i soggetti che effettuassero offerte al pubblico di strumenti finanziari dovessero comunicare alla Consob la volontà di formulare l'offerta, della quale era necessario indicare le condizioni, le modalità e i termini, lasciando lacunosa la normativa che nulla disponeva circa le modalità attraverso le quali l'offerta e le caratteristiche della stessa dovessero essere rese note agli investitori.

Alla luce delle modifiche introdotte a seguito della legge n. 77/1983, tale lacuna viene colmata e l'obbligo di pubblicare il prospetto trova una consacrazione legislativa. La versione innovata dell'art. 18 l. n. 216/74 prevede, infatti, non solo che “coloro che intendono procedere all'acquisto o alla vendita mediante offerta al pubblico di azioni o di obbligazioni (...) o

---

<sup>65</sup> Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in G. VISINTINI, *Trattato della responsabilità contrattuale*, Padova, 2009, p. 799 ss.

di qualsiasi altro valore mobiliare italiano o estero (...) ovvero sollecitare con altri mezzi il pubblico risparmio devono darne preventiva comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa, indicando la quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari offerti nonché le modalità e i termini previsti per lo svolgimento dell'operazione” ma anche che “ogni sollecitazione al pubblico risparmio deve essere effettuata previa pubblicazione di un prospetto informativo riflettente l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e la evoluzione dell'attività di chi propone l'operazione, redatto secondo le disposizioni di carattere generale determinate dalla Consob”.

Con l'introduzione del T.U.F., con cui si è realizzato l'importante obiettivo di riunificare in un'unica legge le normative dettate in tema di intermediazione mobiliare e di offerte pubbliche d'acquisto, la disciplina del prospetto informativo attualmente vigente è contenuta nel Titolo II, dedicato all'“Appello al pubblico risparmio”, della Parte IV relativa alla “Disciplina degli emittenti”, agli artt. 93 *bis* ss.

L'odierna formulazione della normativa è il risultato di un processo di stratificazione legislativa di matrice europea conseguente all'emanazione del *Financial Services Action Plan* che, come già sottolineato, aveva lo scopo di realizzare un livello di armonizzazione massima delle legislazioni finanziarie all'interno del mercato unico. In particolar modo, nell'ambito del *Financial Services Action Plan* rientra la cosiddetta “direttiva prospetto” 2003/71/CE, poi modificata dalla direttiva 2010/73/UE<sup>66</sup>, che nasce con la finalità di armonizzare i requisiti di redazione, approvazione e diffusione che gli emittenti sono tenuti ad osservare in caso di offerta al pubblico o di

---

<sup>66</sup> La direttiva 2003/71/CE impone alla Commissione europea di valutare l'applicazione della stessa direttiva dopo cinque anni dalla sua entrata in vigore e di presentare, se del caso, proposte di revisione. A seguito di tale valutazione è stata emanata la direttiva 2010/ 73/UE avente la finalità di migliorare e semplificare l'applicazione della precedente direttiva per accrescerne l'efficienza e per migliorare la competitività internazionale dell'Unione.

ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti. Scopo che concretamente si intende perseguire per mezzo della “direttiva prospetto” è tutelare gli investitori da un lato migliorando sia la qualità delle informazioni, che necessariamente devono essere contenute nello stesso prospetto, che le modalità con cui l'informazione stessa viene diffusa, dall'altro prevedendo che i prospetti, ovunque emessi, abbiano le stesse informazioni.

Il legislatore europeo evidenzia, a tal proposito, che “la divulgazione di informazioni complete relative agli strumenti finanziari e agli emittenti di detti valori promuove, insieme alle regole di comportamento, la tutela degli investitori. Inoltre, tali informazioni costituiscono uno strumento efficace per incrementare la fiducia negli strumenti finanziari e contribuire quindi al corretto funzionamento e sviluppo dei mercati degli strumenti finanziari. Il modo appropriato di mettere a disposizione del pubblico le informazioni in questione è la pubblicazione di un prospetto”<sup>67</sup>.

“L'investimento in strumenti finanziari, come qualsiasi altra forma di investimento, comporta dei rischi. Sono quindi necessarie, in tutti gli Stati membri, garanzie a tutela degli interessi degli investitori — attuali e potenziali — per metterli in grado di valutare in modo fondato tali rischi e prendere pertanto le loro decisioni di investimento con piena cognizione di causa”<sup>68</sup>.

Anche nella direttiva prospetti è, poi, prevista una graduazione della tutela: nel 16° considerando si sottolinea, infatti, come sia “opportuno tener conto delle diverse esigenze di tutela delle varie categorie di investitori e del loro livello di competenza tecnica. L'obbligo di pubblicazione del prospetto per le offerte limitate a investitori qualificati non è quindi

---

67 Testualmente 18° considerando direttiva 2003/71/CE.

68 Testualmente 19° considerando direttiva 2003/71/CE.

richiesto. Diversamente la rivendita al pubblico o la negoziazione pubblica mediante l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato richiedono la pubblicazione di un prospetto”.

L'esigenza che sia pubblicato il prospetto informativo è stata, dunque, considerata dal legislatore tutte le volte che ci sia un bisogno di protezione del risparmiatore da soddisfare. Ed infatti, come osservato dalla dottrina, “fattispecie della disciplina (...) è la situazione del risparmiatore inconsapevole di sollecitazioni standardizzate di investimento dei propri averi, e normalmente privo di possibilità di accesso alle informazioni rilevanti per giudicarne la convenienza”<sup>69</sup>. Da ciò discende, pertanto, come corollario, che tutte le volte in cui l'offerta sia rivolta ad investitori professionali non sarà obbligatoria la pubblicazione del prospetto in quanto non si rinviene l'esigenza di informare per colmare le asimmetrie informative<sup>70</sup>.

---

69 Testualmente G. MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario. Raccolta di disposizioni*, Napoli, 1989, p. 94.

70 Le fattispecie in cui non è necessario pubblicare un prospetto sono previste all'art. 100 T.U.F., rubricato “Casi di inapplicabilità”, per il quale:

1. Le disposizioni del presente Capo non si applicano alle offerte:
  - a) rivolte ai soli investitori qualificati, comprese le persone fisiche e le piccole e medie imprese, come definiti dalla Consob con regolamento in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie;
  - b) rivolte a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento;
  - c) di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento;
  - d) aventi a oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi da o che beneficiano della garanzia incondizionata e irrevocabile di uno Stato membro dell'Unione europea o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione europea;
  - e) aventi a oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea;
  - f) aventi ad oggetto strumenti diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche a condizione che tali strumenti:
    - i) non siano subordinati, convertibili o scambiabili;
    - ii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato;
    - iii) diano veste materiale al ricevimento di depositi rimborsabili;
    - iv) siano coperti da un sistema di garanzia dei depositi a norma degli articoli da 96 a 96- quater del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385;

## 2. Responsabilità da prospetto e da omesso prospetto

Dall'*excursus* normativo effettuato si può facilmente rilevare come la disciplina del prospetto informativo, al pari di quanto accaduto in tema di prestazione di servizi di investimento, sia stata, nel corso degli anni, sempre più orientata a realizzare l'esigenza di informazione dei clienti, essendo il prospetto volto a far sì che agli investitori siano forniti dati e notizie necessari e adeguati per permettere loro di effettuare decisioni consapevoli di investimento.

In tempi recenti, per mezzo del d. lgs. 28 marzo 2007, n. 51, che recepisce la prima “direttiva prospetto”, è stata, poi, introdotta un'importante novità del sistema: con la modifica dell'art. 94 T.U.F. il legislatore ha, infatti, espressamente previsto la “responsabilità da prospetto”, istituto di origine dottrinale che fino a quel momento non trovava riscontro nel diritto positivo, nella quale possono incorrere gli intermediari finanziari per la violazione di norme di comportamento di natura informativa e che sorge nel caso in cui l'investitore *retail* acquisti un prodotto finanziario in seguito ad un'offerta al pubblico le cui caratteristiche siano descritte in un prospetto informativo non veritiero o carente di informazioni rilevanti.

A differenza di quanto accade nella normativa in tema di prestazione dei servizi di investimento, dove manca una disciplina circa la responsabilità in capo agli intermediari che non abbiano correttamente adempiuto gli obblighi informativi, in caso di offerta al pubblico di prodotti

---

g) aventi ad oggetto strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore a 12 mesi.

2. La Consob può individuare con regolamento le offerte al pubblico di prodotti finanziari alle quali le disposizioni del presente Capo non si applicano in tutto o in parte.
3. L'emittente o l'offerente ha diritto di redigere un prospetto ai sensi e per gli effetti delle disposizioni comunitarie in occasione dell'offerta degli strumenti di cui alle lettere c), d) ed e) del comma 1.

finanziari il legislatore ha, dunque, previsto appositamente, in capo ai soggetti che partecipano all'offerta, un regime di responsabilità per la veridicità e la completezza delle informazioni riportate nel prospetto informativo.

L'art. 6 della “direttiva prospetto” 2003/71 CE ha, in particolar modo, introdotto l'obbligo, gravante sugli Stati membri, di disporre che la responsabilità per le informazioni riportate in “un prospetto sia attribuita almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi”<sup>71</sup>. Nello stesso articolo è, inoltre, disposto che le persone responsabili siano chiaramente indicate nel prospetto e che sia riportata una loro attestazione certificante “che per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata”.

La su richiamata fattispecie è stata, dal legislatore nazionale, regolata nell'art. 94 del T.U.F., così come riformato con il d.lgs. n. 51/2007 di recepimento della direttiva 2003/71 CE, nel quale sono distinte due fattispecie di responsabilità da prospetto ovvero, da un lato, quella dell'emittente, dell'offerente, dell'eventuale garante e dei soggetti che sono responsabili delle informazioni<sup>72</sup> e, dall'altro lato, quella dell'intermediario finanziario responsabile del collocamento<sup>73</sup>.

La responsabilità dell'intermediario finanziario è disciplinata, in particolare, dal 9° co. dell'art. 94 T.U.F. per il quale “la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del

---

71 Così art. 6, par. 1, direttiva 2003/71/CE.

72 Cfr. art. 94, 8° co., T.U.F.

73 Cfr. art. 94, 9° co., T.U.F.



collocamento<sup>74</sup>, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente”, cioè la diligenza necessaria per assicurare che le informazioni siano conformi ai fatti e non presentino omissioni tali da alterare il senso del prospetto. La responsabilità dell'intermediario responsabile del collocamento si configurerà, in particolare, qualora nel prospetto siano presenti informazioni false o omissioni suscettibili di influenzare, sulla base di una prognosi postuma, le decisioni di un investitore che agisca secondo i canoni della ragionevolezza; ciò in quanto compete anche all'intermediario finanziario il potere-dovere di controllo circa il contenuto del prospetto informativo redatto dall'emittente prima di porre in essere la propria attività. Trattandosi, tuttavia, di documento redatto dall'emittente, sul quale all'intermediario è attribuito un mero potere di controllo, quest'ultimo può liberarsi da responsabilità qualora provi di avere adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni siano conformi ai fatti e non presentino omissioni tali da alterare il senso del prospetto.

Nell'8° co., art. 94, T.U.F, il legislatore ha, poi, disciplinato la responsabilità da prospetto che grava in capo all'emittente, all'offerente, all'eventuale garante (a seconda dei casi) e ai soggetti responsabili delle informazioni, “ciascuno in relazione alle parti di propria competenza”. La società emittente, l'offerente nelle offerte pubbliche di vendita e il garante, soggetti facilmente individuabili in un'offerta al pubblico di prodotti finanziari, sono responsabili limitatamente al loro effettivo apporto informativo, in quanto le informazioni contenute nel prospetto rientrano nella loro sfera di controllo, diretto o indiretto. Per quanto concerne la responsabilità delle parti di propria competenza delle altre “persone

---

<sup>74</sup> L'art. 94, 9° co. T.U.F. prevede un regime di responsabilità configurabile esclusivamente in capo all'intermediario responsabile del collocamento e non in capo agli altri intermediari intervenuti nel collocamento. Su tale aspetto ci si soffermerà, però, nel prosieguo della trattazione.

responsabili delle informazioni contenute nel prospetto”, il legislatore ha inteso riferirsi a quei soggetti che, nei limiti di una loro assunzione formale di responsabilità, rispondono delle informazioni false o incomplete contenute nel prospetto stesso, ai sensi di quanto previsto dal Regolamento n. 809/2004 della Commissione del 29 aprile 2004 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti.

La responsabilità “da prospetto” a carico dell’intermediario responsabile del collocamento, opera, in particolare, quando vi è un prospetto contenente omissioni oppure informazioni non veritiere: il legislatore, con tale istituto, si propone di elevare la tutela degli investitori affinché gli stessi possano esercitare in modo informato la loro libertà contrattuale garantendo che il prospetto permetta di valutare fondatamente la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché i prodotti finanziari e i relativi diritti. Sono state, a tal fine, poste in risalto le caratteristiche che le informazioni contenute nel prospetto devono rispettare, ovvero la completezza, ossia che i dati siano rilevanti e descrivano le caratteristiche essenziali dell'operazione, e la verità, ossia che le informazioni riflettano esattamente la situazione societaria risultante dalla documentazione interna.

In certi casi può, inoltre, essere affermata anche una responsabilità “da omesso prospetto”.

Con il d.lgs. n. 51 del 28 marzo 2007 il legislatore, per ridurre ulteriormente il rischio al quale sono esposti gli investitori, ha, infatti, modificato anche l'art. 100 *bis* T.U.F, rubricato “Circolazione dei prodotti finanziari”, prevedendo espressamente la sanzione della nullità del contratto stipulato in caso di mancata pubblicazione del prospetto informativo, e introducendo, poi, un ulteriore strumento sanzionatorio dell'intermediario che ha provveduto alla rivendita dei prodotti finanziari.

In particolar modo, come già osservato in precedenza, il legislatore europeo si è preoccupato, anche in caso di offerta al pubblico di prodotti finanziari, di graduare la tutela a seconda del tipo di investitore al quale sia rivolta la stessa offerta: ciò ha comportato la tipizzazione di casi *ex art. 100 T.U.F.* in cui, non ravvisandosi l'esigenza di informare il destinatario dell'offerta, sia stata esclusa l'obbligatorietà della pubblicazione del prospetto.

Con l'*art. 100 bis* si è, poi, precisato che, nel caso di sollecitazioni per le quali è prevista l'esenzione dall'obbligo di pubblicare il prospetto informativo, la successiva rivendita del prodotto finanziario costituisce un'autonoma offerta al pubblico se ne ricorrano i presupposti e non ricorra alcuno dei casi *ex art. 100 T.U.F.* o se, nei dodici mesi successivi, i prodotti finanziari, oggetto dell'offerta esente dall'obbligo di prospetto, “siano sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'*art. 100*”<sup>75</sup>.

In tale caso, il legislatore ha previsto in capo all'acquirente, che agisca per scopi estranei all'attività professionale o imprenditoriale, la possibilità di far valere la nullità del contratto non accompagnato da prospetto in quanto, attraverso il meccanismo dell'esenzione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto e la successiva rivendita a investitori non professionali, si è eluso il dovere di informare la parte debole del contratto che, in tal modo, non viene correttamente informata.

Rimedio concorrente con la sanzione della nullità del contratto sarà, inoltre, il risarcimento del danno arrecato all'investitore che dovrà essere corrisposto dal soggetto abilitato che abbia provveduto alla rivendita dei prodotti finanziari in assenza di prospetto che era obbligatorio pubblicare.

La *ratio* dell'introduzione dell'*art. 100 bis* è, chiaramente, quella di

---

<sup>75</sup> Art. 100 *bis*, 2° co., T.U.F.

evitare che possano circolare nel mercato prodotti finanziari senza un'adeguata informazione per gli investitori *retail* e che, con dei modi apparentemente leciti, gli intermediari possano eludere la legge che prevede l'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo venendo meno ad una regola di condotta di natura informativa posta a tutela del contraente debole.

L'ipotesi *ex art. 100 bis* T.U.F. si distingue, dunque, da quella prevista dall'art. 94 T.U.F., in quanto mentre nel primo caso la violazione delle norme comportamentali da parte dell'intermediario è conseguente alla mancanza assoluta del prospetto e determina l'invalidità del contratto e il risarcimento del danno, nel secondo caso il prospetto è stato pubblicato e la violazione della norma comportamentale, consistente nel mancato controllo del contenuto del prospetto informativo, determina l'insorgenza della responsabilità in capo all'intermediario derivante dalla carenza o dalla non veridicità delle informazioni contenute nel prospetto medesimo. Inoltre la fattispecie di cui all'art. 100 *bis* si riferisce esclusivamente al mercato secondario poiché presuppone che gli strumenti finanziari siano già presenti nel mercato.

### **3. La natura giuridica della responsabilità da prospetto**

Malgrado sia prevista con riguardo ad una particolare fattispecie - l'art. 100 *bis* si riferisce esclusivamente al mercato secondario poiché presuppone che gli strumenti finanziari siano già presenti nel mercato – la regola che sanziona con la nullità del contratto la mancanza di prospetto informativo non sembra liquidabile come regola “speciale”.

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte e del quadro normativo esaminato, sembrerebbe possibile affermare che l'informazione precontrattuale, realizzata tramite la pubblicazione del prospetto

informativo, si configura, in generale, quale segmento dell'accordo: il documento-prospetto informativo sembrerebbe, infatti, divenire una componente dell'offerta<sup>76</sup>. Parrebbe, anzi, possibile affermarsi che si tratti di un vero e proprio elemento “essenziale” *ex lege* dell'offerta al pubblico rivolta ad un investitore non professionale in quanto la sua mancanza è causa di nullità del successivo contratto di acquisto, *ex art. 100 bis T.U.F*<sup>77</sup>.

La previsione dell'obbligatorietà della pubblicazione del prospetto informativo rientrerebbe nel fenomeno, al quale si è assistito col diffondersi dei contratti di derivazione europea, di “contrattualizzazione dell'informazione” precontrattuale per il quale flussi di informazione rivolti *ad incertam personam*, in grado di influenzare le scelte contrattuali dei destinatari finali dell'informazione, sarebbero idonei ad incidere sulle sorti del singolo, futuro ed eventuale contratto<sup>78</sup>.

E lo strumento attraverso cui si è data rilevanza agli obblighi informativi precontrattuali è l'istituto della forma. In particolare, tramite la previsione di un rigido formalismo, consistente nell'imprescindibile pubblicazione di un documento-prospetto informativo nel caso di offerta rivolta ad investitori non professionali, il legislatore ha, infatti, convertito i doveri di informazione in elementi formali rilevanti per la formazione dell'eventuale successivo accordo<sup>79</sup>.

Il formalismo nella fase precontrattuale è, dunque, lo strumento attraverso cui il legislatore ha inteso controllare l'attività promozionale dell'intermediario che, seppur in una fase prenegoziale e rivolta *ad incertam*

---

76 R. ALESSI, *I doveri di informazione*, *op. cit.*, p. 438.

77 R. ALESSI, *I doveri di informazione*, *op. cit.*, p. ; L. MODICA, *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al nuovo formalismo*, *op. cit.*, p. 174.

78 R. ALESSI, *I doveri di informazione*, p. 401; R. ALESSI, *Consensus ad idem e responsabilità contrattuale*, in *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, a cura di S. MAZZAMUTO, Torino, 2002, p. 117. Per un'approfondita disamina circa la rilevanza del documento informativo e la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale nei contratti di derivazione europea, cfr. L. MODICA, *op. cit.*, pp. 167 ss.

79 Cfr. L. MODICA, *op. ult. cit.*, p. 180.

*personam*, è idonea a influenzare le scelte del potenziale investitore.

Attraverso il prospetto informativo, il destinatario finale dell'informazione dovrebbe, pertanto, vedere soddisfatti l'interesse positivo all'informazione e quello negativo consistente nella protezione contro forme non veritiere di pubblicità che, privandolo di oggettiva base valutativa, non consentano una libera, consapevole e corretta formazione della sua volontà<sup>80</sup>.

Tale proposta ricostruttiva se, da un lato, soccorre a meglio qualificare la natura del prospetto nella vicenda contrattuale, attagliandosi alla omissione del prospetto informativo *ex art. 100 bis* T.U.F. (ipotesi da ritenere tuttavia difficilmente riscontrabile nella prassi in ragione del sistema di controlli e vigilanza che presiedono l'offerta sul mercato dei prodotti finanziari), non appare, dall'altro lato, utile al fine di risolvere la (diversa) questione della natura della responsabilità da prospetto, quale responsabilità per le informazioni false, scorrette o incomplete versate nel prospetto. Quest'ultima costituisce, come è noto, una questione controversa, sia in dottrina che in giurisprudenza: è, infatti, incerto se trattasi di responsabilità contrattuale, extracontrattuale o precontrattuale.

Tale problematica aveva una notevole rilevanza fino al 2007, poiché dalla diversa qualificazione discendevano le conseguenze derivanti dal codice civile in ordine alla ripartizione dell'onere della prova e al termine di prescrizione dal diritto al risarcimento del danno.

Con il recepimento della “direttiva prospetto” e le connesse modifiche apportate al T.U.F. nel 2007, i richiamati profili sono stati oggetto di specifica disciplina.

Per quanto concerne il regime probatorio è stato stabilito che grava sui soggetti responsabili *ex art. 94*, commi 8 e 9, T.U.F., l'onere di

---

<sup>80</sup> Cfr. F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010, p. 70.

dimostrare di avere adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni contenute nel prospetto siano conformi ai fatti e non presentino omissioni tali da alterarne il senso.

Il comma 11 del medesimo articolo 94 ha stabilito che “le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l’investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l’esercizio dell’azione”.

#### **4. Gli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali sulla natura giuridica della responsabilità da prospetto**

Per comprendere appieno la problematica in esame giova ripercorrere l'articolato dibattito dottrinale che si era sviluppato prima della riforma del 2007.

L'orientamento favorevole a ricondurre la responsabilità da prospetto nell'alveo della responsabilità extracontrattuale faceva leva sull'assenza di negoziazione e sulla mancanza di un destinatario determinato.

Si era rilevato che tale impostazione avrebbe comportato un aggravamento in capo all'investitore in punto di prova, in quanto a quest'ultimo sarebbe spettata la dimostrazione del fatto dannoso, dell'elemento soggettivo del soggetto agente nonché del nesso di causalità. Per porre rimedio a questa conseguenza, ritenuta contraria ad esigenze di giustizia sostanziale, furono elaborati vari correttivi.

Alcuni hanno prospettato la possibilità di formulare presunzioni di colpa a carico dell'istituto finanziario, poiché “la natura dell'attività esercitata e la necessaria presenza di un'organizzazione di impresa dell'emittente, spingono decisamente verso una soluzione che attribuisca al danneggiante, se non una vera e propria responsabilità oggettiva, per lo

meno un rovesciamento dell'onere probatorio”<sup>81</sup>.

Si è, poi, considerato che l'informazione inesatta potesse ritenersi un “prodotto difettoso” e, quindi, chi avesse fatto affidamento sulle informazioni di cui al prospetto informativo potesse invocare la tutela di cui alla relativa disciplina<sup>82</sup>.

Altri hanno sostenuto la natura precontrattuale della responsabilità da prospetto, sul presupposto che “il rapporto prenegoziale non ha radice nel contratto successivamente concluso, bensì nella legge” sicché “non solo i futuri contraenti ma anche altri soggetti possono divenire parti di un rapporto precontrattuale quando ... essi si attivino per la stipula di un negozio suscitando un affidamento oggettivo nella propria lealtà, probità e correttezza”<sup>83</sup>.

E' stato, ancora, ritenuto che sull'intermediario gravi una vera e propria obbligazione di risultato, consistente nell'informare in modo veritiero e corretto gli investitori<sup>84</sup>.

Tale ultima opzione interpretativa avrebbe avvantaggiato l'investitore, prima del 2007, in tema di onere della prova in quanto la banca, per sollevarsi dalla responsabilità, avrebbe dovuto dimostrare che “neppure una revisione attenta e professionale dei dati forniti dall'emittente le avrebbe consentito di scoprire le inesattezze lamentate dall'investitore”<sup>85</sup>. Quest'ultima tesi era stata fatta propria anche da parte della giurisprudenza<sup>86</sup> che aveva sancito la natura precontrattuale della responsabilità da prospetto gravante su tutti coloro che intervengono nelle trattative con una particolare

---

81 Così N. JAEGER, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in G. M. FLICK (a cura di), *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987, p. 149.

82 F. BUSNELLI, *Itinerari europei nella “terra di nessuno tra contratto e fatto illecito”*: *la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e Impr.*, 1991, pp. 539 ss.

83 G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, Milano, 1986, p. 52.

84 G. FERRARINI, *op. cit.*, pp. 100 ss.

85 G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in COLOMBO-PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, X, p. 308.

86 Cfr. Tribunale Milano, 11 gennaio 1988; Corte Appello, 2 febbraio 1990.



qualifica professionale, fonte di quell'affidamento determinante per convincere l'investitore a concludere il contratto.

Un orientamento minoritario ha, poi, sostenuto l'inquadramento *tout court* della fattispecie nell'ambito della responsabilità contrattuale, imperniando, in particolare, la responsabilità del collocatore sull'art. 1479 c.c., norma in tema di responsabilità del mediatore<sup>87</sup>.

La tesi della natura contrattuale della responsabilità da prospetto potrebbe apparire confortata dalla nuova formulazione dell'art. 94 T.U.F. che, prevedendo una responsabilità sia in capo all'emittente, all'offerente e all'eventuale garante, sia in capo all'intermediario finanziario responsabile del collocamento, pone a carico dei richiamati soggetti la prova di avere adottato "ogni diligenza idonea allo scopo di assicurare" un'informazione veritiera e completa, in analogia con quanto previsto nell'art. 21 T.U.F. in materia di prestazione di servizi di investimento<sup>88</sup>.

Tuttavia, la natura speciale e particolare delle disposizioni in esame induce a ritenere non decisivo, per la risoluzione del problema, il semplice riferimento all'onere di diligenza gravante sui soggetti istituzionali.

Prevalenti appaiono, piuttosto, gli argomenti utilizzati dalla più recente giurisprudenza<sup>89</sup>, a supporto della tesi extracontrattuale, i quali ancorché riferiti alla responsabilità da prospetto della società emittente, paiono suscettibili, anche per ragioni di uniformità di trattamento, di essere estesi alla fattispecie della responsabilità del responsabile del collocamento.

La Corte di legittimità ha, al riguardo, evidenziato che nell'offerta

---

87 C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1997, pp. 128 ss. L'Autore, in considerazione della disciplina di cui alla direttiva 2003/71/CE, ha, in un secondo momento, modificato la propria tesi. Cfr. al riguardo C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, pp. 517 ss.

88 R. ALESSI, *I doveri informativi*, *op. cit.*, p. 435.

89 Cassazione civ., sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, in cui viene esclusa espressamente la natura precontrattuale della responsabilità in questione, con nota di V. SANGIOVANNI, *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*, in *Corr. Giur.*, 3, 2011, p. 359.

pubblica di acquisto, vendita o scambio di strumenti finanziari non è concepibile alcuna trattativa: l'aderente all'offerta può decidere se concludere il contratto solo sulla base di informazioni reperibili dal prospetto informativo.

In caso di violazione delle regole destinate a disciplinare il prospetto informativo, essendo volte a tutelare un insieme ancora indeterminato di soggetti, si configurerebbe, quindi, un'ipotesi di violazione del *neminem laedere*. Di conseguenza, colui al quale tale violazione è imputabile sarebbe chiamato a rispondere del danno subito dall'acquirente secondo i principi della responsabilità aquiliana.

Per ovviare al più gravoso onere probatorio che deriverebbe dalla natura extracontrattuale della responsabilità in questione (venuto meno, come si è osservato, per effetto della riforma del 2007), la Corte ha, poi, condivisibilmente elaborato una presunzione di rilevanza della distorsione informativa sulle scelte dell'investitore ritenendo che, in difetto di prova contraria, un prospetto non veritiero o carente di informazioni influenzi sicuramente le scelte di investimento del sottoscrittore alterandole, mentre ciò non accadrebbe in presenza di inesattezze del prospetto limitate e marginali la cui incidenza risulti in concreto talmente modesta da non essere apprezzabile. A tal riguardo è, infatti, opportuno ricordare che non tutte le informazioni non vere, così come le omissioni, sono idonee a causare un danno; lo sarebbero solo se rilevanti e, quindi, se si tratti di informazioni in presenza o in mancanza delle quali risulti alterato il senso del prospetto.

Il nesso di causalità fra inadempimento degli obblighi comportamentali e danno al cliente risparmiatore non andrebbe espressamente provato, essendo *in re ipsa* allorché l'intermediario avesse violato l'obbligo di astensione.

L'intermediario potrebbe, però, sollevarsi da responsabilità solo se

dimostrasse che le informazioni, pur se non vere o omesse, non abbiano influito in maniera rilevante sul contenuto del prospetto.

Il responsabile del collocamento potrebbe, poi, sollevarsi dimostrando di avere agito, nella sua attività di controllo circa il contenuto del prospetto, secondo i criteri della diligenza professionale ovvero provando di avere svolto in proprio un'indagine per accertare che le informazioni fossero corrette e complete.

**III CAPITOLO**  
**GLI OBBLIGHI DI CONDOTTA DEGLI INTERMEDAI RI**  
**FINANZIARI NELL'ATTIVITÀ DI PRESTAZIONE**  
**DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO**

**1. Contratto quadro. Forma, natura giuridica e rapporto con i singoli ordini di investimento**

In occasione della prima vendita ad un investitore di uno strumento o di un prodotto finanziario, viene stipulato un contratto c.d. quadro, nel quale viene cristallizzato il profilo soggettivo del cliente, cui dovranno adeguarsi le operazioni di investimento eventualmente poste in essere successivamente alla stipulazione dello stesso.

L'attività di prestazione dei servizi di investimento da parte dell'intermediario finanziario nei confronti degli investitori avviene, infatti, attraverso la conclusione di diversi negozi a formazione complessa ma nell'ambito di un contratto-quadro, relativo alla prestazione del servizio di investimento, c.d. *master agreement*. Il contratto-quadro<sup>90</sup> è, in particolare,

---

<sup>90</sup> Con il d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, emanato in attuazione della direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, e che abroga la direttiva 97/5/CE, il legislatore ha formulato una definizione del contratto quadro che, in base a quanto previsto nell'art. 1, lett i), è “il contratto che disciplina la futura esecuzione di operazioni di pagamento singole e ricorrenti e che può dettare gli obblighi e le condizioni che le parti devono rispettare per l’apertura e la gestione di un conto di pagamento”.

destinato a regolare nel tempo le vendite successive e viene ad assolvere alla funzione di codificare il regolamento negoziale tra intermediario e cliente e, quindi, di stabilire la disciplina applicabile a tutte le future operazioni che le parti concluderanno. I successivi negozi sono, pertanto, atti negoziali esecutivi della regolamentazione prevista nel contratto-quadro e consistono, in particolare, nella negoziazione dei singoli ordini impartiti dal cliente che, come prima esposto, possono essere eseguiti dall'intermediario attraverso due modalità differenti, ovvero mediante vendita in “contropartita diretta”, se l'intermediario vende un titolo che già detiene nel portafoglio, o mediante acquisto dell'intermediario del titolo richiesto dal cliente e successivo trasferimento a quest'ultimo<sup>91</sup>.

Per quanto concerne la forma, solo per i clienti al dettaglio trova applicazione la regola generale della necessità di un contratto-quadro redatto per iscritto per poter fornire i vari servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti<sup>92</sup>. Ai fini della validità del contratto di prestazione dei servizi di investimento il legislatore ha, in particolare, richiesto che lo stesso sia stipulato mediante la forma scritta a pena di nullità rilevabile dal solo investitore, c.d.nullità relativa di protezione, eccezion fatta per il contratto di consulenza.

Il contratto-quadro avente ad oggetto la consulenza può, infatti, essere concluso anche oralmente. La *ratio* di tale esclusione risiede nell'esigenza di tutelare maggiormente l'investitore: se ad un primo acchito si potrebbe, infatti, pensare che la mancanza del requisito della forma scritta sia meno protettiva per chi investe, ad una riflessione meno superficiale ci si può rendere conto come il legislatore europeo abbia, invece, voluto

---

91 In realtà la fattispecie a formazione progressiva non è l'unica necessaria ai fini della validità del contratto di compravendita di strumenti finanziari in quanto quest'ultimo può consistere anche in un unico atto negoziale che possieda sia gli elementi previsti per il contratto-quadro sia quelli propri del singolo ordine di acquisto.

92 Vedi combinato disposto artt. 23 T.U.F. e 37 reg. Consob n. 16190/2007.

perseguire il fine opposto ravvisando un servizio di consulenza dell'intermediario laddove vi sia stata una consulenza qualsiasi, anche orale ed occasionale, senza che sia necessario ai fini della validità del contratto una forma determinata. In tal modo il legislatore ha inteso proteggere l'investitore in tutti quei casi che, altrimenti, sarebbero rimasti al di fuori dell'ambito di applicazione della disciplina in esame lasciando privo di tutele il cliente.

L'obbligo della forma scritta *ad substantiam* e la prescrizione di un preciso contenuto rispondono all'esigenza, che si è manifestata prima a livello europeo e che ora è entrata a far pienamente parte del diritto interno, di far sì che la forma sia veicolo di informazioni, c.d. neoformalismo di protezione o forma informativa, affinché il contraente debole possa realmente conoscere il contenuto del contratto che si appresta a stipulare<sup>93</sup>.

Il legislatore ha, in particolare, ritenuto che la consegna di copia del contratto-quadro, i cui elementi contenutistici siano prescritti in precise regole, renda il cliente realmente edotto dei termini della contrattazione per valutare la convenienza dell'affare e gli consenta, inoltre, verificare nel corso dell'esecuzione del contratto, il rispetto, da parte degli intermediari, degli obblighi incumbenti in capo agli stessi<sup>94</sup>. La mancanza di un contratto-quadro scritto anteriormente all'ordine di investimento, secondo la

---

93 Secondo U. MORERA, *Contratti bancari*, in Banca borsa e tit. cred., 2008, I, n. 2, p. 161 ss., è possibile sostenere che, essendo i contratti bancari e finanziari predisposti unilateralmente dall'intermediario finanziario, il requisito della forma scritta risponda più ad un'esigenza di soddisfare la trasparenza che l'informazione in quanto garantiscono all'investitore la possibilità di verificare sempre con certezza il contenuto degli obblighi spettanti in capo agli intermediari oltre che di confrontare la compatibilità del contratto con la legislazione vigente. In tal senso anche B. INIZIARI-V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 4. Per la definizione di "neoformalismo di protezione" si veda S. MAZZAMUTO, *Il contratto di diritto europeo*, Torino, 2012, p. 218.

94 Per un'esauritiva disamina circa le conseguenze derivanti dalla mancanza, nel contratto-quadro, di uno dei requisiti contenutistici prescritti legalmente si veda L. MODICA, *Formalismo negoziale e nullità: le aperture delle Corti di merito*, in *Contr. Impr.*, n. 1, 2011, p. 17 ss.

giurisprudenza più recente, determina la nullità di quest'ultimo in quanto il contratto-quadro costituisce il fondamento e la causa giuridica degli ordini impartiti dal risparmiatore<sup>95</sup>.

Circa la forma dei singoli ordini di investimento, l'art. 37, 2° co, lett. c), reg. Consob n. 16190/2007 dispone che “il contratto (...) indica le modalità attraverso cui impartire ordini e istruzioni”. Per gli ordini di investimento, per i quali, pertanto, non è previsto alcun obbligo di forma, le parti possono stabilire una forma convenzionale *ex art. 1352 c.c.*

In dottrina è stato osservato che la mancata prescrizione della forma scritta dei singoli ordini di acquisto è indice del fatto che più che ad una funzione di protezione del contraente debole la forma (prevista esclusivamente per il contratto-quadro) assolve ad una funzione *lato sensu* pubblicitaria mentre la funzione di informare l'investitore si indebolisce fino ad avere rilevanza solo sul piano probatorio.<sup>96</sup>

Sulla natura giuridica del contratto-quadro e sui suoi rapporti con i singoli ordini di investimento si sono espresse opinioni contrastanti, sia in sede dottrinale che giurisprudenziale, e il dibattito non è tuttora risolto univocamente.

Gli orientamenti manifestatisi sono essenzialmente due.

Prima dell'entrata in vigore del T.U.F. non vi erano dubbi sulla riconducibilità del contratto-quadro alla figura del mandato. Se il contratto-quadro si ritiene sia un contratto di mandato, i successivi ordini di investimento si configurerebbero quali specifiche istruzioni che il cliente-mandante impartisce all'intermediario-mandatario. Gli ordini impartiti non

---

<sup>95</sup> “Difetta di fondamento e causa giuridica l'ordine di negoziazione impartito prima della stipulazione del c.d. contratto-quadro, con la conseguenza che la negoziazione eseguita dall'intermediario finanziario non produce alcun effetto nella sfera giuridica del cliente e resta a carico dell'intermediario-mandatario per avere questi agito in assenza di valide disposizioni del cliente-mandante” così Tribunale Bologna, 2 marzo 2009, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>96</sup> Cfr. L. MODICA, *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al nuovo formalismo*, *op. cit.*, p. 293.

potrebbero, peraltro, considerarsi contratti né negozi di altro genere ma semplici dichiarazioni non negoziali. Secondo tale orientamento, pertanto, l'unico contratto è quello di mandato mentre i singoli ordini sono mere istruzioni *ex art. 1711 c.c.* L'atto di negoziazione, da ritenersi quale adempimento finale degli obblighi nascenti dal contratto di mandato, andrebbe annoverato nella categoria dei cosiddetti negozi di attuazione e lo spostamento patrimoniale conseguente alla negoziazione troverebbe la sua giustificazione nel complessivo programma contrattuale, il cui nucleo centrale è costituito dal “contratto relativo alla prestazione dei servizi d’investimento”.

Con l'emanazione del T.U.F. e del relativo regolamento di attuazione, la previsione di molteplici regole di condotta e di obblighi informativi incombenti in capo agli intermediari finanziari ha reso inattuale la riconduzione del contratto-quadro allo schema del mandato.

Si è, dunque, formato un altro orientamento, forse preferibile in quanto tiene maggiormente in considerazione le innovazioni introdotte, per il quale il contratto-quadro sarebbe un contratto normativo, ovvero un contratto stipulato per disciplinare il contenuto e le modalità di conclusione di futuri contratti. L'entrata in vigore del T.U.F. ha, in particolare, comportato la previsione di una disciplina dei contratti di investimento con una natura diversa da quella del mandato: mentre l'art. 13 l. n. 1/91, per individuare la responsabilità dell'intermediario, faceva riferimento alla diligenza del mandatario<sup>97</sup>, l'art. 23 T.U.F. impone all'intermediario una specifica diligenza richiesta<sup>98</sup>, presentandosi al cliente come uno specialista

---

97 Art. 13, 10° co. l. n. 1/91, Provvedimenti cautelari e sanzioni amministrative “Nei giudizi di risarcimento dei danni derivanti dallo svolgimento delle attività di cui all’art. 1, comma 1, in violazione della presente legge, dei regolamenti, e delle disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza, spetta alla società o soggetto convenuti l’onere della prova di avere agito con la diligenza del mandatario”.

98 Art. 23, 6° co., T.U.F., Contratti “Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai



del settore<sup>99</sup>. In tal senso ad esempio il Tribunale di Firenze si è pronunciato sostenendo che, in seguito all'entrata in vigore del T.U.F., “i principi di condotta imposti agli intermediari non possono essere letti riduttivamente nel quadro della disciplina del mandato”<sup>100</sup>. La riconduzione dei contratti di investimento allo schema del mandato appare, dunque, riduttiva rispetto alle diverse regole di condotta nonché ai numerosi obblighi informativi incombenti in capo agli intermediari secondo quanto disposto dalla normativa di settore, posta a tutela degli interessi generali del mercato oltre che di quelli privati degli investitori.

La giurisprudenza si è anche pronunciata nel senso di poter ricondurre il contratto di investimento anche solo parzialmente al contratto

---

soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta”.

99 Cfr. P. ABADESSA, *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario*, op. cit., p. 307

100 Tribunale Firenze, 19 aprile 2005, per la quale “se nel contesto della legge del 1991 gli obblighi di diligenza e correttezza risultavano espressamente finalizzati alla “cura dell’interesse del cliente”, con l’art. 21, tali obblighi sono imposti “nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati”. Ne consegue che correttezza e diligenza, di cui alla disciplina dei servizi di investimento, esprimono concetti più ampi di quelli sottesi alle norme codicistiche, “operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l’investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche più in generale (e in via di principio) in relazione allo svolgimento dell’attività economica come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e a garantire l’integrità del mercato (...) I principi di condotta imposti a carico degli intermediari finanziaria dalla legge speciale, imprimono ai comportamenti dovuti una logica che non può essere letta riduttivamente, nel quadro della disciplina del mandato e, quindi, nell’ottica di un semplice inadempimento contrattuale. Infatti se a questa figura giuridica si può per taluni aspetti riferirsi, questo deve essere fatto tenendo presenti quei contenuti normativi che, connotandola attribuiscono alla fattispecie elementi differenziatori individuati nella complessità di obblighi posti a carico dell’intermediario. La prospettiva da cui muove la disciplina del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e nella quale sono confluite regole già vigenti e regole di nuove coniazione, riguarda, in generale, la regolamentazione del mercato finanziario con particolare attenzione alla tutela degli interessi pubblici sottesi alle regole. La protezione offerta agli investitori è considerata solo di riflesso. In conclusione l’obbligo di correttezza e quello di trasparenza non hanno solo una dimensione “protettiva” con specifico riferimento alla formazione della volontà e del convincimento, ma assurgono a un ruolo attivo di conformazione del rapporto, spostandosi così nella definizione di un modello ottimale ed efficiente di scambio di mercato. Ne consegue, pertanto, che il comportamento dell’istituto di credito non va valutato sotto il profilo personale del cliente ma in generale secondo un parametro di tutela garantito dal legislatore.”

di mandato sostenendo che “il contratto stipulato *inter partes*, pur se non riconducibile pedissequamente all'alveo della disciplina dettata in tema di mandato, da questa tuttavia deriva la sua struttura di base (concretandosi in un contratto di durata con il quale l'investitore conferisce all'intermediario l'incarico avente ad oggetto, per l'appunto, l'attività di negoziazione e raccolta ordini su strumenti finanziari) dalla quale devia in termini di evidente rilevanza in punto alla regolamentazione degli obblighi di diligenza imposti al mandatario (in considerazione della specialità dell'oggetto dell'incarico e dei soggetti che lo eseguono) ma non con riferimento all'esecuzione dell'incarico”<sup>101</sup>.

Del resto anche le SS.UU. della Corte di Cassazione, con la sentenza n. 2672472007, si sono pronunciate nel senso che il “contratto quadro (...) per alcuni aspetti può essere accostato alla figura del mandato”, rilevando, poi, la natura autonoma dei singoli ordini nella misura in cui se ne predica la possibile natura negoziale. Quindi si potrebbe ritenere che neanche l'intervento delle Sezioni Unite sia stato risolutore anche perché nella fattispecie che la Cassazione era chiamata a decidere veniva in gioco l'applicazione della normativa della legge Sim n. 1/91 e non quella attualmente in vigore contenuta nel T.U.F.

Quale che sia la tesi alla quale si aderisca, resta indiscussa l'obbligatorietà della forma scritta del contratto-quadro, non potendo i singoli ordini di acquisto impartiti dall'investitore sopperire alla mancata sottoscrizione del *master agreement* poiché non ne contengono gli elementi essenziali (a meno che l'ordine di acquisto sia stipulato *una tantum* tornando in questo caso in vigore il vincolo di forma ai fini della validità). L'inottemperanza a tale obbligo comporterebbe la nullità del contratto-quadro e, a cascata, la caducazione di tutti gli atti esecutivi del medesimo<sup>102</sup>

---

101 Tribunale Catania, 21 ottobre 2005.

102 F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, p. 46.

in forza del rapporto di “collegamento negoziale necessario unilaterale”<sup>103</sup>, che sussisterebbe tra il contratto-quadro e i singoli ordini di acquisto, per il quale sostanzialmente tutti gli eventi che colpiscono il contratto “a monte” travolgono il contratto “a valle” mentre non vale il meccanismo inverso. Conseguentemente la nullità per mancanza di forma del contratto-quadro si ripercuote sugli ordini di acquisto che nello stesso hanno la propria fonte e del quale sono esecuzione, mentre ciò non avverrebbe nel caso in cui fosse prevista una forma convenzionale per i successivi ordini in quanto la nullità colpirebbe esclusivamente il singolo ordine privo della forma pattuita convenzionalmente.

## **2. I criteri generali di comportamento**

Gli obblighi di condotta previsti dalla normativa primaria e regolamentare in capo agli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento sono numerosi e rappresentano uno degli aspetti fondamentali attorno al quale ruota la disciplina dell'intermediazione finanziaria.

La normativa dei servizi di investimento è stata, in particolare, da sempre caratterizzata, in una prospettiva storica, dalla previsione di norme di portata generale, applicabili a tutti i servizi di investimento, e disposizioni di dettaglio, applicabili ai singoli servizi. E' risultato un regime di tutela del cliente fondato su obblighi informativi e procedimentali in capo ai soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, e caratterizzato dalla compresenza e dalla relazione tra regole di condotta e regole di organizzazione interna.

---

<sup>103</sup>Cfr. V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 628 ss.

E' possibile affermare che le regole di condotta che incombono in capo agli intermediari abbiano una struttura piramidale al vertice della quale sono poste clausole generali ex art. 21 T.U.F. e alla cui base si trovano, invece, prescrizioni che puntualmente individuano il contenuto degli obblighi informativi ex artt. 26-59 reg. Consob n. 16190/2007<sup>104</sup>.

Al vertice della piramide è collocato l'art. 21, 1° co., T.U.F., rubricato “Criteri generali”, che individua tre classi di obbligazioni sulle quali è basato il rapporto tra intermediario finanziario e cliente:

- obblighi generali di “diligenza correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati” (lett. a);
- obblighi informativi (lett. b e c);
- obblighi organizzativi (lett. d).

All'art. 21, co. 1-bis sono, poi, previste le regole in materia di conflitto di interessi.

## **2.1 Obblighi generali di correttezza e diligenza**

L'art. 21, 1° co., lett. a), T.U.F. prescrive che gli intermediari devono “comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”<sup>105</sup>.

La norma richiama il legame che sussiste tra la disciplina di diritto comune e quella speciale in punto di doveri comportamentali degli intermediari finanziari.

---

<sup>104</sup>Cfr. R. LENER-P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione di strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, *op. cit.*, p. 373.

<sup>105</sup>L'art. 21, 1° co., lett a), ripropone in modo pressoché inalterato quanto già previsto dall'art. 6 l. n. 1/91 e dall'art. 17 d.lgs. n. 415/96. Cfr. M. C. VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza, nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione mobiliare*, in *Europa dir. Priv.*, 2010, pp. 1049 ss.

“Le regole di condotta mantengono, infatti, una posizione di continua dialettica con le clausole generali di correttezza e diligenza, a volte specificandole, a volte integrandole, costituendo, così, la fonte di ulteriori e specifici criteri di comportamento, giustapposti a quelli scaturenti dal contratto e dalla normativa speciale, nell'esercizio dell'attività degli intermediari e nel rapporto con i clienti”<sup>106</sup>.

Diligenza, correttezza e trasparenza sono, dunque, le clausole generali che fanno da linea guida a tutta la regolamentazione dell'attività dei soggetti abilitati e dei loro rapporti con il pubblico.

La diligenza, che comporta implicitamente il riferimento alla professionalità (ora non più previsto ma menzionato nell'art. 6 l. n. 1/91 precedentemente in vigore), e la correttezza sono categorie civilistiche che nel diritto comune si dividono il compito di regolare l'attività dei soggetti nell'ambito dei rapporti negoziali.

La diligenza, così come la professionalità, esplicita l'obbligo, incombente in capo al debitore, di comportarsi in modo da realizzare al meglio l'interesse del creditore, adoperando adeguatamente energie e mezzi utili. Tale clausola generale, racchiudendo in sé il rispetto di esperienze tecniche e competenze proprie del settore considerato, si pone, dunque, quale criterio di determinazione della prestazione e, conseguentemente rileva nel giudizio di responsabilità a carico del soggetto che è tenuto ad osservare il relativo obbligo.

E' chiaro che la diligenza del debitore nel caso specifico sarà, poi, diversa a seconda della sua personale esperienza, ma, essendo l'intermediario un professionista, ovvero uno specialista del settore in cui opera, la sua diligenza verso il cliente deve essere valutata ai sensi dell'art. 1176, 2° co., c.c. Il requisito della professionalità costituisce, infatti, un

---

<sup>106</sup>Testualmente P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, *op. cit.*, p. 254.

predicato della diligenza<sup>107</sup> e sta ad indicare quel patrimonio di esperienze tecniche e competenze che è proprio di un determinato settore di attività<sup>108</sup>.

Dall'altro lato la correttezza, qualità del comportamento che si può esigere anche dall'uomo medio che non possiede particolari competenze, richiama il criterio *ex art. 1175 c.c.* per il quale le parti, nell'adempimento dell'obbligazione, devono agire secondo correttezza. Tale clausola generale comporta l'introduzione di doveri integrativi ulteriori. Nel caso particolare di contratto tra soggetto prestatore di servizi di investimento e cliente la correttezza si configura come principio integrativo dell'obbligazione principale di esatto adempimento. Essa è fonte di obblighi di protezione ulteriori non espressamente previsti dal contratto. E' possibile affermare che *in subiecta materia* costituisca una "regola di governo della discrezionalità di cui gode il soggetto intermediario"<sup>109</sup>, finalizzata a servire al meglio l'interesse del cliente, anche se il legislatore ha, in realtà, limitato molto detta discrezionalità predisponendo regole di comportamento che impongono agli intermediari precisi obblighi, soprattutto informativi ma anche organizzativi, sia positivi che negativi. Come autorevole dottrina ha sottolineato, la previsione di dettagliati obblighi in capo agli intermediari ha, probabilmente, l'obiettivo di evitare che "l'applicazione delle regole di correttezza e diligenza venga amministrata dai giudici, con il margine di imprevedibilità e incertezza che hanno sempre le decisioni giudiziarie"<sup>110</sup>.

Ulteriore criterio generale di comportamento indicato è quello della trasparenza che dovrebbe caratterizzare lo svolgimento dei servizi in tutte le

---

107A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, a cura di S. MAZZAMUTO-G. TERRANOVA, Napoli, 1993, p. 5.

108Cfr. C. RABITTI BEDOGNI, *Articolo 21, comma 1, lett. a e b*, in *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998, p. 172.

109Così V. SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, Riv. Società, 1994, p. 796.

110Così A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare, op. cit.*, p. 9.

fasi negoziali e anche prenegoziali. Consisterebbe, in particolare, nel mettere a disposizione del cliente informazioni complete, facilmente intelligibili ed obiettive in ordine al rapporto, al servizio prestato e agli strumenti finanziari. Trasparenza “esprime cioè il concetto di informazione adeguata e completa, che si sostanzia nel dovere dell'imprenditore di far conoscere al cliente le condizioni del contratto, prima della stipula dello stesso”<sup>111</sup>. Il fondamento di tale dovere non può essere rinvenuto nel dovere di buona fede, che è reciproco, essendo, invece, il dovere di trasparenza unilaterale e a carico esclusivamente dell'intermediario predisponente. La ragione di tale dovere è da ricercare nell'esigenza di eliminare le asimmetrie informative e ciò lo si deduce anche dal fatto che opera a prescindere da una richiesta del cliente. Si tratta, poi, di una regola di comportamento a destinatario necessario<sup>112</sup> perché opera nell'esclusivo interesse dell'investitore, anche se comunque l'obbligo di trasparenza è sempre volto a garantire anche l'efficienza del mercato mobiliare in generale mediante la diffusione di un'informazione completa, veritiera e corretta.

Gli obiettivi che, infatti, il legislatore intende perseguire con la previsione di tali clausole sono, infatti, “servire al meglio l'interesse del cliente” e “l'integrità del mercato”. Le due finalità sono profondamente connesse tra loro considerando l'incidenza negativa che la violazione delle regole di comportamento potrebbe avere sul mercato finanziario in termini di affidabilità degli investitori nello stesso. La microprotezione dell'investitore risulta, pertanto, intrecciata indissolubilmente alla difesa metaindividuale del mercato nel suo complesso<sup>113</sup>. La doverosità di servire “al meglio” l'interesse del cliente è, inoltre, una novità rispetto al sistema previgente al 2007 dove, sempre nell'art. 21, si faceva riferimento al

---

111Così C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, p. 176.

112Così C. RABITTI BEDOGNI, *ibidem*, p. 176.

113A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. AMOROSINO, Milano, 2008, p. 100 ss.

semplice interesse del cliente, e costituisce, inoltre, l'attuazione dell'obbligo di *best execution* previsto nella MiFID, riconosciuto nella normativa secondaria all'art. 45 reg. Consob n. 16190/2007, che consiste nell'obbligo dell'intermediario di perseguire il migliore risultato possibile in relazione alle caratteristiche del cliente.

Il “servire al meglio l'interesse del cliente” costituisce, inoltre, il parametro di riferimento per valutare l'operato dell'intermediario e verificare eventualmente la sua responsabilità; solo, infatti, qualora operi nel senso di perseguire non solo l'interesse ma la sua migliore possibile realizzazione agirà diligentemente e andrà esente da responsabilità.

## **2.2 Gli obblighi informativi**

La normativa in tema di obblighi di informazione è costituita da diverse disposizioni aventi la finalità di assicurare, nei rapporti tra intermediari e clienti, la massima trasparenza.

L'art. 21, 1° co., lett. b), T.U.F. dispone che “nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono (...) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati”.

Nel commentare tale norma si usano generalmente le espressioni “dovere di informare e informarsi”<sup>114</sup> oppure di “informarsi per informare”<sup>115</sup> con cui si mette in luce lo stretto legame tra il dovere di informarsi e il dovere di informare, essendo il primo lo strumento che

---

114G. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari “inadeguati” al profilo del risparmiatore*, Corr. Giur., 2005, p. 1029.

115F. MAZZINI, *La giurisprudenza sull'adeguatezza dell'operazione del cliente*, Dir. Banca e Merc. Finanz., 2006, p. 608.



permette di realizzare il secondo.

La disposizione in commento può, in particolare, scomporsi in due parti: la prima parte fa riferimento alla c.d. informazione passiva (o obblighi passivi) ovvero all'informazione che l'intermediario ha l'obbligo di acquisire; la seconda parte fa, invece, riferimento alla c.d. informazione attiva (o obblighi attivi) ovvero alle informazioni che l'intermediario ha l'obbligo di trasferire al cliente.

Per quanto concerne l'“informazione passiva” e, quindi, il dovere di informarsi che incombe in capo agli intermediari, finalizzato a far sì che questi possano effettuare scelte misurate rispetto agli obiettivi di investimento del cliente, si articola in due aspetti ovvero sia nel dovere di reperire informazioni dall'investitore (c.d. *know your customer rule*) sia nel dovere di acquisire informazioni circa gli strumenti finanziari oggetto dell'operazione di investimento (c.d. *know your merchandise rule*). Il flusso di informazioni che dall'investitore va verso l'intermediario è, inoltre, strumentale rispetto all'applicazione delle regole dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di cui agli artt. 39 ss. Reg. Consob n. 16190/2007.

Per quanto riguarda, invece, l'“informazione attiva” si realizza nel momento in cui tutto il patrimonio informativo acquisito dall'intermediario raggiunge il cliente completando quell'opera di trasparenza che è il fine cui tende l'intero sistema normativo del diritto dei mercati finanziari. L'informazione attiva, che rappresenta il cuore di ogni obbligazione precontrattuale ma che riguarda anche la fase esecutiva del rapporto, è finalizzata a consentire all'investitore di effettuare scelte consapevoli di investimento o disinvestimento.

### **2.3 Gli obblighi organizzativi**

L'art. 21, 1° co., lett. d), T.U.F., dispone che nella prestazione dei servizi di investimento gli intermediari abilitati debbano “disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività”.

Il legislatore ha, in particolare, ritenuto che il rispetto dei doveri di diligenza, correttezza e trasparenza non possa prescindere dall'acquisizione di un'adeguata organizzazione da parte dell'intermediario che gli consenta l'efficiente prestazione dei servizi finanziari. Considerata la profonda complessità dell'attività di intermediazione finanziaria e lo squilibrio informativo tra le parti, il legislatore ha, pertanto, rafforzato il criterio di diligenza predisponendo una serie di obblighi di natura organizzativa l'adempimento dei quali è essenziale per l'esatta esecuzione della prestazione nei confronti dell'investitore.

La prestazione dovuta dall'intermediario finanziario e, conseguentemente, la sua responsabilità in caso di inadempimento è, pertanto, valutabile non solo per la condotta che concretamente tiene nell'ambito di un rapporto con un cliente ma anche per il modo in cui abbia organizzato all'interno l'attività finanziaria con la clientela.

### **2.4 Regole in materia di conflitto di interessi**

Un nodo cruciale della disciplina della prestazione dei servizi di investimento è costituito dalla regolamentazione del conflitto di interessi, strettamente connessa con la valutazione del rispetto delle regole di condotta degli intermediari finanziari e, in particolare, con quelle disciplinanti la valutazione della conformità dell'operazione rispetto al

cliente. Il perseguimento di uno scopo di lucro da parte dell'intermediario (c.d. *churning*) rende, infatti, l'operazione non solo inadeguata ma anche manifestazione di un interesse conflittuale con quello dell'investitore.

Data la natura polifunzionale dell'intermediario che presta i servizi di investimento è quasi genetico che questi possa trovarsi in circostanze che lo inducano a privilegiare interessi propri piuttosto che quelli del cliente. Si pensi, ad esempio, al caso in cui l'intermediario agisca quale diretta controparte del cliente (avendo la vendita ad oggetto prodotti finanziari già nel patrimonio dell'intermediario) o alla possibilità che l'investimento proposto ai clienti riguardi strumenti finanziari emessi o collocati da società facenti parte del gruppo dell'intermediario<sup>116</sup>.

Le soluzioni al problema che si sono succedute nel corso degli anni hanno via via abbandonato l'idea del divieto di agire in caso di conflitto di interessi, considerata la sua ineliminabilità conseguente alla polifunzionalità dell'intermediario finanziario, e si sono evolute nel senso di prevedere norme che gestiscano il conflitto di interessi in modo che l'intermediario possa agire in modo trasparente e nel miglior interesse del proprio cliente.

In tale prospettiva la versione originaria dell'art. 21, 1° co., lett. c), T.U.F. prevedeva l'obbligo in capo all'intermediario 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”. In forza di tale previsione l'intermediario era, pertanto, tenuto ad organizzarsi in modo da minimizzare il conflitto di interessi per eliminare i pregiudizi ai clienti. L'art. 27 reg. Consob n. 11522/1998 (analogo alla disposizione di cui all'art. 6, 1° co., lett. g), L. n. 1/91) affermava, poi, che “Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno

---

<sup>116</sup>Cfr. R. LENER-PLUCANTONI, *Art. 21 T.U.F.*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI-G.GASPARRI, Milano, 2012, p. 390.

direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione”.

La normativa previgente affidava, pertanto, la tutela dell'investitore in caso di conflitto di interessi a dei documenti, una comunicazione e un'autorizzazione, scambiati nella fase iniziale del rapporto, che molto spesso più che consentire al cliente di comprendere l'operazione costituivano mezzi attraverso i quali gli intermediari dimostravano la correttezza del loro agire in caso di onere probatorio *ex art. 23, 6° co., T.U.F.*<sup>117</sup>

Secondo la giurisprudenza l'inosservanza degli adempimenti incombenti in capo agli intermediari previsti dalla normativa in tema di conflitto di interessi, consistenti nella mancanza della comunicazione circa la sussistenza di un interesse conflittuale nell'operazione e dell'autorizzazione scritta all'effettuazione della stessa, non avrebbe

---

<sup>117</sup>Cfr. R. RORDORF, *Società di intermediazione mobiliare*, *op. cit.* p. 1053. In tale sede l'Autore rileva, inoltre, che “in conseguenza dell'obbligo di organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitto tra l'interesse dell'intermediario e quello del cliente (art. 21 comma 1 lett c d. lgs. n. 58) vengono in evidenza aspetti sia di carattere amministrativo, sia più specificamente di natura contabile e patrimoniale, sia di vera e propria *corporate governance*. Basti pensare al precetto che impone di tenere separati, anche nella circolazione delle informazioni, settori diversi dell'organizzazione aziendale o società diverse appartenenti al medesimo gruppo (art. 56 commi 3 e 4 reg. Consob n. 11522 del 1998), e alla duplice regola di separazione dei beni a qualunque titolo detenuti dall'intermediario nell'ambito della prestazione dei servizi (art. 22 comma 1 d. lgs. n. 58): separazione dei beni propri dell'intermediario da quelli che egli detenga (eventualmente anche in nome proprio, ma) per conto dei clienti e separazione dei beni di pertinenza di ciascun cliente da quelli degli altri. E si pensi anche (...) all'obbligo di istituire un'apposita funzione di controllo interno, espressamente finalizzata a vigilare sul rispetto delle leggi e dei regolamenti, il cui responsabile deve riferire direttamente al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale e deve segnalare con immediatezza a quest'ultimo le gravi irregolarità eventualmente constatate, così da permettere allo stesso collegio sindacale di informare senza indugio la Banca d'Italia e la CONSOB”.

determinato la nullità del contratto ma solo il suo annullamento ai sensi degli artt. 1394 e 1395<sup>118</sup>.

Il recepimento della MiFID ha comportato innovazioni anche per tale disciplina.

In particolar modo, nella normativa vigente il conflitto di interessi trova espressa menzione nell'art. 21, co. 1-*bis*, T.U.F., come risulta riformato dal d. lgs. n. 164/2007, che prevede che i soggetti abilitati:

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

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

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

Si può, dunque, osservare che mentre la normativa pre-MiFID richiedeva la riduzione al minimo dei conflitti, quella attuale prevede la gestione degli stessi: gli intermediari, identificati i conflitti che potrebbero insorgere con i clienti o tra i clienti, devono evitare che essi incidano negativamente sugli interessi di questi ultimi, predisponendo misure organizzative. Con il recepimento della MiFID si è, pertanto, passati da una disciplina basata essenzialmente sulla prevenzione dei conflitti e sull'astensione in mancanza di autorizzazione, ad una disciplina incentrata sull'identificazione e sulla gestione delle situazioni di conflitto realizzata essenzialmente attraverso misure organizzative ma anche con mezzi che

---

<sup>118</sup>Cass., 29 settembre 2005, n. 19024.

permettano di evitare un danno al cliente<sup>119</sup>.

L'obbligo informativo circa la sussistenza del conflitto sussiste, poi, solo nel momento in cui l'intermediario ritenga che nessuna misura possa evitare il rischio di nuocere agli interessi dei clienti. In tal caso sarà tenuto a informare chiaramente il cliente, prima di agire per suo conto, della natura e delle fonti dei conflitti affinché possa assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano<sup>120</sup>.

La tutela dell'investitore non è più, pertanto, basata sulla *disclosure* preventiva circa la situazione conflittuale ma sulla gestione e sulla valutazione effettuata dall'intermediario che sarà tenuto ad informare il cliente esclusivamente nel caso in cui ritenga che il conflitto non sia gestibile.

E' dubbio se il nuovo approccio alla materia del conflitto di interessi conseguente al recepimento della MiFID abbia comportato o meno un rafforzamento della tutela degli investitori. In senso positivo si può rilevare che la nuova disciplina incidendo più sul profilo sostanziale, ovvero prescrivendo di adottare modalità di gestione del conflitto, tende ad evitare che i conflitti di interesse possano concretamente danneggiare gli investitori. Criticabile è, invece, la scelta di informare il cliente esclusivamente in caso sussistenza di una situazione conflittuale non fronteggiabile dall'intermediario perché affidando alla condotta degli intermediari stessi, che hanno dimostrato spesso di agire poco correttamente nel mercato mobiliare, la scelta di rendere o meno edotti i clienti circa il conflitto di interessi, si rischia di opacizzare le operazioni mobiliari<sup>121</sup>.

---

119V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-L. LENER, Milano, 2011, p. 303.

120Cfr. art. 23 del regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob.

121Cfr. in tal senso F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, p. 139.

La bontà delle soluzioni adottate viene apprezzata con un giudizio *ex post* per il quale, ai fini della verifica della sussistenza della responsabilità dell'intermediario, occorrerà valutare se quest'ultimo abbia agito o meno diligentemente. In tal caso si ritiene che l'intermediario andrà esente da responsabilità se, nel giudizio *ex post*, si accerti che abbia adempiuto correttamente i propri doveri essendosi dotato di una struttura organizzativa efficiente ed idonea a perseguire concretamente l'interesse della clientela.

La valutazione circa la responsabilità dell'intermediario dipende, poi, dal “giudice al quale spetta l'ultima parola sulla correttezza della valutazione circa la gestibilità del conflitto, non solo qualora un conflitto non gestibile sia stato impropriamente considerato gestibile, ma anche qualora l'intermediario abbia considerato insufficienti le misure adottate e abbia perciò legittimato il proprio operato o con l'informazione, oppure, ove se ne riconosca ancora la presenza, con l'autorizzazione preventiva dell'investitore”.<sup>122</sup>

### **3. L'obbligo di acquisire informazioni sul cliente**

Come prima rilevato, l'art. 21, 1° co., lett b), T.U.F. introduce nell'ordinamento nazionale l'obbligo di “informazione passiva” conosciuto quale “*know your customer rule*”, prevedendo espressamente che “nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono (...) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati”.

La *know your customer rule*, nota anche come “undicesimo comandamento di Wall Street”<sup>123</sup>, è essenzialmente strumentale e, quindi,

122V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, op. cit. , p. 305.

123F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forma di tutela*, Milano, 2004, p. 3.

propedeutica rispetto all'ulteriore obbligo, posto a carico dell'intermediario, di valutare la conformità dell'operazione rispetto al profilo soggettivo del cliente (c.d. *suitability rule*), affinché quest'ultimo possa operare scelte quanto più possibili confacenti a sé e al suo profilo di rischio.

In seguito al recepimento della MiFID, che ha previsto una chiara differenziazione e graduazione delle regole di condotta degli intermediari, in relazione ai differenti servizi prestati e alla tipologia di clienti coinvolti, è, poi, riconducibile alla *know your customer rule* un'altra funzione. L'acquisizione di informazioni da parte del cliente o potenziale cliente consente, in particolare, l'inquadramento dello stesso in una delle categorie in cui gli investitori sono stati suddivisi, in relazione alle quali viene fissata una diversa operatività della *suitability rule* e delle altre regole di condotta.

Poiché la norma di legge richiamata non specifica l'ambito operativo del dovere in esame, la Consob, nella legislazione secondaria, ha chiarito quali informazioni gli intermediari debbano necessariamente acquisire dagli investitori.

Nel regolamento Consob n. 11522/98 precedentemente in vigore la summenzionata regola era prevista nell'art. 28, 1° co., lett. a), il quale disponeva che “prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questo collegati, gli intermediari autorizzati devono chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché la sua propensione al rischio”. Il legislatore, quindi, nella legislazione pre MiFID non aveva distinto i dati da acquisire a seconda del tipo di servizio di investimento da prestare.

Al contrario, a seguito del recepimento della MiFID e all'emanazione del reg. Consob n. 16190/2007, il legislatore è intervenuto anche in punto di



*know your customer rule*, differenziando le informazioni da richiedere all'investitore a seconda del servizio d'investimento.

In particolare, in caso di consulenza o di gestione di portafogli, ex artt. 24 T.U.F. e 38 reg. Consob n. 16190/2007, è l'art. 39 reg. Consob n. 16190/2007 che contiene un'elencazione dettagliata delle informazioni che l'intermediario deve richiedere al cliente.

Il legislatore ha, infatti, previsto, ai fini del rispetto della *know your customer rule*, che gli intermediari debbano ottenere dal cliente o dal potenziale cliente “le informazioni necessarie in merito:

- a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per tipo di strumento o di servizio;
- b) alla situazione finanziaria;
- c) agli obiettivi di investimento”<sup>124</sup>.

Nella prestazione dei servizi di consulenza o di gestione di portafogli il dovere di informarsi è più pregnante e ciò si giustifica con la necessaria personalizzazione del servizio: l'intermediario solo se in possesso delle informazioni sopra elencate può, infatti, prestare la propria attività per servire al meglio l'interesse del cliente, fornendo raccomandazioni personalizzate a un determinato cliente, suggerendogli i servizi più adatti (nel caso di consulenza) ovvero effettuando delle scelte per conto del cliente per gestirne su base individualizzata il portafoglio di investimento, effettuando decisioni discrezionali di investimento (nel caso di gestione di portafogli).

Per quanto concerne l'informazione che occorre acquisire dai clienti nei servizi diversi da quelli di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, l'art. 41 del reg. Consob n. 16190/2007, prescrive che “gli intermediari, quando prestano servizi diversi da quelli di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, richiedono al cliente o

---

<sup>124</sup>Art. 39, 1° co., reg. Consob n. 16190/2007.

potenziale cliente di fornire informazioni in merito alla sua conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per tipo di strumento o di servizio proposto o richiesto”. Intervenendo una minore discrezionalità dell'intermediario finanziario nel valutare la congruità del servizio rispetto al cliente, il legislatore ha ritenuto che non sia necessario ottenere informazioni anche in merito alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento ma che sia sufficiente accertare che l'investitore abbia esperienza e conosca il tipo di strumento o di servizio che propone o richiede.

Nel caso, poi, dei servizi di esecuzione di ordini per conto del cliente o di ricezione e trasmissione ordini, disciplinato *ex art.* 43 reg. Consob n. 16190/2007, rubricato “Mera esecuzione”, gli intermediari finanziari possono prestare tali servizi senza che sia necessario ottenere alcuna informazione dal cliente purché siano “soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

a) i suddetti servizi sono 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;

b) il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente;

c) il cliente o potenziale cliente è stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che, pertanto, l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. (...)

d) l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitti di interesse”.

La ragione di tale previsione è da ravvisarsi nell'atteggiamento

meramente passivo dell'intermediario rispetto a decisioni adottate autonomamente dall'investitore e, quindi, la “mera esecuzione”, in caso di servizio di esecuzione per conto dei clienti, ricezione o trasmissione, senza che sia necessario acquisire preventivamente alcuna informazione sul cliente<sup>125</sup>.

La giurisprudenza ha precisato che la richiesta delle informazioni deve avvenire prima della sottoscrizione del contratto-quadro o comunque prima dell'inizio dei servizi di investimento: l'acquisizione delle informazioni successivamente l'esecuzione dell'ordine di acquisto, infatti, “diventa del tutto inutile e, pertanto, irrilevante al fine di escludere l'inadempimento”.<sup>126</sup>

Dal raffronto appena svolto tra le due normative si evince che, mentre nella disciplina *pre-MiFID* l'obbligo di informarsi incombente in capo all'intermediario era sempre uguale, non distinguendosi a seconda del servizio di investimento, con la normativa vigente il confine della *know your customer rule* sia stato reso variabile a seconda del servizio di investimento prestato. La contrapposizione tra servizi in cui l'intermediario interviene esercitando una sua discrezionalità e servizi meramente esecutivi si è, poi, concretamente tradotta in una riduzione degli obblighi informativi in quanto questi diminuiscono nella prestazione di quei servizi per la prestazione dei quali l'intermediario interviene con una minore discrezionalità.

Ciò ha, conseguentemente, inciso anche sulla responsabilità che potrebbe configurarsi in capo agli intermediari finanziari, essendo anche questa variabile, in particolare, più ristretta via via diminuisca la discrezionalità esercitata dagli intermediari stessi nella prestazione del

---

125 Cfr. A. TUCCI, “*Servizio*” e “*contratto*” *nl rapporto fra intermedario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-R. LENER, Milano, 2011, p. 188

126 Tribunale Foggia 21 aprile 2006.

servizio di investimento.

#### **4. Rifiuto di fornire informazioni**

Il legislatore *post-MiFID* è anche intervenuto sulla normativa in materia di rifiuto di informazioni.

Sotto la vigenza della normativa precedente, nel caso in cui il cliente si fosse rifiutato di dare informazioni, l'intermediario avrebbe potuto prestare ugualmente il servizio ma in modo condizionato, ovvero avrebbe dovuto valutare ai fini dell'adeguatezza eventuali dati altrimenti in suo possesso, in particolare quelli riguardanti età, professione, pregressi investimenti, titolarità di conti correnti e capienza del patrimonio.

La Consob, con comunicazione n. DI/30396 del 21 aprile 2000, aveva, infatti, precisato che "in nessun caso gli intermediari sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dai clienti, neanche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione patrimoniale o finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso la valutazione andrà condotta in ossequio dei principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio anche alla luce dalla pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato...)”.

L'eventuale rifiuto del cliente di fornire le notizie richieste doveva, comunque, risultare o nel contratto-quadro o da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore<sup>127</sup>.

In ogni caso, anche di fronte al rifiuto dell'investitore di fornire

---

<sup>127</sup> Art. 28, 1° co., lett. a, reg. Consob n. 11522/98.

informazioni, l'intermediario non era esonerato dall'obbligo di osservare la disciplina dell'adeguatezza prevista dall'art. 29 del reg. Consob n. 11522/1998<sup>128</sup>.

Anche la maggior parte della giurisprudenza concorda sul punto, sostenendo che “il rifiuto dell'investitore di fornire informazioni sul suo profilo di rischio non esonera l'intermediario nella valutazione dell'adeguatezza dell'operazione, basandosi sulle notizie che possa comunque ricavare da elementi indicatori quali l'età, la professione del cliente e la sua precedente attività di investimento. In mancanza di elementi sufficienti la banca in applicazione del principio della diligenza deve agire in base alla massima cautela presumendo che la propensione al rischio del soggetto sia minima”<sup>129</sup>.

Per quanto concerne la normativa *post*-MiFID, il rifiuto di informazioni, così come per il dovere dell'intermediario di acquisire informazioni dai clienti, viene disciplinato in modo differente a seconda del servizio di investimento al quale è collegato il giudizio sulla valutazione della conformità dell'operazione.

In caso di consulenza o di gestione di portafogli, in particolare, l'art. 39, 6° co., reg. Consob n. 16190/2007, prevede espressamente l'obbligo dei soggetti abilitati di astensione dal prestare i servizi nel caso in cui non ottengano le informazioni indicate *ex art.* 39, 1° co., reg. Consob n. 16190/2007 necessarie al fine della formulazione del giudizio di adeguatezza.

Nella prestazione degli altri servizi di investimento, diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli, qualora il cliente o il potenziale cliente rifiuti di fornire le informazioni in merito alla sua conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di

---

128 Cfr. art. 29, 2° co., reg. Consob n. 11522/98.

129 Appello Napoli 19 maggio 2011.

servizio proposto o chiesto, o qualora le informazioni acquisite non siano sufficienti, il legislatore ha previsto in capo all'intermediario l'obbligo di avvertire, anche mediante un formato standardizzato, che tale situazione non consente di determinare l'appropriatezza del servizio o dello strumento, *ex art. 42, 4° co., reg. Consob n. 16190/2007*. Gli intermediari potranno, dunque, fornire ugualmente il servizio, purché avvertano il cliente dell'impossibilità di svolgere il giudizio di appropriatezza.

## **5. La classificazione della clientela**

Come già precedentemente anticipato, la *know your customer rule* e, quindi, lo scambio di informazioni tra l'intermediario e il cliente nella fase preliminare, consente all'intermediario stesso di inquadrare il cliente in una delle tre categorie in cui gli investitori, in seguito al recepimento della MiFID, sono stati suddivisi.

Il legislatore ha, infatti, previsto tre livelli di tutela a seconda del bisogno di protezione del cliente di modo che gli obblighi informativi variano a seconda della categoria di appartenenza dell'investitore.

Nella disciplina *pre-MiFID* si distingueva già, in realtà, la figura dell'operatore qualificato rispetto a quella dell'investitore di dettaglio (c.d. *retail*) ed era anche previsto un trattamento differenziato a seconda della qualificazione dell'investitore.

In ossequio a quanto disposto nell'art. 6, 2° co., T.U.F., per il quale era necessario tenere “conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi”, l'art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 prevedeva la disapplicazione della quasi totalità delle regole di condotta nei rapporti tra

intermediari e operatori qualificati.

La richiamata disposizione era alla base di un problema interpretativo di notevole rilievo. Infatti, mentre da un lato il legislatore aveva provveduto ad individuare una serie di soggetti che erano da ritenersi qualificati, dall'altro aveva previsto la possibilità di rientrare in tale categoria per mezzo di una semplice dichiarazione con la quale il legale rappresentante della società o della persona giuridica attestava il “possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari”.

A tal proposito si era aperto un dibattito, sia in dottrina che in giurisprudenza, circa il valore da attribuire alla citata dichiarazione nonché circa il comportamento che avrebbe dovuto tenere l'intermediario finanziario in questa ipotesi. Da una parte vi era chi sosteneva la dichiarazione di per sé sufficiente ad inquadrare il dichiarante nella categoria degli operatori qualificati. Tale conclusione faceva leva su due considerazioni: in primo luogo si richiamava il dato testuale, *ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998*, per il quale l'inquadramento del cliente come operatore professionale conseguiva alla mera dichiarazione resa per iscritto dal soggetto medesimo; in secondo luogo si osservava che sarebbe stato irragionevole incaricare l'intermediario della verifica dei requisiti di competenza ed esperienza oggetto della dichiarazione del cliente<sup>130</sup>.

Secondo l'orientamento opposto, la dichiarazione del cliente non avrebbe comportato il venir meno in capo all'intermediario del dovere di accertare la corrispondenza tra quanto dichiarato e l'effettiva sostanza dei fatti; tale conclusione trovava il proprio fondamento nella buona fede che imporrebbe all'intermediario di valutare l'attendibilità della dichiarazione

---

<sup>130</sup>Per l'autosufficienza della dichiarazione resa dal legale rappresentante confrontare: Trib. Milano 3 aprile 2004, Banca Borsa tit. cred., 2005, I, pag. 36; Trib. Milano 10 agosto 2005; Trib. Forlì 11 luglio 2008.

resa<sup>131</sup>.

Sulla questione è intervenuta a Corte di Cassazione prescrivendo che, ai fini dell'appartenenza del cliente alla categoria di operatore qualificato, l'espressa dichiarazione scritta da parte del legale rappresentante di una società o di una persona giuridica attestante il possesso della competenza e dell'esperienza richieste nel settore dei valori mobiliari, ex art. 31, 2° co., reg. Consob n. 11522/1998, “esonera l'intermediario da ulteriori verifiche, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso”<sup>132</sup>. Nel caso, poi, di discordanza tra la dichiarazione e la situazione reale “graverà su chi detta discordanza intenda dedurre, al fine di escludere la sussistenza in concreto della propria competenza ed esperienza in materia di valori mobiliari, l'onere di provare circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti e la conoscenza da parte dell'intermediario mobiliare delle circostanze medesime, o almeno la loro agevole conoscibilità in base a elementi obiettivi di riscontro, già nella disponibilità dell'intermediario stesso o a lui risultanti dalla documentazione prodotta dal cliente”<sup>133</sup>.

Nella normativa vigente, mediante la quale sono state recepite le direttive MiFID, i clienti, come già anticipato in precedenza, sono stati distinti in tre categorie diverse: controparti qualificate (*eligible counterparties*), clienti professionali (*professional clients*) e clienti al dettaglio (*retail*). La qualità e la quantità di informazioni che l'intermediario deve scambiarsi con l'investitore variano a seconda della tipologia del cliente e del servizio prestato, allo scopo di assolvere alle diverse esigenze

---

131 Cfr. App. Milano 13 novembre 2008; App. Venezia 16 luglio 2008; Trib. Vicenza 29 gennaio 2009.

132 Cass. 26 maggio 2009, n. 12138, Danno e resp., 2009, 1067 ss., con il commento di V. SANGIOVANNI, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del Regolamento Consob*.

133 E. GUERINONI, *Le controversie in tema di contratti di investimento: forma, informazione, ripensamento e operatore qualificato*, op. cit., p. 44.



di tutela adottando misure di protezione coerenti con ciascuna categoria di investitore. In particolare, per le controparti qualificate si disapplicano quasi tutte le regole di condotta, tranne quelle che disciplinano il conflitto di interessi. Per i clienti professionali la disapplicazione delle regole di condotta avviene solo in parte<sup>134</sup>. In caso di clienti al dettaglio la protezione è, invece, massima.

Per quanto concerne l'individuazione delle singole categorie, il legislatore, all'art. 6, co. 2-*quater*, lett. d), T.U.F., ha provveduto ad individuare le “controparti qualificate”, categoria che comprende i soggetti che operano professionalmente sul mercato dei capitali e altre categorie di soggetti privati individuati con Regolamento dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla Direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione. La classificazione del cliente come “controparte qualificata” vale, inoltre, solo nel caso di prestazione dei servizi consistenti nella negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti, ricezione e trasmissione di ordini. In caso di prestazione degli altri servizi il cliente che non sia al “dettaglio” potrà essere “professionale”.

I “clienti professionali” sono, invece, individuati nell'all. 3 al reg. Consob n. 16190/2007. Tale categoria comprende, in particolare, i clienti professionali “per professione”, ovvero coloro che operano istituzionalmente in ambito finanziario (banche, imprese di investimento, di assicurazione, OICR e relative società di gestione). Vi rientrano, inoltre, automaticamente anche le imprese di grandi dimensioni, distinte in base ad alcuni parametri economici (attivo patrimoniale, fatturato, fondi propri), purché, però, siano preventivamente informate dall'intermediario del trattamento che riceveranno in seguito a tale inquadramento. Nella categoria dei clienti professionali si può anche rientrare per richiesta

---

<sup>134</sup>Come sarà approfondito successivamente, continuano ad applicarsi le norme circa la regola dell'adeguatezza, il conflitto di interessi e la *best execution*. Si disapplica la regola dell'appropriatezza.

mediante una dichiarazione con la quale, coloro che non rispettino i requisiti predetti, affermino per iscritto di volere essere trattati come clienti professionali asserendo, inoltre, di essere pienamente a conoscenza delle garanzie cui rinunciano. Il consenso informato non è però sufficiente all'inquadramento del cliente nella categoria *de qua* in quanto quest'ultimo è ulteriormente subordinato ad una valutazione da parte dell'intermediario circa l'effettiva competenza ed esperienza del cliente il cui esito positivo discende dal riscontro di alcuni dati oggettivi che si riferiscono, in particolare, alla frequenza e alla significatività delle operazioni finanziarie poste in essere dal cliente stesso<sup>135</sup>.

La nozione di “cliente al dettaglio” si individua, invece, residualmente, stante il disposto di cui all'art. 26, 1° co., lett. d), reg. Consob n. 16190, come “il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata”.

Oltre che per la formulazione di nuovi criteri per la classificazione della clientela, la MiFID ha introdotto ulteriori novità.

In primo luogo la classificazione dei clienti è mobile in quanto il cliente può richiedere il passaggio ad una categoria inferiore o superiore. Altra novità è che la richiesta di una classificazione diversa da quella che discenderebbe dall'applicazione delle regole esaminate può aversi anche limitatamente a singoli servizi, attività, strumenti o prodotti. Può, pertanto, verificarsi che un cliente che intrattenga con un intermediario una pluralità di rapporti possa essere trattato diversamente a seconda dei singoli rapporti o operazioni.

Il passaggio ad una categoria diversa è però condizionato.

Per quanto riguarda la classificazione in una categoria superiore, è possibile, come su esaminato, la qualificazione di cliente professionale su

---

<sup>135</sup>Cfr. M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-R. LENER, Milano, 2011, p. 222 ss.

richiesta purché siano soddisfatti una serie di requisiti previsti nell'all. 3 reg. Consob n. 16190/2007. La “regola degli ascensori” è, invece, esclusa nel caso in cui il cliente chieda la classificazione come controparte qualificata<sup>136</sup>.

Per quanto concerne, poi, la classificazione in una categoria inferiore, l'all. 3 reg. Consob n. 16190/2007 prevede che sia necessario un accordo scritto con l'intermediario dal quale risultino i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica lo statuto normativo dei clienti al dettaglio.

L'art. 35 reg. Consob n. 16190/2007 dispone che gli intermediari comunichino su un supporto duraturo ai clienti la loro classificazione nonché la possibilità di richiedere una diversa classificazione indicando, inoltre, i limiti che eventualmente deriverebbero in quest'ultimo caso sotto il profilo della tutela.

La classificazione del cliente incide sulla portata delle regole di condotta che incombono in capo agli intermediari finanziari.

Nei confronti dei clienti classificati come controparti qualificate verranno disapplicate la quasi totalità delle regole di condotta previste per la prestazione dei servizi di investimento ad eccezione di quelle relative al conflitto di interessi. Nel caso dei clienti professionali la disapplicazione sarà parziale: in particolar modo si applicheranno, in misura meno stringente, la regola dell'adeguatezza e le norme in tema di conflitto di interessi e di *best execution*. Non troverà, invece, operatività la regola dell'appropriatezza.

---

<sup>136</sup>L'espressione “regola degli ascensori” è adoperata da F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare, op. cit.*, p. 157.

## 6. *Know your merchandise rule*

Ulteriore obbligo di “informazione passiva” incombente in capo agli intermediari finanziari è la c.d. *know your merchandise rule* che impone agli stessi di acquisire informazioni circa l'oggetto degli investimenti, ossia le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti ai clienti o che riguardano operazioni richieste dagli investitori<sup>137</sup>.

L'obbligo *de quo* non solo è strumentale ad un'effettiva informazione del cliente ma è, ancor prima, il mezzo attraverso il quale l'intermediario si forma un'opinione sul prodotto; opinione che sarà, poi, fondamentale per valutare l'adeguatezza o l'appropriatezza di un'operazione richiesta dal cliente o effettuata per suo conto.

L'obiettivo per gli intermediari è, pertanto, acquisire la conoscenza degli strumenti negoziati, cosa ben diversa rispetto alla semplice informazione su di essi<sup>138</sup>.

La conoscenza deve, in particolare, estendersi alla provenienza degli strumenti finanziari offerti, alla situazione degli stessi nei mercati e alla loro destinazione al pubblico degli investitori; si tratta di conoscenza che per esperienza, per cultura o per diverso campo lavorativo, l'investitore non potrà mai avere<sup>139</sup>.

Il dovere di informarsi deve, inoltre, riguardare anche una serie di profili concernenti la società emittente, il suo volume di affari, il suo capitale sociale, gli eventuali rapporti di collegamento e di partecipazione societaria, la sua solvibilità, la garanzia di pagamento degli interessi ed il puntuale rimborso del capitale ed anche la “vita borsistica” dei suoi titoli,

---

137Cfr. E. GUERINONI, *Le controversie in tema di contratti di investimento: forma, informazione, ripensamento e operatore qualificato*, op. cit., p. 41.

138Così in giurisprudenza Trib. Roma, sez. IX civile, 8 ottobre 2004; Trib. Genova, sez. I civile, 12 aprile 2005.

139Cfr. Trib. Bologna, sez. II civile, 2 marzo 2009, n. 1161.

ossia l'andamento dei titoli negoziati<sup>140</sup>.

Parte della giurisprudenza ha, inoltre, sostenuto che “non si può ritenere che la banca abbia adempiuto all'obbligo di assumere adeguate informazioni in ordine alla tipologia ed alle caratteristiche essenziali del titolo (...), qualora, all'epoca dell'acquisto, la stessa non fosse in possesso dell'*offering circular*. Tale documento conteneva, infatti, le informazioni essenziali dei prestiti obbligazionari in oggetto quali quelle relative al patrimonio dell'emittente, all'EBITDA, nonché al regime giuridico dell'emissioni. La mancata acquisizione dell'*offering circular* ha, quindi, determinato una carenza di informazioni su punti determinanti nella scelta dell'investimento, carenza tanto più grave in quanto il titolo era privo di *rating* e di prospetto informativo. La mancata acquisizione di detti strumenti informativi configura la violazione del dovere di informarsi (*ex art. 26 reg. Consob*) nonché di efficiente svolgimento dei servizi finanziari (art. 21 T.U.F.)”<sup>141</sup>.

L'obbligo di acquisire informazioni sugli strumenti finanziari nel reg. Consob n. 11522/1998 era espressamente disciplinato all'art. 26, 1° co. lett. e), che prevedeva che “gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del patrimonio mobiliare, acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire”. Secondo tale disposizione era, dunque, essenziale che l'intermediario reperisse un'informazione “adeguata” rispetto al servizio da prestare in concreto e non un'informazione di tipo standardizzato.

Nel vigente reg. Consob n. 16190/2007 manca una disposizione che espressamente preveda l'obbligo in capo agli intermediari di acquisire

---

<sup>140</sup>Cfr. Trib. Brindisi, 26 dicembre 2005.

<sup>141</sup>Così Trib. Rimini, 11 maggio 2005.

informazioni sugli strumenti finanziari. Si è ritenuto che il silenzio del legislatore debba, comunque, “essere interpretato come un riconoscimento della grande importanza di tale obbligo, così fondamentale da non richiedere un'esplicita previsione, in quanto implicitamente da assolvere”<sup>142</sup>.

La sussistenza di tale obbligo è, poi, deducibile dagli articoli 28 e 31. In particolare, l'art. 28, laddove al 3° comma prevede la possibilità che l'intermediario fornisca al cliente informazioni che raffrontino “servizi di investimento o accessori, strumenti finanziari o soggetti che prestino servizi di investimento o accessori”, implicitamente presuppone un'attenta raccolta ed analisi dei dati. La sussistenza della *know your merchandise rule* si può, inoltre, evincere dalla norma di cui all'art. 31 in quanto, pur non essendo espressamente prevista, è necessariamente prodromica rispetto all'obbligo, prescritto in tale articolo, per il quale “gli intermediari forniscono al cliente una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati”.

## **7. Obblighi di informazione “attiva”**

Adempiuti i doveri di “informazione passiva”, gli intermediari devono eseguire una serie di obblighi di “informazione attiva”.

L'art. 21, 1° co., lett. b), T.U.F. prescrive, in particolare, che, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, i soggetti abilitati debbano agire in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati. Tale disposizione va letta in combinato disposto con la disposizione di cui alla lett. c) del medesimo articolo per la quale gli intermediari devono

---

<sup>142</sup>Così V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, op. cit., p. 289.

“utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti”. Entrambe le disposizioni riguardano, infatti, il contenuto degli obblighi informativi: la prima concerne l'informazione di tipo negoziale, ovvero gli obblighi informativi che incombono in capo all'intermediario dalla fase precontrattuale a quella esecutiva del contratto; la seconda ha, invece, ad oggetto le informazioni di tipo promozionali o pubblicitarie, e quindi obblighi che restano al di fuori di un rapporto negoziale.

Alla regola generale di cui all'art. 21 T.U.F. è stata, poi, data attuazione dettagliata attraverso diverse disposizioni regolamentari.

Per quanto riguarda i requisiti generali che le informazioni devono avere in qualsiasi fase del rapporto, l'art. 27, 1° co., reg. Consob n. 16190/2007 prescrive che “tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti” ed che “le comunicazioni pubblicitarie e promozionali sono chiaramente identificabili come tali”. Il legislatore, poi, nel successivo art. 28, individua le condizioni affinché le informazioni possano ritenersi “corrette, chiare e non fuorvianti”, mettendo a disposizione dell'interprete un mezzo per valutare la correttezza dell'adempimento dell'obbligo informativo.

Quanto al contenuto delle informazioni, l'art. 27, 2° co., reg. Consob n. 16190/2007 prevede che gli intermediari debbano fornire ai clienti o potenziali clienti “informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole”. Tale obbligo di portata generale è, poi, specificato in altre disposizioni regolamentari che individuano ulteriori obblighi informativi a seconda del servizio da prestare.

“Il rapporto in cui si pone la prescrizione generale dell'art. 27, comma 2, rispetto alle successive disposizioni del Regolamento è, evidentemente, di genere a specie: al di là della puntuale specificazione del precetto, resta fermo che la puntuale valutazione circa l'adempimento dell'obbligo deve comunque avvenire sulla base di quanto prevede la prima parte della disposizione in commento. Per tale via, le informazioni devono essere *appropriate* affinché le decisioni in materia di investimenti possano essere assunte *in modo consapevole*: in tal senso, le informazioni dovranno riferirsi sia alla tipologia di servizio di investimento, sia al “tipo specifico” i strumento finanziario ed ai rischi ad essi connessi. Pare evidente che la norma impone un obbligo di informazione *qualificato*, che non potrà ritenersi assolto attraverso la predisposizione di documenti che si limitino, in via generale, a descrivere intere “categorie” di prodotti, servizi o strumenti.”<sup>143</sup>

Quanto alle ulteriori prescrizioni regolamentari, è possibile ricavare obblighi informativi circa i seguenti aspetti:

- nell'art. 29 informazioni sull'intermediario e sui suoi servizi, ovvero informazioni riguardanti il soggetto che presta i servizi di investimento nonché riguardo la tipologia dei servizi e delle attività da esso offerti;

- nell'art. 30 informazioni concernenti la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela, ossia informazioni finalizzate a specificare le modalità con le quali è custodito il patrimonio del cliente;

- nell'art. 31 informazioni sugli strumenti finanziari, che hanno ad oggetto una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo in debita considerazione la classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale;

- nell'art. 32 informazioni sui costi e sugli oneri, comprendenti il

---

<sup>143</sup>Così F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, *op. cit.*, p. 129.



“corrispettivo totale” che l'investitore deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio.

Nell'art. 27 è poi specificato che le informazioni “possono essere fornite in formato standardizzato”. “L'incorporazione delle informazioni in moduli standardizzati (...) non ne consente la presentazione in termini che prescindano dal livello e conoscenza e comprensione del singolo cliente. (...) questo peraltro non significa che il parametro di riferimento sia costituito dalle caratteristiche soggettive e individuali del singolo cliente considerato”<sup>144</sup>. L'art. 28, 2° co., prescrive, infatti, che le informazioni “hanno un contenuto e sono presentate in modo che siano con ogni probabilità comprensibili per l'investitore medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute”. Punto di riferimento da prendere in considerazione per ogni valutazione dell'idoneità dell'informazione è, dunque, il cliente medio del gruppo omogeneo in cui gli investitori sono stati classificati.

La standardizzazione è, pertanto, possibile ove “non si determini un inquinamento informativo tra i diversi gruppi di pertinenza; la determinazione di questi ultimi e, dunque, la predisposizione di moduli distinti, o di un modulo articolato in più livelli (...), rimane a carico dell'intermediario, che vi deve provvedere secondo il criterio dell'appropriatezza e della ragionevolezza, espresso nell'art. 27, 2° co.”

Ai fini della verifica dell'esatto adempimento dell'obbligo informativo dell'intermediario occorre, quindi, che l'intermediario non solo presti informazioni che consentano all'investitore il grado di rischio e le conseguenze che potrebbero derivare dall'operazione ma anche che le informazioni prestate siano necessarie e non ultronee, essendo l'ipertrofia informativa indice dell'inadempimento dell'intermediario.

---

<sup>144</sup>M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, op. cit., p. 228.

“Nella misura in cui l'ipertrofia informativa renda di fatto inintelligibili gli elementi comunicati, l'intermediario, lungi dal potersi trincerare dietro la dovizia dei medesimi, risulterebbe inadempiente all'obbligo di *disclosure*”<sup>145</sup>.

Il legislatore si è, inoltre, preoccupato di individuare i termini delle informazioni prescrivendo all'art. 34 che le informazioni concernenti i termini del contratto siano fornite al cliente al dettaglio prima che sia vincolato da qualsiasi contratto, avendo, quindi natura di informazioni precontrattuali. Le informazioni di cui agli articoli da 29 a 33 devono, invece, essere fornite ai clienti prima della prestazione del servizio interessato e, quindi, anche contestualmente alla stipulazione del contratto.

Circa le modalità attraverso cui le informazioni vanno comunicate, il legislatore, all'art. 36, ha puntualizzato che debbano essere fornite su un supporto duraturo che può essere cartaceo o non cartaceo purché, in quest'ultimo caso, “tale modalità risulti appropriata per il contesto in cui si svolge o si svolgerà il rapporto tra l'intermediario e il cliente” ed, inoltre, purché “il cliente o potenziale cliente sia stato avvertito della possibilità di scegliere tra supporto duraturo cartaceo o non cartaceo, ed abbia scelto espressamente quest'ultimo”.

Parte della dottrina ritiene condivisibile la scelta del legislatore di individuare analiticamente le carte che l'intermediario deve fornire all'investitore prima della stipulazione del contratto, ignorando il pericolo che possa derivare dalla pesante “burocratizzazione dell'obbligo di informazione”<sup>146</sup>. Tale configurazione avrebbe, infatti, il vantaggio di permettere agli intermediari di adoperare misure organizzative *standard* e,

---

145M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, op. ult. cit., p. 229.

146Così G. GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, op. cit, p. 92.

conseguentemente, di contenere i costi della trasparenza<sup>147</sup>.

Altra parte della dottrina ha, invece, osservato come la previsione di regole formali, per definire lo scambio nei mercati finanziari, non parrebbe sufficiente a realizzare una conoscenza effettiva dell'oggetto scambiato e ciò si è potuto concretamente constatare in seguito alla crisi dei mercati finanziari che ha dimostrato come il principio della *disclosure* preventiva sia alquanto insoddisfacente e non abbia evitato di minare il rapporto fiduciario che necessariamente deve intercorrere tra intermediari e investitori.

L'aver adottato la strada di prevedere una normativa di dettaglio piuttosto che quella della formazione per principi ha comportato un'eccessiva burocratizzazione degli adempimenti cui sono tenuti gli intermediari preliminarmente alla stipula dei contratti.

La standardizzazione dell'informazione ha comportato che l'adempimento degli obblighi informativi si concretizzi, il più delle volte, in un mero passaggio di carte<sup>148</sup> in quanto gli intermediari, per eseguire i numerosi obblighi formali cui sono tenuti, tendono a trasferire all'investitore una mole enorme di moduli da riempire e sottoscrivere, vanificando il “tratto relazionale” che dovrebbe contraddistinguere ogni attività informativa e neutralizzando, inoltre “la diversità di connotazione che i doveri di *disclosure* manifestano all'interno della singola tipologia di relazione contrattuale e secondo la funzione che qui è loro assegnata. In particolare si colloca in ombra fino a negarla la natura e finalità di consulenza che l'informazione inevitabilmente assume allorché – come nei contratti di credito o di prestazione di servizi di investimento – il flusso di

---

147Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. 220.

148In tal senso cfr. R. ALESSI, *Gli obblighi di informazione tra regole di protezione del consumatore e diritto contrattuale europeo uniforme e opzionale*, in *Eur. Dir. Priv.*, 2, 2012, p. 333.

conoscenze che la legge vuole sia messo a disposizione del partner, da parte di un soggetto qualificato come il professionista (banca o intermediario), deve servire a conoscere per assumere con cognizione di causa una decisione che comporta valutazioni prognostiche circa l'assunzione di rischi<sup>149</sup>.

Ed, inoltre, è possibile che nel mercato mobiliare siano immessi prodotti finanziari così complessi da non potere essere adeguatamente spiegati ad un investitore *retail* attraverso l'imposizione di regole formali adempiute con il passaggio di carte, insufficiente a realizzare una conoscenza effettiva dell'oggetto scambiato con la conseguenza che l'auspicata adeguatezza in concreto dell'informazione, ovvero da valutarsi caso per caso in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente, sarebbe pressoché irrealizzabile.

La standardizzazione dell'informazione risulta, infatti, inadeguata a fornire all'investitore non istituzionale una prospettiva concreta circa le offerte e le varie opportunità di investimento a lui più consone per far sì che possa assumere una scelta “sostenibile” di investimento<sup>150</sup>.

Di fatto, quindi, è possibile affermare che lo svilimento dell'informazione a semplice *traditio* comporta una regressione del paradigma protettivo della conoscenza a quello tradizionale della semplice conoscibilità.

Forse, in luogo della previsione di sempre più obblighi informativi adempiuti con formati standardizzati, sarebbe preferibile un rafforzamento delle misure di vigilanza per evitare o, anche, vietare che vengano immessi prodotti eccessivamente rischiosi. Tale soluzione che, *prima facie*, potrebbe sembrare espressiva di eccessivo paternalismo, sarebbe, probabilmente, uno strumento realmente idoneo a tutelare gli investitori non istituzionali ma

---

<sup>149</sup>Così R. ALESSI, *op. cit.*, p. 333.

<sup>150</sup>In tal senso cfr. L. MODICA, *Profili giuridici del sovraindebitamento*, Napoli, 2012, p. 227.

anche in grado di prevenire il fallimento dei mercati finanziari.

## **8. *Suitability rule***

Come più volte rilevato, la *know your customer rule* e la *know your merchandise rule* sono prodromiche e strumentali all'applicazione di un'altra nota *conduct of business rule* ovvero la c.d. *suitability rule*, regola dell'adeguatezza delle operazioni.

I criteri generali di diligenza, correttezza e trasparenza *ex art. 21, 1° co., T.U.F.*, trovano, in particolare, concreta specificazione nelle regole di cui al titolo II del regolamento intermediari vigente recante la disciplina dell' "Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione o ricezione di ordini".

Già nella normativa *pre-MiFID* la valutazione dell'adeguatezza dell'operazione rispetto al profilo dell'investitore costituiva un criterio generale di comportamento dell'intermediario nella prestazione di tutti i servizi di investimento.

L'art. 29 del reg. Consob n. 11522/1998, rubricato "Operazioni non adeguate" prevedeva, infatti, l'obbligo in capo agli intermediari di astenersi dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. Tale preclusione era, tuttavia, superabile con l'acquisizione del consenso informato del cliente: l'intermediario poteva, precisamente, effettuare operazioni inadeguate rispetto al profilo del cliente qualora, informato dell'inadeguatezza dell'operazione e delle ragioni che la determinavano, il cliente avesse impartito un ordine per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, l'ordine fosse registrato su un nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui fosse fatto riferimento esplicito alle avvertenze ricevute.

Con il recepimento delle direttive MiFID il criterio dell'adeguatezza viene innovato sotto due profili. Da un lato il legislatore prevede negli artt. 39 e 40 reg. Consob n. 16190/2007 criteri più rigorosi per valutare l'adeguatezza dell'operazione che non possono essere superati con l'acquisizione del consenso informato e dell'ordine scritto del cliente. Dall'altro, la valutazione dell'adeguatezza viene limitata ai soli servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli.

Nel sistema giuridico attualmente in vigore, così come evidenziato in precedenza, l'intermediario, per valutare l'adeguatezza dell'operazione in caso di investitore di dettaglio, deve acquisire informazioni dal cliente circa: la sua conoscenza o esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio; la situazione finanziaria; gli obiettivi di investimento. Ricevute le summenzionate informazioni, gli intermediari valutano l'adeguatezza dell'operazione tenendo in considerazione gli obiettivi di investimento del cliente, se il cliente sia in grado di sopportare finanziariamente il rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento ed, infine, se l'operazione sia di natura tale per cui il cliente, in base alla propria esperienza e conoscenza, possa comprendere i rischi inerenti alla stessa<sup>151</sup>.

L'intermediario non può dare luogo all'operazione o nel caso di reticenza dell'investitore o nel caso di giudizio di inadeguatezza dell'operazione di investimento rispetto al profilo del cliente.

Quando gli intermediari forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestioni di portafogli ad un investitore professionale, la valutazione dell'adeguatezza dell'operazione non ha ad oggetto la conoscenza o l'esperienza necessarie per comprendere i rischi dell'operazione o connessi alla gestione del portafoglio in quanto il

---

151Art. 40, 1° co., reg. Consob n. 16190/2007.

legislatore ha ritenuto che l'intermediario possa presumere la sussistenza<sup>152</sup>.

Se il cliente è classificato come “cliente professionale di diritto” la tutela arretra ulteriormente in quanto la valutazione dell'adeguatezza riguarda solo la corrispondenza agli obiettivi di investimento, potendosi presumere sia l'esperienza e la conoscenza ai fini della comprensione del rischio dell'operazione sia che il cliente possa finanziariamente sopportare qualsiasi rischio di investimento. compatibile con i propri obiettivi di investimento<sup>153</sup>.

Dall'esame della normativa vigente si evince una più ampia tutela del cliente al dettaglio rispetto alla disciplina *pre*-MiFID.

L'intermediario, nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di portafogli, può, infatti, dare corso all'operazione esclusivamente nel caso in cui l'operazione risulti adeguata rispetto al profilo cliente alla luce dei criteri individuati nell'art. 40, 1° co., reg. Consob n. 16190/2007. Il rifiuto del cliente di fornire le informazioni (art. 39, 6° co., reg. Consob n. 16190/2007) così come la valutazione di inadeguatezza dell'operazione impongono all'intermediario un obbligo assoluto di astensione.

Una questione si è posta circa l'ambito di operatività della regola dell'adeguatezza. Ci si è, in particolare, interrogati se l'intermediario si debba limitare a verificare la sussistenza delle informazioni richieste dalla normativa ai fini della valutazione dell'adeguatezza o debba spingersi anche ad un esame circa il merito delle informazioni ovvero circa la fondatezza delle stesse. A tal proposito il legislatore è intervenuto prevedendo espressamente all'art. 39, 5° co., reg. Consob n. 16190/2007 che “gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate,

---

152Art. 40, 2° co., reg. Consob n. 16190/2007.

153Art. 40, 3° co., reg. Consob n. 16190/2007.

inesatte o incomplete”. In quest'ultimo caso l'intermediario finanziario è obbligato a integrare le informazioni acquisite dal cliente con quelle già possedute o a richiedere al cliente stesso di confermare, modificare o completare i dati comunicati<sup>154</sup> e, in difetto, è obbligato ad astenersi dal prestare il servizio.

Nella norma su richiamata si fa espressamente riferimento alle informazioni “superate” e, quindi, all'obbligo dell'intermediario di gestire dinamicamente il profilo del cliente aggiornando le informazioni nel corso del tempo, obbligo che nella vigenza della disciplina precedente non era, invece, espresso in alcuna norma ma si ricavava dal sistema nel suo complesso. Oggi l'obbligo di aggiornamento del profilo del cliente è espressamente previsto anche dall'ESMA negli “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID” del 25 giugno 2012, recepiti dalla Consob con la comunicazione del 25 ottobre 2012, n. 12084516. In forza di tale comunicazione gli intermediari sono tenuti a conservare informazioni aggiornate e adeguate sul cliente nel corso del rapporto con lo stesso. L'aggiornamento del profilo può avvenire con frequenza diversa a seconda della natura e del profilo di rischio del cliente.

## **9. Il giudizio di appropriatezza**

Una delle novità introdotte con il recepimento delle direttive MiFID è l'introduzione della regola dell'appropriatezza. Il legislatore ha, infatti, previsto che lo svolgimento dei servizi diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli sia rimesso ad una valutazione di appropriatezza secondo quanto previsto nel reg. Consob n. 16190/2007

---

<sup>154</sup>Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, op. cit., p. 142.



agli artt. 41, che, come già si è avuto modo di evidenziare, individua le informazioni da richiedere al cliente, e 42, che indica i criteri per valutare l'appropriatezza dell'operazione rispetto al profilo del cliente.

Più dettagliatamente, è previsto che gli intermediari finanziari, quando prestano servizi diversi dalla gestione di portafogli e di consulenza nei confronti di un cliente *retail*, ai fini della valutazione dell'appropriatezza, debbano verificare esclusivamente che “il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta” (art. 42, 1° co., reg. Consob n. 16190/2007). Sono, invece, escluse indagini circa la valutazione della capacità finanziaria e degli obiettivi di investimento del cliente. Come è stato evidenziato dalla dottrina, la valutazione dell'appropriatezza si risolve, pertanto, in una valutazione dell'adeguatezza conoscitiva<sup>155</sup>: mentre, infatti, la regola dell'adeguatezza tiene in considerazione elementi oggettivi, ovvero la corrispondenza dell'operazione agli obiettivi di investimento o il livello di rischio presentato, la regola dell'appropriatezza fa leva su un elemento soggettivo quale l'esperienza maturata dal cliente in ambito finanziario, con ovvie difficoltà di accertamento e, al contempo, con un'evidente riduzione delle garanzie nei suoi confronti<sup>156</sup>.

La riduzione della tutela e la conseguente riduzione dell'ambito di responsabilità dell'intermediario finanziario si può, inoltre, desumere dal fatto che il regolamento abbia previsto, ai commi 3 e 4 dell'art. 42, che in caso di giudizio di non appropriatezza ovvero nel caso di impossibilità di formulare un giudizio per mancanza di informazioni, l'intermediario debba esclusivamente comunicarlo al cliente: sarà, poi, sufficiente un consenso

---

155F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, Riv. Dir. Priv., 2008, p. 43.

156Cfr. V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, op. cit., p. 297.

all'operazione da parte dell'investitore per dare ugualmente corso all'operazione.

Nel caso in cui servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti o dalla gestione di portafogli siano prestati nei confronti di un cliente professionale è, poi, previsto che gli intermediari potranno presumere che l'investitore abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi delle operazioni richieste.

### **10. *Execution only***

Per ragioni di rapidità di esecuzione e di contenimento dei costi del servizio, con il recepimento delle MiFID è stata, inoltre, prevista una deroga all'appropriatezza. Per i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti e di ricezione e di trasmissione di ordini, l'intermediario può, infatti, prestare il servizio nella modalità di *execution only*, ovvero senza ricevere alcuna informazione dal cliente né, conseguentemente, senza che sia necessaria la valutazione dell'appropriatezza dell'operazione rispetto al profilo del cliente, con l'effetto di attenuare ulteriormente la tutela degli investitori e la responsabilità degli intermediari.

L'intermediario si deve, infatti, limitare a eseguire gli ordini trasmessi dall'investitore senza dare alcun tipo di supporto. La modalità di *execution only* è, però, subordinata alla sussistenza di una serie di presupposti elencati all'art. 43 reg. Consob n. 16190/2007 ovvero:

- i servizi devono avere ad oggetto strumenti finanziari “non complessi” come definiti dal combinato disposto degli artt. 43 e 44;
- il servizio è prestato a iniziativa del cliente;
- il cliente è chiaramente informato del fatto che, nella prestazione

del servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che, pertanto, l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni;

- l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitto di interessi.

## **11. Concorso di colpa dell'investitore**

La disciplina fin qui esaminata è ricca di obblighi informativi incombenti in capo agli intermediari finanziari, finalizzati alla migliore tutela degli investitori, la violazione dei quali determina l'insorgere della responsabilità per violazione dei doveri di condotta degli intermediari. Nella valutazione della responsabilità dell'intermediario deve, però, tenersi in considerazione anche il comportamento tenuto dall'investitore.

E', infatti, da ritenersi che “il cliente, comunque, non può né deve partecipare supinamente alle trattative, adattandosi in maniera acritica a quanto prospettato gli dall'intermediario”<sup>157</sup>. Il ruolo dell'investitore, indipendentemente dalla sua esperienza e dalla sua professionalità, deve, infatti, essere “attivo”: ne consegue che, sul piano rimediabile, anche la sua condotta andrà considerata nel valutare l'eventuale concorso di colpa *ex art.* 1227 c.c.

L'investitore avveduto deve, in particolare, prendere in considerazione anche il contenuto delle informazioni diffuse dalla stampa, verificare che le informazioni siano rispondenti al vero per decidere criticamente la convenienza dell'operazione ed eventualmente disinvestire

---

<sup>157</sup>L. PICARDI, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, Banca borsa tit. cred., 2006, 3, p. 369. L'Autore parla di “adeguatezza bilaterale” del comportamento tenuto dalle parti.

prontamente per evitare o ridurre le perdite derivanti dall'investimento nel caso in cui dalle notizie di stampa si evinca una particolare rischiosità di quest'ultimo<sup>158</sup>.

In realtà la giurisprudenza più recente si è pronunciata nel senso di escludere il concorso di colpa dell'investitore qualora sia un cliente al dettaglio. La Cassazione ha infatti ritenuto che “Nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli, qualora l'intermediario abbia dato corso all'acquisto di titoli ad alto rischio senza adempiere ai propri obblighi informativi nei confronti del cliente, e questi non rientri in alcuna delle categorie d'investitore qualificato o professionale previste dalla normativa di settore, non è configurabile un concorso di colpa del medesimo cliente nella produzione del danno per non essersi egli stesso informato tramite la stampa della rischiosità dei titoli acquistati, in quanto lo speciale rapporto contrattuale che intercorre tra il cliente e l'intermediario implica un grado di affidamento del primo nella professionalità del secondo che non può essere sostituito dall'onere per lo stesso cliente di assumere direttamente informazioni da altra fonte”<sup>159</sup>.

Può, invece, configurarsi un concorso di colpa dell'investitore se questi, debitamente avvertito dell'inadeguatezza per dimensione

---

158Cass. Civ., sez. I, 25 febbraio 2009, n. 4587, ha statuito che in tema di responsabilità per i danni subiti dai risparmiatori per la perdita dei propri investimenti, a causa dell'omessa vigilanza dell'Autorità preposta alla vigilanza sui mercati mobiliari (Consob) che, per la sua funzione istituzionale, ha il compito di garantire il pubblico dei risparmiatori circa la veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo, è ravvisabile, ai sensi dell'art. 1227, commi 1 e 2, c.c., un concorso del fatto colposo degli investitori nel caso di diffusione di notizie di stampa che rivelino la particolare rischiosità dell'investimento e la non attendibilità della fonte di informazione ufficiale costituita dall'autorizzata pubblicazione del prospetto informativo da parte della medesima Autorità, dal momento che l'investitore prudente deve valutare anche il contenuto delle notizie di stampa, deve attivarsi per verificarne la corrispondenza al vero ed eventualmente non investire nell'operazione o provvedere a disinvestire prontamente i capitali, evitando o limitando le perdite lamentate, ciò a prescindere dal dovere della stessa Autorità di attivare autonomamente e successivamente i poteri repressivi e di vigilanza.

159 Cass. Civ., sez. I, 29 dicembre 2011.

dell'operazione e dell'opportunità di diversificare gli investimenti, impegni l'intera sua liquidità in un unico prodotto finanziario<sup>160</sup>.

---

<sup>160</sup>Trib. Monza 4 marzo 2009.

## IV CAPITOLO

### VIOLAZIONE DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI E RIMEDI A TUTELA DELL'INVESTITORE TRA (IN)VALIDITA' DEL CONTRATTO E RESPONSABILITA' PER INADEMPIMENTO

#### 1. La natura imperativa delle regole sull'informazione

Dopo aver disciplinato più o meno dettagliatamente gli obblighi informativi incombenti in capo agli intermediari finanziari, il legislatore, sia interno che europeo, non ha previsto alcuna regola in caso di violazione degli stessi. La normativa in tema di intermediazione finanziaria è, pertanto, carente di una disciplina che regoli la responsabilità dell'intermediario nonché le sanzioni applicabili nel caso di inadempimento degli obblighi informativi.

Per sopperire a tale vuoto normativo, nel corso degli anni la riflessione intorno ai doveri di informazione ha avuto ad oggetto l'indagine circa la loro natura, l'inquadramento della responsabilità dell'intermediario e la ricerca dei rimedi in caso di violazione degli stessi<sup>161</sup>.

---

<sup>161</sup> Cfr. R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, *passim*.

Riguardo alla natura, si è, in particolare, sostenuto che le norme che disciplinano gli obblighi di informazione, essendo portatrici anche di interessi pubblici oltre che privati, siano imperative. Beni giuridici tutelati dalle regole in questione sono, infatti, sia l'interesse del singolo investitore sia l'interesse generale all'integrità dell'intero mercato dei valori mobiliari (così come è ora espressamente previsto nell'art. 21, lett. a), T.U.F.), espressione rispettivamente del profilo privatistico e del profilo pubblicistico.

La natura e la portata di norme imperative delle regole circa l'informazione nei servizi di investimento in prodotti finanziari è stata da sempre unanimemente rilevata sia in dottrina che in giurisprudenza, per la quale i precetti in tema di obblighi informativi “non sono generici suggerimenti o mere indicazioni di condotta ma precise norme imperative poste a tutela non solo del singolo cliente ma dell'interesse pubblico della regolarità dei mercati e della stabilità del sistema finanziario”<sup>162</sup>.

Nel novero delle norme imperative sono da ricomprendersi non solo quelle primarie ma anche le norme di natura attuativa e regolamentare, costituenti con il T.U.F. un *corpus unicum* da valutarsi unitariamente<sup>163</sup>. In relazione alle norme di cui ai regolamenti della Consob, fonte formalmente secondaria ma sostanzialmente primaria, è stato osservato che “la tecnica di legislazione utilizzata dal T.U.F. è quella che si suole definire per principi, nel senso che la legge si limita a stabilire le regole fondamentali della disciplina dei mercati finanziari mentre le norme specifiche sono delegate, in considerazione dell'esperienza settoriale e della preparazione tecnica di tale organismo, al potere regolamentare della Consob. In particolare, tale autorità non si limita ad introdurre le regole applicative ed esecutive di fattispecie disciplinate in via legislativa ma provvede essa stessa a

---

<sup>162</sup> Corte d'Appello Milano, sentenza 11 gennaio 2002.

<sup>163</sup>Cfr. Trib. Parma, 6 giugno 2005.

regolamentare tali fattispecie”<sup>164</sup>.

Come già rilevato precedentemente, il legislatore ha provveduto ad indicare nell'art. 21 T.U.F. i criteri generali da rispettare nello svolgimento dei servizi di investimento attribuendo, poi, alla Consob, ex art. 6, 2° co., T.U.F., il potere di regolamentare analiticamente la materia del rapporto tra intermediario e investitori nella prestazione di tali servizi con l'effetto che la normativa dettata dalla Consob è parte integrante dell'ordinamento generale. Essendo anche tali norme regolamentari poste a presidio di interessi pubblici generali, quali l'integrità del mercato mobiliare e il risparmio pubblico come elemento di valore dell'economia nazionale, anche le norme in questione sono, quindi, da considerarsi imperative.

Conseguenza diretta dell'imperatività delle regole informative, sia di fonte primaria che secondaria, è la loro inderogabilità ad opera delle parti<sup>165</sup>, che dovrebbe costituire un'effettiva garanzia della tutela degli interessi del cliente nei contratti relativi ai servizi di investimento. La giurisprudenza ha, in particolare, osservato, in un giudizio avente ad oggetto la violazione di diversi obblighi informativi, che le regole di condotta degli intermediari finanziari hanno carattere imperativo, in quanto poste a tutela del risparmio che, come già puntualizzato precedentemente, è un bene di rilievo costituzionale, e costituiscono, inoltre, il contenuto, individuato puntualmente dal legislatore, dei comportamenti esigibili e degli obblighi inderogabili da parte degli operatori professionali “abilitati”, che offrono servizi di investimento, da cui si richiede alta competenza specifica e una superiore (rispetto a quella comune del “buon padre di famiglia”) diligenza, correttezza e trasparenza nei rapporti contrattuali<sup>166</sup>.

In favore della natura imperativa e inderogabile delle regole in

---

164Cfr. Trib. Venezia, 30 maggio 2007.

165Cfr. F. AUTELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti*, 2008, 12, p. 1157 ss.

166Tribunale di Ferrara, 25 febbraio 2005, n. 217.



questione si sono definitivamente pronunciate anche le SS.UU. della Corte di Cassazione secondo cui “si deve certamente convenire (...) sul fatto che le norme dettate dal citato art. , l. 1/1991 (al pari di quelle che le hanno poi sostituite) hanno carattere imperativo: nel senso che esse, essendo dettate non solo nell'interesse del singolo contraente di volta in volta implicato ma anche nell'interesse generale all'integrità dei mercati finanziari (come è ora reso esplicito dalla formulazione dell'art. 21, lett. *a*), d. lgs. 58/1998, ma poteva ben ricavarsi in via d'interpretazione sistematica già nel vigore della legislazione precedente), si impongono inderogabilmente alla volontà delle parti contraenti”<sup>167</sup>.

## **2. Le violazioni degli obblighi informativi quali ipotesi di nullità**

Nel silenzio della legge, l'individuazione delle conseguenze della violazione degli obblighi informativi, di informarsi e di informare, e delle regole di comportamento incombenti in capo agli intermediari finanziari, ovvero dell'omessa o inesatta informazione sulle caratteristiche dei prodotti venduti, o ancora dell'inadeguatezza dell'operazione rispetto al profilo di rischio dell'investitore (senza aver preventivamente ottenuto un consenso scritto del cliente all'effettuazione dell'operazione, secondo quanto previsto nella legislazione precedentemente in vigore, o senza avere ottenuto le informazioni dall'investitore essenziali ai fini della valutazione dell'adeguatezza, secondo la legislazione attualmente in vigore), ovvero del compimento di un'operazione in conflitto di interessi, è stata oggetto di un acceso dibattito dottrinale ed ha dato luogo a divergenti soluzioni in giurisprudenza.

---

<sup>167</sup>Cfr. sentenza SS.UU. n. 26725/2007.

Diverso, ed anzi distante, è stato a monte l'approccio circa la natura di tali obblighi e dunque della responsabilità in capo agli intermediari.

Si sono al riguardo affermati essenzialmente tre orientamenti.

Secondo un primo orientamento, che ha fatto leva sulla natura imperativa delle norme che impongono i doveri di informazione in capo all'intermediario, la violazione delle regole informative costituirebbe causa di nullità dei contratti di acquisto degli strumenti finanziari per contrarietà a norme imperative, *ex art. 1418, 1° co., c.c.*

Parte della dottrina ha, in particolare, evidenziato che il contratto è certamente nullo quando la legge lo dichiara espressamente tale: per esempio, nel caso di un contratto di investimento se manca la forma scritta (art. 23 co. 1, d. lgs. n. 58/1998). Ma la nullità non deve necessariamente essere testuale e, quindi, la violazione di disposizioni di legge rispetto alle quali non vi è una comminatoria espressa di nullità può determinare la nullità del contratto. Ciò che richiede l'art. 1418, 1° co., c.c. per la declaratoria di nullità è, semplicemente, la contrarietà a norma imperativa. Anche la Corte di Cassazione ribadisce del resto che l'ipotesi di nullità del contratto per contrarietà a norme imperative si verifica, salvo che la legge disponga altrimenti, indipendentemente da un'espressa comminatoria della sanzione di nullità nei singoli casi. La norma di cui all'art. 1418 c.c. esprimerebbe, infatti, un principio generale, essendo rivolta a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione di precetti imperativi non si accompagna una specifica previsione di nullità. In tali casi il compito del giudice, ai fini della declaratoria di nullità, sarebbe, pertanto solo quello di stabilire se la norma o le norme contraddette dall'autonomia privata abbiano carattere imperativo, siano, cioè, dettate a cura dell'interesse pubblico.

La giurisprudenza della Suprema Corte formula al riguardo due principi: l'imperatività non deve essere espressamente comminata dalla

singola disposizione e la norma è imperativa quando è dettata a tutela dell'interesse pubblico<sup>168</sup>.

Da ciò l'opinione secondo cui la nullità del contratto per contrarietà all'art. 21, d. lgs. 58/1998 ben potrebbe realizzarsi anche in assenza di una previsione espressa che sancisca che tale disposizione è imperativa<sup>169</sup>.

Ciò che conta ai fini della declaratoria di nullità dell'accordo è che la norma violata sia posta nell'interesse pubblico. Essendo indubbio che, come in precedenza osservato, le norme di natura informativa disciplinanti i rapporti tra intermediari ed investitori abbiano tale fine, la loro violazione potrebbe portare – ed anzi porta secondo l'orientamento in parola – alla nullità del contratto, ai sensi di quanto previsto all'art. 1418, 1° co., c.c. per il quale “il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative”. La disposizione da ultimo richiamata è espressione di un principio generale diretto a regolare quei casi in cui alla violazione di una norma imperativa non faccia seguito un'espressa sanzione di nullità, cc.dd. nullità virtuali.

Anche per l'orientamento giurisprudenziale in un primo momento maggioritario, affermata l'imperatività delle norme contenute nel T.U.F. e dei regolamenti attuativi, la conseguenza diretta della violazione dei precetti che impongono in capo agli intermediari obblighi informativi sarebbe stata la dichiarazione di nullità dei contratti di investimento.

In svariate sentenze i giudici di merito hanno, infatti, dichiarato la nullità virtuale del contratto di investimento per violazione delle norme che prescrivevano obblighi informativi, ritenendo, in particolare, che “la

---

<sup>168</sup>Cassazione 7 marzo 2001 n. 3072 ma già molti anni prima Cassazione 13 maggio 1977, n. 1901.

<sup>169</sup>Così V. SANGIOVANNI, *Sollecitazione all'investimento, nullità del contratto e frode alla legge*, in *Giur. Merito*, 2006, p. 613. L'Autore citato non è d'accordo con tale soluzione in quanto conclude precisando che “la violazione unilaterale di obblighi informativi da parte dell'intermediario non determina invece nullità del contratto. Nel caso di specie il contratto non è nullo. Il contratto in sé non viola difatti alcuna norma imperativa. E' invece il comportamento dell'intermediario che ha violato i criteri generali di comportamento fissati dall'art. 21 d.lgs. 58/1998. Ma la sanzione civilistica per questa fattispecie è il risarcimento del danno, non la nullità”.

normativa sopra richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, dunque, si sostanzia in norme imperative, la cui violazione impone la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere da un'espressa previsione in tal senso da parte del legislatore ordinario” e conseguentemente “un contratto di investimento, concluso senza l'osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa richiamata, deve essere dichiarato nullo, perché contrario all'esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico”<sup>170</sup>.

A sostegno della tesi della nullità la giurisprudenza si è, poi, pronunciata affermando che “il rapporto tra l'intero complesso normativo del settore dell'intermediazione finanziaria e la risposta sanzionatoria dell'ordinamento, in caso di violazione, si presenta con una correlazione coerente tra la tipologia di norma violata e la conseguente reazione: alla violazione di specifiche regole cui l'intermediario è tenuto (ad esempio: gli intermediari autorizzati devono chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio; devono consegnare, agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari) può conseguire, su domanda del cliente, la nullità del contratto per violazione di una regola di tutela, o di protezione del cliente medesimo, di natura imperativa; alla violazione invece di norme generali di prudenza e diligenza professionale nel proprio operato, non meglio specificate o codificate in sede regolamentare o attuativa, segue unicamente, in virtù dei principi generali in materia d'inadempimento delle obbligazione, ed in particolare, in forza dello specifico disposto dell'art. 23, comma 6° del TUF, l'azione per il risarcimento dei danni”<sup>171</sup>.

---

<sup>170</sup>Trib. Firenze, 30 maggio 2004.

<sup>171</sup> Tribunale di Monza, 16 dicembre 2004.

Considerare i principi di condotta imposti a carico degli intermediari finanziari dalla legge speciale, esclusivamente nel quadro della disciplina del mandato e, quindi, nell'ottica di un semplice inadempimento contrattuale, sarebbe riduttivo avuto riguardo alla logica che sta dietro alla previsione degli stessi. A tale figura giuridica ci si può, certamente, riferire per taluni aspetti, ma questo deve essere fatto tenendo presenti quei contenuti normativi che, connotandola, attribuiscono alla fattispecie elementi idonei a contraddistinguerla e che sono individuati nella complessità di obblighi posti a carico dell'intermediario.

La prospettiva da cui muove la disciplina del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, e nella quale sono confluite regole già vigenti e regole di nuove conio, è la regolamentazione del mercato finanziario con riguardo sia alla protezione offerta agli investitori sia alla tutela degli interessi pubblici.

Nella vigenza della legge n° 1 del 1991, parte della dottrina aveva attribuito ai canoni di diligenza e di correttezza un carattere ridondante o, addirittura, meramente ripetitivo delle disposizioni codicistiche ma gli interventi del legislatore successivi al recepimento della direttiva n° 22 del 1993 della Cee concorrono ad attribuire autonoma e specifica rilevanza alla previsione contenuta nell'art. 21 del decreto legislativo n° 58 del 1998. Infatti, mentre nel contesto della legge precedente gli obblighi di diligenza e correttezza risultavano espressamente finalizzati alla "cura dell'interesse del cliente", con l'art. 17 d.lgs. 415/1996 e con l'art. 21 T.U.F. (di matrice comunitaria), tali obblighi sono espressamente imposti nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

Ne consegue, pertanto, che gli acquisti effettuati in violazione dell'art. 21 T.U.F. potrebbero dichiararsi nulli per violazione di norme imperative<sup>172</sup>.

---

172 Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005.

La dottrina ha, soprattutto in un primo momento, considerato favorevolmente l'orientamento giurisprudenziale a sostegno della nullità del contratto ritenendo si trattasse di una nullità virtuale di protezione. E' stato, in particolare, osservato che “la nullità deriva dal più ampio precetto contenuto nell'art. 1418 c.c., e cioè dal contrasto dell'intero regolamento contrattuale con i principi e norme imperative; ... quanto sopra affermato ... sembra di per sé sufficiente a suffragare la tesi della nullità del contratto o dei singoli ordini. Se si vuole, potrà anche precisarsi, secondo la più recente prospettiva di revisione della categoria delle nullità, che si tratta pur sempre di una nullità virtuale di protezione, cioè di una nullità relativa azionabile solo dal risparmiatore interessato a voler far dichiarare l'eliminazione dell'atto con la conseguente condanna di restituzione della somma versata e trattenuta ormai *sine titulo* dalla Banca”<sup>173</sup>.

E' stato, poi, attentamente osservato che “il disposto dell'art. 1418, co. 1, c.c. (...) consente di fornire la risposta che appare più rigorosa e tranciante sia in relazione alla domanda di tutela dei singoli risparmiatori sia in vista dell'obiettivo di restituire fiducia nei mercati finanziari, e che per questo sembra riscuotere almeno inizialmente un notevole successo tra i giudici di merito”<sup>174</sup>.

La sanzione della nullità virtuale del contratto di investimento stipulato in violazione delle norme che impongono obblighi informativi è, infatti, indubbiamente vantaggiosa per l'investitore il quale non sarebbe sottoposto a termini di prescrizione per l'esercizio della relativa azione non sarebbe onerato dal provare l'inadempimento e il danno subito e, in caso di accoglimento della domanda di nullità, otterrebbe l'integrale recupero delle somme impiegate nell'operazione.

La soluzione della nullità virtuale non è andata, comunque, esente

---

173 G. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari inadeguati al profilo del risparmiatore*, op. cit., p. 1031.

174 Così R. ALESSI, *I doveri di informazione*, op. cit., p. 439.

sin dall'inizio da critiche. C'è infatti chi ha da subito rilevato come tale tesi non tenga in considerazione il rapporto di causalità tra il pregiudizio patrimoniale lamentato dall'investitore e la condotta dell'intermediario nonché del potenziale concorso di colpa dell'investitore, con la possibilità di traslare sull'intermediario anche la componente di rischio dipendente dall'andamento generale del mercato<sup>175</sup>.

Considerare, infatti, che dalla violazione di norme comportamentali, quali quelle di cui all'art. 21 T.U.F., derivi la nullità virtuale del contratto non consente di accertare in concreto come la condotta dell'intermediario abbia effettivamente inciso sul diritto di autodeterminazione dell'investitore che ha stipulato il contratto, che avrebbe voluto ma a condizioni diverse, nonché di verificare in che termini la violazione abbia inciso sulla produzione del danno in quanto non sarebbe rilevante verificare se il cliente abbia partecipato attivamente alle trattative per accertare come la violazione abbia inciso sul contenuto del contratto.

La nullità del contratto discenderebbe, infatti, esclusivamente dall'accertamento della violazione della norma imperativa senza che sia, quindi, possibile constatare concretamente se la violazione della norma informativa sia stata l'effettiva causa che abbia condotto l'investitore a stipulare il contratto che altrimenti non avrebbe voluto con l'ulteriore conseguenza che non si possa valutare un eventuale concorso di colpa dell'investitore.

La soluzione della c.d. nullità virtuale non è, poi, apparsa del tutto corretta in quanto potrebbe minare la certezza del diritto. In particolare, in assenza di parametri di valutazione del comportamento dell'intermediario sufficientemente precisi e codificati ma necessariamente di contenuto variabile e tali da integrare caso per caso, alla luce dei principi di

---

<sup>175</sup> Cfr. A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Società* 2005, p. 1017.

trasparenza e buona fede, l'applicazione della sanzione, avuto riguardo al più generale principio di legalità, condurrebbe inevitabilmente a risultati alquanto incerti<sup>176</sup>.

### **3. La violazioni degli obblighi informativi quale fonte di responsabilità da inadempimento**

Diversamente dall'orientamento appena esposto, altra parte della giurisprudenza, poi divenuta maggioritaria, si è pronunciata nel senso che le violazioni degli obblighi informativi non possano essere sanzionate con il ricorso indiscriminato al rimedio della nullità virtuale ma che sarebbe più corretto ritenere la violazione di tali obblighi quale fonte di responsabilità degli intermediari finanziari obbligando, dunque, questi al risarcimento del danno subito dagli investitori salva, nei casi più gravi, anche la risoluzione del contratto.

Alla corrente di pensiero che scorge nella violazione degli obblighi di diligenza una causa di nullità si contrappone, dunque, una voce giurisprudenziale, che diventerà, poi, sempre più corposa<sup>177</sup>, la quale afferma che l'unica conseguenza compatibile con il nostro sistema giuridico, in caso di violazione di obblighi di comportamento, quali sono quelli di cui all'art. 21 T.U.F., è la responsabilità per inadempimento del contratto, perché le regole violate attengono al momento funzionale e non a quello genetico del regolamento negoziale. Ovvero la responsabilità precontrattuale, ove si abbia riguardo alla fase che precede la stipula del

---

<sup>176</sup> Tribunale Roma, 11 marzo 2005.

<sup>177</sup> Tribunale di Roma, 31.03.2005, in *Foro It.*, 2005, I, 2538; Tribunale di Genova 15 Marzo 2005, in *Foro It.*, 2005, I, 2540, Tribunale di Taranto 28.10.2004 in *Foro. It.*, 2005, I, 896.



singolo contratto, a seguito del singolo “ordine”

A favore dell'esclusione della sanzione della nullità a causa dell'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dalla legge n. 1 del 1991 e dai successivi provvedimenti legislativi e regolamentari in materia, ossia dal T.U.F. e dal regolamento Consob n. 11522 del 1998 (e successivi), la giurisprudenza delle corti di merito, che ha, poi, avuto l'avallo in una nota sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, ha, in particolare, considerato che la “contrarietà” a norme imperative, prevista dall'art. 1418, 1° co., c.c. quale "causa di nullità" del contratto, postula che essa attenga ad elementi "intrinseci" della fattispecie negoziale, ovvero che interessino la struttura o il contenuto del contratto (art. 1418, 2° co., c.c.). I comportamenti tenuti dalle parti - nel corso delle trattative in sede di esecuzione del contratto - rimangono, invece, estranei alla fattispecie negoziale e conseguentemente la loro illegittimità, a prescindere dalla natura delle norme violate, non può dar luogo alla nullità del contratto, a meno che tale sanzione non sia espressamente prevista dal legislatore.

Né potrebbe ritenersi che l'inosservanza degli obblighi informativi di cui all'art. 21 T.U.F., impedendo al cliente di esprimere un consenso libero e consapevole, avrebbe reso il contratto nullo, sotto altro profilo, per la mancanza di uno dei requisiti "essenziali" (anzi di quello fondamentale) previsti dall'art. 1325 c.c., vale a dire l'accordo. Invero, le informazioni che debbono essere preventivamente fornite dall'intermediario, a norma del citato articolo, non riguardano direttamente la natura e l'oggetto del contratto, ma solo elementi utili per valutare la convenienza dell'operazione e non sono quindi idonee ad integrare l'ipotesi della mancanza di consenso<sup>178</sup>.

Deve, poi, ricordarsi che in caso di violazione delle norme che impongono alle parti di comportarsi secondo buona fede nella fase delle trattative e nel corso della formazione del contratto, il diritto al risarcimento

---

<sup>178</sup> Cass. 9 gennaio 2004, n. 111; 25 settembre 2003, n. 14234.

del danno da responsabilità precontrattuale non è precluso dal fatto che il contratto sia stato validamente concluso.

La tesi contraria, un tempo non priva di riscontri nella giurisprudenza della Corte di Cassazione<sup>179</sup>, poggerebbe sull'assunto che l'ambito di rilevanza della responsabilità precontrattuale sia circoscritto alle ipotesi in cui il comportamento non conforme a buona fede abbia impedito la conclusione del contratto o abbia determinato la conclusione di un contratto invalido.

Da ciò sarebbe disceso che, dopo la stipulazione del contratto, ogni questione relativa all'osservanza degli obblighi imposti alle parti nel corso delle trattative sarebbe stata preclusa, in quanto la tutela del contraente sarebbe stata affidata, a partire da quel momento, solo alle norme in tema di invalidità e di inefficacia del contratto, la cui applicazione, pur essendo in alcuni casi ricollegata a comportamenti certamente non conformi a "buona fede", è tuttavia subordinata alla ricorrenza di presupposti ulteriori (artt. 1434-1437, 1439, 1447-1448).

La Cassazione ha, però, ormai chiarito che l'ambito di rilevanza della regola posta dall'art. 1337 c.c. va ben oltre l'ipotesi della rottura ingiustificata delle trattative assumendo il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa, ma certamente implica il dovere di trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto. L'esame delle norme poste dal legislatore mette in evidenza che la violazione di tale regola di comportamento assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata delle trattative (e, quindi, di mancata conclusione del contratto) o di conclusione di un contratto invalido (art. 1338 c.c.), ma anche quando il contratto concluso sia valido ma, tuttavia, pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto (art. 1440 c.c.).

---

<sup>179</sup> Cass. 9 ottobre 1956, n. 3414; 12 ottobre 1970, n. 1948; 11 settembre 1989, n. 3922.

La conclusione di un contratto valido ed efficace non costituisce, quindi, un ostacolo alla proposizione di un'azione risarcitoria fondata sulla violazione della regola posta dall'art. 1337 c.c. o di obblighi più specifici riconducibili a detta disposizione quando il danno lamentato trovi il suo fondamento non già nell'inadempimento un'obbligazione derivante dal contratto ma nella violazione di obblighi relativi alla condotta tenuta dalle parti nel corso delle trattative e, quindi, prima della conclusione del contratto.<sup>180</sup>

la Suprema Corte, dunque, con una pronuncia del 2005<sup>181</sup>, ribadita la natura imperativa delle regole in questione, la giurisprudenza ha affermato che l'inosservanza delle disposizioni in questione, che attengono alla fase delle trattative precontrattuali, non può determinare la nullità del contratto: i comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative rimangono, infatti, estranei alla fattispecie negoziale e, conseguentemente, la loro eventuale illegittimità, anche se concerne norme imperative, non può originare la nullità del contratto.

La medesima giurisprudenza ha, poi, escluso che il contratto stipulato in violazione delle regole sull'informazione possa dichiararsi nullo per mancanza di uno degli elementi essenziali (c.d. nullità strutturale) sulla base della considerazione che l'inosservanza degli obblighi informativi, che non riguardano direttamente la natura e l'oggetto del contratto ma elementi utili per valutare la convenienza dell'operazione, non impediscono al cliente di esprimere un consenso "libero e consapevole", così che il contratto non può ritenersi nullo per la mancanza di consenso, ossia di uno dei requisiti essenziali previsti dall'art. 1325 c.c.<sup>182</sup>

---

180 Corte di Cassazione, 31 marzo 2005/29 settembre 2005.

181 Cassazione 19 settembre 2005, n. 19024.

182 Tale soluzione è stata criticata da parte della dottrina che ritiene che "da sempre un contratto è valido solo se concluso sulla base di un valido esercizio delle capacità di intendere e di volere, che non può prescindere da una corretta rappresentazione della realtà": così A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione*

L'indirizzo giurisprudenziale esposto, percorso da molte corti di merito e dalla Corte di Cassazione riportata, nell'ambito del contenzioso tra banche e clienti in merito al c.d. risparmio tradito, seppur con riferimento ad una vicenda avvenuta nella vigenza della prima legge nazionale sull'intermediazione mobiliare (l. n. 1/1991), si attestò, quindi, nel sostenere che la violazione di norme di comportamento dettate dall'ordinamento a carico degli intermediari autorizzati, quali l'informativa, la trasparenza, l'adeguatezza, la prevenzione del conflitto di interessi, non genererebbe, dunque, la nullità del contratto, ma inadempimento, così che dalle violazioni medesime non discende un obbligo restitutorio delle somme affidate, ma quello di risarcire il danno eventualmente patito dall'investitore.

La Cassazione, nella sentenza precedentemente richiamata, ripropone l'orientamento ormai pacifico secondo cui la responsabilità precontrattuale ricorre anche quando il contratto venga stipulato e la trattativa sia andata a buon fine. Il contratto sarà valido, ancorché ingiusto e iniquo, in quanto con un contenuto peggiore rispetto a quello a cui si sarebbe addivenuti se l'informazione si fosse realizzata correttamente. Il modello è, pertanto, quello di cui all'art. 1440 c.c. che disciplina il dolo incidente ovvero il dolo che non ha inciso l'*an* ma il contenuto del contratto che non è annullabile, in quanto il contratto è stato voluto anche se la parte, qualora fosse stata correttamente informata, avrebbe preferito un contenuto diverso. Il comportamento scorretto è, dunque, fonte non di invalidità ma di risarcimento del danno a titolo responsabilità precontrattuale.

L'adozione di tale tesi ha delle conseguenze sul parametro della misurazione del danno. Quest'ultimo, infatti, non potrà più parametrarsi all'interesse negativo, consistente nell'interesse a non impiegare inutilmente tempo in trattative che non siano andate a buon fine, ma dovrà parametrarsi

---

*dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 2008, p. 399.

all'interesse positivo, ovvero all'interesse a non subire conseguenze ingiuste sul piano del contenuto del contratto, che la parte avrebbe in ogni caso stipulato ma a condizioni diverse. L'interesse positivo corrisponde, pertanto, all'interesse che ipoteticamente sarebbe sorto se il regolamento contrattuale fosse stato definito in assenza del fattore che ha perturbato la formazione della volontà ed è, dunque, pari alla differenza tra i vantaggi e le conseguenze economiche che il contratto stipulato produce e quelli che il contratto avrebbe prodotto se fosse stato stipulato senza essere inquinato dal comportamento scorretto<sup>183</sup>.

La giurisprudenza, per avvalorare ulteriormente la tesi della responsabilità che esclude quella della nullità virtuale del contratto per violazione di norme imperative, ha richiamato il principio di legalità e di certezza del diritto per sostenere l'impossibilità "di un ricorso indiscriminato alla sanzione della nullità, che costituisce il più severo rimedio civilistico, nei casi di violazione di norme comportamentali generali (di diligenza, correttezza, trasparenza, indipendenza, equità ...) che, in quanto prive di specificità, non risultano idonee ad individuare precise regole di comportamento cui uniformare la condotta dell'agente"<sup>184</sup>.

#### **4. Le violazioni degli obblighi informativi quali causa di annullamento per vizi del consenso: tesi minoritaria**

Non è mancato, specie nella giurisprudenza di merito, un orientamento minoritario in base al quale la violazione degli obblighi di informazione è stata ritenuta causa di annullamento per l'esistenza di un

---

183Cass., Sez. III, 8 ottobre 2008, n. 24795.

184Tribunale Milano, 25 luglio 2005.

vizio del consenso, ai sensi dell'art. 1428 c.c., per dolo o per errore, sul presupposto che la violazione dei suddetti obblighi incida sul processo di formazione della volontà dell'investitore e, in conseguenza, renda il contratto annullabile.

Si è, in particolare sostenuto che la condotta dell'intermediario, consistente nella scarsa o addirittura mancata comunicazione della situazione economico-finanziaria del soggetto emittente e di dati fondamentali per una corretta comprensione del servizio di investimento nonché dei rischi ad esso connessi (c.d. dolo omissivo), integrerebbe un'ipotesi di comportamento doloso finalizzato a raggirare l'investitore che se correttamente informato non avrebbe concluso il contratto (c.d. dolo determinante *ex art. 1439 c.c.*)<sup>185</sup>. Parte della giurisprudenza ha, in particolare, sostenuto che “sebbene sia opinione maggioritaria in giurisprudenza che il mero silenzio non comporti di per sé annullamento del contratto, è altrettanto consolidato l'indirizzo 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 2° comma dell'art. 1176 c.c. Ove pertanto il comportamento della Banca abbia assunto le connotazioni del dolo, sia per avere fornito informazioni inesatte, sia per avere taciuto informazioni che se fornite avrebbero indotto i clienti a maggior cautela, il contratto dovrà essere annullato per vizio del consenso.”<sup>186</sup>

Altra parte della giurisprudenza ha concluso nel senso dell'annullamento del contratto per errore essenziale riguardante la natura o l'oggetto del contratto, *ex art. 1429, n.1, c.c.* ritenendosi che la mancata informazione dell'intermediario finanziario comporta una falsa

---

<sup>185</sup>Cfr. E. SCIMENI, *La prima sentenza italiana sulla vendita dei tango bonds*, in *Giur. Comm.*, 2004, II, p. 690 ss.

<sup>186</sup>Trib. Pinerolo, 15 marzo 2005.

rappresentazione della realtà in capo al cliente-investitore indotto, conseguentemente, a manifestare la propria volontà di conclusione del contratto che altrimenti non avrebbe concluso.

“L’annullamento di ordini di negoziazione per vizio del consenso e, in particolare, per errore essenziale e riconoscibile dalla banca (che avrebbe dovuto informare l’investitore dei rischi dell’investimento) sull’oggetto ovvero sulla qualità essenziale dei titoli, presuppone la dimostrazione che, qualora avesse ricevuto adeguate informazioni al momento della contrattazione l’investitore non avrebbe certamente compiuto l’operazione.”<sup>187</sup>

L'accoglimento della domanda di annullamento comporta la restituzione dell'intero capitale investito.

## **5. La soluzione interpretativa delle Sezioni Unite: le sentenze n. 26724 e 26725 del 2007**

La Prima Sezione della Corte di Cassazione, preso atto dell'esistenza del contrasto esistente in seno alla giurisprudenza di merito e di legittimità circa le conseguenze derivanti dalla violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari e consideratala una “questione di massima di particolare importanza” sulla quale è necessario uniformità dell'orientamento giurisprudenziale ai fini della certezza del diritto, ha pronunciato un'ordinanza di rinvio alle Sezioni Unite<sup>188</sup>.

A fugare ogni dubbio riguardo alle conseguenze della violazione delle regole informative per la stipulazione di un contratto di

---

<sup>187</sup>Trib. Roma, 17 novembre 2005.

<sup>188</sup>Ord. Cassazione, 16 febbraio 2007, n. 3683.

intermediazione sono, pertanto, intervenute le Sezioni Unite della Corte di Cassazione con le sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007.

Con le richiamate sentenze, le Sezioni Unite affermano che il ricorso allo strumento di tutela consistente nella nullità del contratto per violazione di norme di comportamento gravanti sull'intermediario nella fase prenegoziale ed in quella esecutiva, non è giustificato, a meno che non ci siano disposizioni specifiche, principi generali o regole sistematiche che lo prevedano espressamente.

Dalle Sezioni Unite viene, quindi, confermata la validità del tradizionale insegnamento per il quale la violazione di norme di comportamento, “tanto nella fase prenegoziale quanto in quella attuativa del rapporto, ove non sia altrimenti stabilito dalla legge, genera responsabilità e può essere causa di risoluzione del contratto, ove si traduca in una forma di non corretto adempimento del generale dovere di protezione e degli specifici obblighi di prestazione gravanti sul contraente, ma non incide sulla genesi dell'atto negoziale, quanto meno nel senso che non è idonea a provocarne la nullità”.

La Corte osserva, poi, che se è vero che nella moderna legislazione, soprattutto di matrice comunitaria, si assiste ad uno sbiadire della tradizionale distinzione tra norme di validità e norme di comportamento conseguente ad un fenomeno di trascinamento del principio di buona fede sul terreno del giudizio di validità dell'atto, “un conto è una tendenza altro conto è un'acquisizione”.

Constatata la mancanza nel particolare settore dei contratti dell'intermediario finanziario di un principio di segno diverso, non avendo il legislatore introdotto norme specifiche ed eccezionali che inquinino il profilo comportamentale con quello attizio attribuendo alla buona fede un ruolo oltre che di imposizione di comportamenti anche di prescrizione in tema di validità dei contratti, sono stati, dunque, individuati i rimedi



esperibili dall'investitore non correttamente informato, tenendo in considerazione la regola generale per la quale la violazione di norme di validità dà luogo a invalidità mentre dalla violazione di norme di comportamento determina l'insorgere di una responsabilità per inadempimento ed esclusivamente conseguenze risarcitorie e non invalidanti, tranne che queste ultime non siano espressamente previste dal legislatore<sup>189</sup>. Secondo la Corte, infatti, la violazione di una norma di condotta, come sottolineato in precedenza, non inciderebbe sugli elementi strutturali e, quindi, sulla validità del negozio.

Prima di individuare i rimedi, però, la Suprema Corte chiarisce la distinzione tra il contratto di intermediazione finanziaria (c.d. contratto-quadro), che accosta alla figura del mandato, e le successive operazioni che costituiscono semplici momenti attuativi del contratto-quadro<sup>190</sup>.

Tale chiarimento era necessario in quanto i doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati (secondo quanto disposto sia all'art. 6 l. n. 1 del 1991, prima vigente, sia all'art. 21 del d. lgs. n. 58 del 1998, attualmente in vigore) si collocano, come chiarito in precedenza, alcuni nella fase precedente alla stipulazione del contratto-quadro e altri nella fase esecutiva dello stesso.

In particolare rientrano nel primo gruppo l'obbligo di consegna al cliente del documento informativo e l'obbligo di acquisire le informazioni dal cliente sulla sua situazione finanziaria (c.d. *Know your customer rule*). Rientrano, invece, nel secondo gruppo di obblighi e attengono, quindi, alla fase esecutiva del contratto di intermediazione finanziaria l'obbligo di

---

189Cfr. F. CARINGELLA-D. DIMATTEO, *Lezioni e sentenze di diritto civile*, Roma, 2011, p. 27.

190V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. Giur.*, 2008, p. 235.

informare il cliente in merito alla natura e ai rischi dell'operazione, di informare l'investitore in merito all'esistenza di un eventuale conflitto di interessi essendo necessaria, in tal caso, un'autorizzazione scritta per procedere con l'operazione, l'obbligo di astenersi dal compiere operazioni non adeguate rispetto al profilo di rischio del cliente e di tenersi informato per curarne la posizione in modo efficiente per l'intera fase esecutiva del rapporto.

Sulla base della distinzione tra gli obblighi che precedono ed accompagnano la stipulazione del contratto d'intermediazione e quelli che si riferiscono alla successiva fase esecutiva, viene affermato il principio di diritto per il quale “la violazione dei primi (ove non si traduca addirittura in situazioni tali da determinare l'annullabilità - mai comunque la nullità - del contratto per vizi del consenso) è naturalmente destinata a produrre una responsabilità di tipo precontrattuale, da cui ovviamente discende l'obbligo per l'intermediario di risarcire gli eventuali danni. Non osta a ciò l'avvenuta 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 - alla quale si intende su questo punto dare continuità - la violazione dell'obbligo 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 scorretto; ed in siffatta ipotesi 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. La violazione dei doveri

dell'intermediario riguardanti invece la fase successiva alla stipulazione del contratto d'intermediazione può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale: giacché quei doveri, pur essendo di fonte legale, derivano da norme inderogabili e sono quindi destinati ad integrare a tutti gli effetti il regolamento negoziale vigente tra le parti. Ne consegue che l'eventuale loro violazione, oltre a generare eventuali obblighi risarcitori in forza dei principi generali sull'inadempimento contrattuale, può, ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c., condurre anche alla risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria in corso.”

## **V CAPITOLO**

### **LA POSIZIONE DELLE SEZIONI UNITE E GLI INTERROGATIVI APERTI**

#### **1. La sentenza delle Sezioni Unite come punto di arrivo?**

Non essendo previste sanzioni espresse in sede normativa, il compito del civilista è interrogarsi sulle conseguenze che possono derivare dall'inosservanza degli obblighi informativi.

Le sentenze delle SS.UU., come rilevato, concludono escludendo che, in caso di violazione degli obblighi informativi e delle regole di condotta, il rimedio possa essere la declaratoria di nullità del contratto.

Ma la soluzione individuata dalle SS.UU., le quali hanno previsto il risarcimento del danno per responsabilità precontrattuale o contrattuale ed, eventualmente, in quest'ultimo caso, anche la risoluzione del contratto qualora ricorrano i presupposti di cui all'art. 1455 c.c., non convince appieno, laddove essa viene applicata indistintamente a tutte le diverse ipotesi di violazione degli obblighi informativi.

Alla luce della varietà di norme di comportamento, numerose e con caratteristiche differenti, cui è sottoposto l'intermediario prima e dopo la stipulazione del contratto d'intermediazione, l'indagine meriterebbe di

essere approfondita maggiormente, al fine di valutare la possibilità di identificare un trattamento differenziato sul piano rimediale.

Il percorso argomentativo alla base della soluzione cui è pervenuta la Corte di Cassazione poggia, come osservato in precedenza, sulla base del tradizionale principio di non interferenza tra norme di comportamento e norme di validità del contratto, per il quale dalla violazione di norme di comportamento può solo derivare l'insorgere della responsabilità, precontrattuale o contrattuale, a seconda del momento in cui si è verificato l'inadempimento; questo nonostante, prima delle SS.UU. del 2007, parte della giurisprudenza avesse asserito che, in caso di inosservanza delle regole di comportamento imperative, in quanto poste a tutela di interessi non solo privati ma anche pubblici, potesse dichiararsi la nullità del contratto d'intermediazione per contrarietà all'art. 21 T.U.F., anche in assenza di un'espressa previsione in tal senso (c.d. nullità virtuale).

La conclusione cui è pervenuta parte della giurisprudenza *ante* 2007 potrebbe essere frutto di un equivoco poiché sembrerebbe non aver tenuto in considerazione la distinzione fra il comportamento dell'intermediario e il contenuto del negozio.

La condotta dell'intermediario in contrasto con norme imperative non può, da sola, determinare la nullità del contratto. L'art. 1321 c.c. recita, infatti, che “il contratto è l'accordo tra due o più parti per costituire, regolare o estinguere tra loro un rapporto giuridico patrimoniale”. Di conseguenza nullo può essere solo il “contratto”, ovvero l'accordo tra i contraenti, e non il “comportamento” di una delle parti.

Osserva una dottrina: “Un esempio aiuta a chiarire il concetto che si intende esprimere. Se le parti inserissero nel contratto una clausola in contrasto con l'art. 21 T.U.F., tale pattuizione sarebbe nulla per violazione di norma imperativa. Si immagina che la banca e il cliente introducano nel testo contrattuale una pattuizione che dispensa l'intermediario dall'acquisire

le informazioni necessarie dagli investitori e dall'operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati. Questa previsione sarebbe in chiaro contrasto con il tenore letterale dell'art. 21, comma 1, lett. b, T.U.F. Siccome questa disposizione di legge è imperativa in quanto tutela interessi pubblici, la relativa clausola sarebbe nulla. Ma la situazione tratteggiata è radicalmente differente da quella riconducibile a un comportamento illegittimo dell'intermediario. Le condotte scorrette delle parti non entrano a far parte del programma contrattuale. Non vi è accordo sul punto e, dunque, non vi è – al riguardo- contratto. Ne consegue che non vi può essere nullità<sup>191</sup>.

Apparirebbe, pertanto, condivisibile la conclusione delle SS.UU. del 2007 le quali affermano che dalla violazione di obblighi informativi, ovvero in caso di omessa o inesatta informazione sulle caratteristiche dei prodotti venduti, possa derivare esclusivamente l'insorgere della responsabilità a carico dell'intermediario. Il rimedio potrebbe inoltre, essere invalidante, ovvero l'annullamento del contratto-quadro (o della specifica operazione di investimento), nei casi in cui il cliente sia pervenuto alla stipulazione del contratto per effetto di un vizio del consenso, anche se di difficile dimostrabilità e persino, come lasciano intendere quelle pronunce e le conferme successive, per un vizio derivante proprio da omessa o cattiva informazione sugli elementi del contratto<sup>192</sup>.

---

191Così V. SANGIOVANNI, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, in *Danno e responsabilità*, 2009, p. 503.

192Cassazione sez. VI, 6 novembre 2014, n. 23717, per la quale “la carenza nella informazione ... in un momento precedente alla formazione della volontà contrattuale dell'investitore circa la specifica operazione di investimento e fatti precedenti al perfezionamento dell'accordo non possono certo essere adottati come ragione di inadempimento dell'accordo stesso, soccorrendo altri istituti quali, a seconda dei casi, l'annullamento per errore, violenza o dolo, la responsabilità ex art. 1337 c.c. o la tutela risarcitoria da responsabilità contrattuale per essere stati violati gli obblighi nascenti dal contratto quadro a monte”.

## **2. (segue) le differenti violazioni**

Se, da un lato, appare condivisibile che l'inosservanza delle norme che prescrivono obblighi informativi, ovvero l'omessa o inesatta informazione sulle caratteristiche dei prodotti venduti, non è corretto che determini la nullità del contratto, dall'altro ci si dovrebbe interrogare sull'opportunità di prevedere una soluzione diversa in caso di violazione, da parte dell'intermediario, del dovere di astenersi dal compiere operazioni.

Una delle ipotesi che dà luogo all'insorgere della responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione delle norme in tema di informazioni è, in particolare, costituita dal compimento di operazioni in relazione alle quali l'intermediario avrebbe un obbligo di astensione per non avere ottenuto le informazioni necessarie per valutare l'adeguatezza dell'operazione.

In tema di adeguatezza dell'operazione, secondo la normativa precedentemente in vigore, l'intermediario poteva porre in essere un'operazione inadeguata rispetto al profilo di rischio dell'investitore qualora, informato di tale inadeguatezza, avesse ottenuto dal cliente un consenso scritto a porre in essere l'operazione. L'art. 29 reg. Consob n. 11522/1998 prescriveva, in particolare, che:

“1. Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.

2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati.

3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua

esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute.”

La disposizione in tema di adeguatezza era, quindi, derogabile per mezzo del consenso del cliente.

La normativa attualmente in vigore impone, invece, all'intermediario un divieto assoluto al compimento di un'operazione inadeguata.

L'art. 36, 6° co., reg. Consob n. 16190/2007 attualmente in vigore dispone, infatti, che “quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestioni di portafogli non ottengono le informazioni di cui alla medesimo articolo si astengono dal prestare i menzionati servizi”.

A differenza del regime precedentemente vigore, si tratta di una norma imperativa ma inderogabile, non essendo più presente il riferimento alla possibilità dell'investitore di acconsentire per iscritto all'operazione, nonostante l'inadeguatezza: nel caso in cui il cliente non dia le informazioni richieste e, quindi, nell'impossibilità di valutare l'adeguatezza dell'operazione, quest'ultima sarà vietata. Il grado di tutela dell'investitore *retail*, in seguito all'ultimo intervento legislativo in materia, è, quindi, accresciuto.

Sarebbe, dunque, opportuno chiedersi se dalla violazione del divieto e, quindi, a seguito del compimento di operazioni nonostante la mancanza di informazioni da parte del cliente, non sia più corretto far discendere la nullità del contratto piuttosto che limitarsi ad ammettere il risarcimento del danno.

Si è più volte rilevato che nel settore dell'intermediazione mobiliare gli obblighi di informazione abbiano una valenza particolare, essendo



fortemente preordinati a garantire l'espressione di un consenso consapevole. L'attenzione del legislatore si volge, infatti, alla formazione del consenso dell'investitore attraverso la modulazione dell'obbligo di rendere informazioni adeguate in capo all'intermediario<sup>193</sup>.

Nel caso in cui la legge prescriva un divieto di agire in capo all'intermediario, come nell'ipotesi di operazioni inadeguate (o di operazioni in conflitto di interessi secondo quanto previsto dalla disciplina previgente che le vietava espressamente), l'obbligo di astensione in capo all'intermediario fa di lui “un guardiano dell'integrità dei mercati, che ha la precipua funzione di evitare che si verifichino situazioni di pericolo per l'integrità dei mercati quali sono quelle che seguono alla stipulazione di contratti conclusi in situazioni di conflitto di interessi o di contratti inadeguati”<sup>194</sup>.

L'inosservanza della norma in tema di adeguatezza consiste nella non-astensione ovvero nel concludere un contratto con cui vengono compravenduti strumenti finanziari nonostante l'impossibilità di valutare la loro adeguatezza rispetto al profilo di rischio dell'investitore.

Mentre per la violazione di doveri informativi consistenti nella omessa o inesatta informazione sulle caratteristiche dei prodotti compravenduti il rimedio della nullità, alla luce delle osservazioni svolte in precedenza, pare effettivamente inappropriato, una soluzione diversa si potrebbe quantomeno prospettare in relazione alla regola di adeguatezza e, più in generale, agli obblighi degli intermediari di astenersi dal compiere operazioni finanziarie.

Ci si deve interrogare, quindi, se sia corretto sanzionare l'inosservanza di tale divieto di contrarre incombente in capo

---

193F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, op. cit., p. 97.

194D. MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *I contratti*, 2008, p. 555.

all'intermediario, esclusivamente imponendogli il risarcimento del danno all'investitore.

Prendendo come riferimento la normativa del codice civile per ricercare norme suscettibili di un'eventuale applicazione analogica al caso dell'operazione conclusa nonostante la sussistenza del divieto, c'è chi ha ipotizzato la possibilità di applicare l'art. 1471, che disciplina il divieto di comprare da parte di determinati soggetti. Il richiamato articolo prescrive, in particolare, che “non possono essere compratori nemmeno all'asta pubblica, né direttamente né per interposta persona: 1) gli amministratori dei beni dello Stato, dei comuni, delle province o degli altri enti pubblici, rispetto ai beni affidati alla loro cura; 2) gli ufficiali pubblici, rispetto ai beni che sono venduti per loro ministero; 3) coloro che per legge o per atto della pubblica autorità amministrano beni altrui, rispetto ai beni medesimi; 4) i mandatari, rispetto ai beni che sono stati incaricati di vendere”. In caso di inosservanza del divieto di comprare, la sanzione prevista dal legislatore è l'invalidità dell'atto di compravendita: “nei primi due casi l'acquisto è nullo; negli altri è annullabile” (art. 1471, 2° co., c.c.). Conseguentemente, se si ritenesse applicabile analogicamente tale disposizione alla fattispecie del divieto di effettuare operazioni inadeguate incombente in capo all'intermediario, in caso di inosservanza del divieto la sanzione dovrebbe essere la nullità o l'annullabilità del contratto<sup>195</sup>.

E' stata, poi, ipotizzata l'applicazione dell'art. 1711 c.c. disposizione dettata in tema di mandato per la quale il mandatario non può eccedere i limiti fissati nel mandato con l'effetto che l'atto che esorbita dal mandato resterebbe a carico del mandatario (art. 1711, commi 1 e 2). Applicando analogicamente la disciplina del mandato al contratto di intermediazione finanziaria, il compimento di un'operazione da parte dell'intermediario,

---

195V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Corr. Giur.*, 2010, 2, p. 1390.

senza prima avere acquisito dal cliente le informazioni necessarie per verificare l'adeguatezza dell'operazione, potrebbe ritenersi come un atto eccedente i limiti dell'incarico ricevuto<sup>196</sup> con la conseguente reiezione degli effetti dell'operazione, rimedio di carattere reale eventualmente cumulabile con il rimedio risarcitorio.<sup>197</sup>

Ad un'analisi più attenta delle sentenze gemelle del 2007, la soluzione al problema della sanzione applicabile al caso di operazione conclusa in violazione della disciplina sull'adeguatezza potrebbe, forse, trovarsi proprio tra le righe. La Cassazione, in particolare, sostiene che l'area delle norme inderogabili la cui violazione determina la nullità del contratto *ex art. 1418, 1° co., c.c.*, comprende non solo quelle che vietano un determinato contenuto del contratto ma anche quelle che vietano la stipulazione stessa del contratto in base al ragionamento per il quale “Se il legislatore vieta, in certe circostanze, di stipulare il contratto e il contratto viene ugualmente stipulato, è, infatti, la stessa esistenza del contratto a porsi in contrasto con la norma imperativa”.

Alla luce di quanto sancito dalla Corte di Cassazione sembrerebbe, pertanto, più opportuno ricomprendere le disposizioni che prescrivono obblighi di astensione dal compiere operazioni e, quindi, anche la norma

---

196V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, *op. cit.*, p. 1390. Nel fare riferimento alla possibile applicazione analogica della disciplina del mandato sarebbe, però, più opportuno distinguere a seconda del servizio in relazione al quale le informazioni andavano raccolte ai fini della valutazione dell'adeguatezza. Mentre, infatti, nella prestazione del servizio di consulenza, attività nella quale l'intermediario si limita a suggerire un investimento, la violazione del dovere di acquisire informazioni si traduce in un inadempimento dell'intermediario che ha come conseguenza di obbligarlo a risarcire il danno eventualmente patito dall'investitore, nella prestazione del servizio di gestione di portafogli l'intermediario amministra autonomamente il patrimonio dell'investitore nell'interesse di quest'ultimo. A tale contratto di investimento, compatibile con lo schema del mandato, potrebbe ben applicarsi analogicamente l'art. 1711 c.c. con la conseguenza che l'operazione posta in essere in assenza delle informazioni da parte del cliente, esorbitando dal mandato, resterebbe a carico dell'intermediario.

197D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, p.

che vieta il compimento di operazioni delle quali non è stato possibile valutare l'adeguatezza, nell'area delle norme inderogabili la cui violazione può determinare la nullità del contratto in conformità al disposto dell'art. 1418, 1° co. c.c.

La nullità del contratto da violazione di un dovere di astenersi pare potersi desumere dal disposto dell'art. 1418 comma 1 c.c.: si tratta di un contratto contrario a disposizione imperativa. La norma imperativa è l'art. 36, 6° co., reg. Consob n. 16190/2007. La contrarietà è data dal fatto che l'ordinamento non tollera che venga posto in essere un contratto di cui non possa valutarsi l'adeguatezza e, quindi, la stipulazione dello stesso nonostante il divieto pone il medesimo contratto in contrasto con la norma imperativa.

Non dovrebbero, poi, aversi dei problemi di certezza del diritto, ulteriore giustificazione addotta dalla Cassazione per escludere il rimedio della nullità. Nel caso di operazione compiuta in assenza delle informazioni per valutarne l'adeguatezza, il dovere di astensione incombente in capo all'intermediario deriverebbe, infatti, da una condizione oggettiva ovvero dal fatto di non aver ottenuto le informazioni prescritte dal legislatore ai fini della valutazione dell'adeguatezza. La dimostrazione che l'intermediario non abbia ottenuto le informazioni prescritte è un dato facilmente accertabile e non suscettibile di interpretazioni diverse.

L'intermediario che nella prestazione dei servizi di consulenza e gestione di portafogli pone in essere un'operazione nonostante non abbia ottenuto dal cliente le informazioni prescritte dal legislatore conclude, pertanto, certamente un contratto vietato dal regolamento Consob. Non sarebbe, dunque, il comportamento dell'intermediario a porsi in contrasto con la norma imperativa ma il contratto stesso in quanto vietato dall'ordinamento. Il rimedio della nullità virtuale apparirebbe, quindi, in tal

caso, maggiormente confacente a tutelare le finalità per le quali è stata introdotta la disciplina in materia di intermediazione finanziaria.

### **3. Commercializzazione a distanza dei servizi di investimento e strumenti finanziari**

La doppia equazione “violazione regole di validità = nullità” “violazione regole di condotta = risarcimento del danno” è entrata in crisi in seguito al recepimento del diritto comunitario nel diritto interno. La stessa Corte di Cassazione, nelle sentenze gemelle, ha rilevato che la distinzione tra norme di validità e norme di comportamento sta sbiadendo ed è in atto un fenomeno di trascinamento del principio di buona fede sul terreno di validità dell'atto, pur escludendo però che tale tendenza sia sufficiente a dimostrare lo sradicamento del principio.

Nel settore dell'intermediazione finanziaria la richiamata tendenza evolutiva è rinvenibile nella fattispecie di commercializzazione a distanza di servizi finanziari *ex art. 67-septies decies* cod. cons.

Con il D. Lgs. n. 221/2007, che ha abrogato il D. Lgs. n. 190 del 19 agosto 2005, emanato in attuazione della direttiva 2002/65/CE del 23 settembre 2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, di modifica delle direttive 90/619/CEE del Consiglio, 97/7/CE e 98/27/CE, è stata introdotta la sez. IV-*bis* del Codice del Consumo, composta dagli articoli che vanno dal 67-*bis* al 67-*vicies decies* (che riproducono il contenuto degli articoli del decreto abrogato), in cui è disciplinata la commercializzazione a distanza di servizi finanziari.

La *ratio* della normativa è la realizzazione di un quadro giuridico armonizzato in materia di contratti a distanza aventi ad oggetto la

prestazione di servizi finanziari con particolare riguardo all'aspetto della tutela dei consumatori-investitori, in modo da accrescere la loro fiducia nella conclusione di contratti di investimento transfrontalieri, soprattutto in considerazione del fatto che per la natura immateriale i servizi finanziari si prestano particolarmente al commercio a distanza, nella prospettiva ultima di realizzare un mercato unico dei servizi finanziari<sup>198</sup>.

La normativa relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari è, inoltre, contenuta anche in altre fonti.

Oltre che negli artt. 67-*bis* ss. cod. cons., è rinvenibile, infatti, nell'art. 32 T.U.F., rubricato “Promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e strumenti finanziari”, nel reg. Consob n. 16190/2007, nel quale sono stabilite le informazioni che l'intermediario è tenuto a fornire all'investitore prima della stipulazione del contratto nonché il contenuto che il contratto stesso deve avere.

Ulteriore fonte è costituita, poi, dal decreto sul commercio elettronico n. 70 del 9 aprile 2003, contenente disposizioni in materia di obblighi informativi precontrattuali e post contrattuali dei contratti stipulati via *internet*.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione soggettivo, le discipline del Codice del Consumo e quella del T.U.F. e del reg. Consob n. 16190/2007 coincidono solo parzialmente. La prima si applica, infatti, ai contratti stipulati tra un fornitore<sup>199</sup> e un consumatore<sup>200</sup> mentre la disciplina di cui al T.U.F. e al reg. Consob n. 16190/2007 trova applicazione

---

198Cfr. R. TORINO, *La commercializzazione via internet*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI e R. LENER, Torino, 2011, p. 594.

199Ex art. 67-ter, 1° co., lett c), cod. cons. è fornitore “qualunque persona fisica o giuridica, soggetto pubblico o privato, che, nell'ambito delle proprie attività commerciali o professionali, è il fornitore contrattuale dei servizi finanziari oggetto dei contratti a distanza”.

200Ex art. 3, 1° co., lett a), cod. cons., richiamato dall'art. 67-ter, 1° co., lett d), cod. cons., è consumatore “la persona fisica che agisce per scopi estranei alla propria attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta”.

esclusivamente qualora parte contrattuale di un contratto di promozione o collocamento mediante tecniche a distanza sia un cliente al dettaglio, ovvero la persona sia fisica che giuridica che non possa ritenersi cliente professionale. L'art. 79, 6° co., reg. Consob n. 16190/2007, dispone, infatti, che “non costituiscono promozione e collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza le attività svolte nei confronti di clienti professionali di cui all'art. 26, co. 1, lett d)”.

Per quanto concerne l'ambito di applicazione oggettivo, la normativa del Codice del Consumo si riferisce a tutti i contratti a distanza<sup>201</sup> aventi ad oggetto servizi finanziari<sup>202</sup>. Elementi che caratterizzano il contratto a distanza di cui al Codice del Consumo sono il requisito dell'“organizzazione, ovvero la sussistenza di un sistema di vendita o di prestazione di servizi a distanza “organizzato”, elemento che vale a escludere dalla definizione di contratto a distanza il contratto concluso occasionalmente<sup>203</sup>, e quello della “esclusività”, ovvero l'esclusiva utilizzazione di tecniche di comunicazione a distanza, sia nella fase della negoziazione che in quella della conclusione del contratto<sup>204</sup>.

---

201L'art. 67-ter cod. cons. nel definire il contratto a distanza, rinvia all'art. 50, 1° co., lett. a), cod. cons. per il quale è “il contratto avente per oggetto beni o servizi stipulato tra un professionista e un consumatore nell'ambito di un sistema di vendita o di prestazione di servizi a distanza organizzato dal professionista che, per tale contratto, impiega esclusivamente una o più tecniche di comunicazione a distanza fino alla conclusione del contratto, compresa la conclusione del contratto stesso”.

202Ex art. 67-ter, 1° co., lett. b), cod. cons., servizio finanziario è “qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di investimento, di assicurazione o di previdenza individuale”

203Secondo il considerando n. 18 della direttiva n. 65/2002, “riferendosi a un sistema di prestazioni di servizi organizzato dal fornitore di servizi finanziari, la presente direttiva mira a escludere dal proprio campo di applicazione le prestazioni di servizi effettuate su base strettamente occasionale e al di fuori di una struttura commerciale avente l'obiettivo di concludere contratti a distanza”.

204Il considerando n. 15 della direttiva n. 65/2002 prevede che i contratti a distanza sono “quelli in cui l'offerta, la negoziazione e la conclusione sono effettuate a distanza”. In realtà il requisito della esclusività non va interpretato in maniera rigida nel senso che se dovesse avvenire tra i soggetti un incontro occasionale che non consenta, però, di chiarire tutti gli aspetti del rapporto contrattuale, non verrà meno la natura “a distanza” dell'operazione e la conseguente tutela di cui gode il consumatore. G. ARTALE,

La normativa di cui al T.U.F. e al reg. Consob ha, invece, esclusivamente rilievo in caso di “promozione e collocamento” che avvengano mediante tecniche di comunicazione a distanza di servizi e attività di investimento e di strumenti finanziari.

A differenza della normativa di cui al Codice del Consumo, per l'applicazione della quale è richiesto che la stipulazione del contratto avvenga “a distanza”, la normativa di cui al T.U.F. e al reg. Consob n. 16190/2007 viene in rilievo anche se la sola promozione, e non anche la conclusione, avvenga “a distanza”. Inoltre quest'ultima normativa ha un ambito di applicazione limitato agli strumenti finanziari definiti all'art. 1, 2° co., T.U.F., con esclusione, pertanto, dei servizi e prodotti bancari, assicurativi e previdenziali.

Il decreto sul commercio elettronico viene, infine, in rilievo riguardo a tutti i “servizi della società dell'informazione” ovvero alle attività economiche realizzate *on line* e ai servizi *ex art. 1, 1° co., lett. b)*, l. 21 giugno 1986, n. 317<sup>205</sup>. La normativa in esso contenuta si applica, dunque, in caso di qualsiasi servizio finanziario prestato via *internet*, fatta salva la prevalenza sulla stessa della disciplina prevista nel Codice del Consumo.

Per quanto riguarda gli obblighi informativi gravanti in capo

---

*Commento al d.lgs. n. 190/2005*, in AA.VV., *Codice del consumo*, a cura di V. CUFFARO, Milano, 2006, 838 s.

<sup>205</sup> L'art. 1, 1° co., lett b), della legge 21 giugno 1986, n. 317, in materia di “Procedura d'informazione nel settore delle norme e regolamentazioni tecniche e delle regole relative ai servizi della società dell'informazione in attuazione della direttiva 98/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 giugno 1998, modificata dalla direttiva 98/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 luglio 1998”, definisce «servizio»: qualsiasi servizio della società dell'informazione, vale a dire qualsiasi servizio prestato normalmente dietro retribuzione, a distanza, per via elettronica e a richiesta individuale di un destinatario di servizi. Ai fini della presente definizione si intende: per «servizio a distanza» un servizio fornito senza la presenza simultanea delle parti; per «servizio per via elettronica» un servizio inviato all'origine e ricevuto a destinazione mediante attrezzature elettroniche di trattamento, compresa la compressione digitale e di memorizzazione di dati e che è interamente trasmesso, inoltrato e ricevuto mediante fili, radio, mezzi ottici od altri mezzi elettromagnetici; per «servizio a richiesta individuale di un destinatario di servizi» un servizio fornito mediante trasmissione di dati su richiesta individuale.



all'intermediario nella commercializzazione a distanza dei servizi di investimento e strumenti finanziari, dal combinato disposto degli artt. 67-*bis* cod. cons., che prevede che “sono fatte salve, ove non espressamente derogate, le disposizioni in materia (...) finanziaria (...) nonché le competenze delle autorità indipendenti di settore”, e 67-*decies*, 1° co., cod. cons., che stabilisce che oltre “alle informazioni di cui agli artt. 67-*quater*, 67-*quinquies*, 67-*sexies*, 67-*septies* e 67-*octies* sono applicabili le disposizioni più rigorose previste dalla normativa di settore che disciplina l'offerta del servizio o del prodotto interessato”, si evince che trova applicazione le norme dettate dal T.U.F. e dal reg. Consob n. 16190/2007 per i profili non espressamente regolati dal Codice del Consumo o da quest'ultimo disciplinati in modo meno rigoroso. Trova, pertanto, applicazione il Codice del Consumo nel caso in cui la normativa dettata dal T.U.F. e dal reg. Consob n. 16190/2007 sia lacunosa o preveda minori tutele per l'investitore.

Circa gli obblighi informativi e la responsabilità degli intermediari finanziari in caso di violazione degli stessi, il legislatore nel Codice del Consumo ha disposto che “nella fase delle trattative e comunque prima che il consumatore sia vincolato da un contratto a distanza o da un'offerta, gli sono fornite le informazioni riguardanti: a) il fornitore; b) il servizio finanziario; c) il contratto a distanza; d) il ricorso”(art. 67-*quater*, 1° co., cod. cons.). Tali informazioni, funzionali all'espressione da parte del consumatore di un consenso consapevole, riguardano non solo elementi propri di ogni contratto, quali, ad esempio, l'identità del fornitore, le principali caratteristiche del servizio finanziario e la durata minima del contratto, ma anche le modalità di presentazione di eventuali ricorsi affinché il consumatore stesso possa agire in caso di inadempimento contrattuale. “Il riferimento alla possibilità di agire avverso l'incompletezza delle informazioni da dare mira ad eliminare i comprensibili freni che il

soggetto medio ha nel concludere un tale tipo di contratti, soprattutto trattandosi di negozi conclusi a distanza. E', infatti, evidente che conoscere in anticipo l'esistenza o la mancanza di procedure extragiudiziali di reclamo e di ricorso accessibili al consumatore, oltre all'esistenza di fondi di garanzia o di altri dispositivi di indennizzo (così l'art. 67 *octies*), faciliterà la conclusione del contratto, con un indiretto vantaggio per la crescita del mercato di settore<sup>206</sup>.

Le su richiamate informazioni, “il cui fine commerciale deve risultare in maniera inequivocabile, sono fornite in modo chiaro e comprensibile con qualunque mezzo adeguato alla tecnica di comunicazione a distanza utilizzata, tenendo debitamente conto in particolare dei doveri di correttezza e buona fede nella fase precontrattuale e dei principi che disciplinano la protezione degli incapaci di agire e dei minori”(art. 67-*quater*, 2° co., cod. cons.).

L'art. 67-*septies decies*, 4° co., cod. cons. dispone, poi, che “il contratto è nullo, nel caso in cui il fornitore (...) viola gli obblighi di informativa precontrattuale in modo da alterare in modo significativo la rappresentazione delle (...) caratteristiche” del contratto di commercializzazione a distanza di servizi finanziari.

Il legislatore ha, pertanto, previsto espressamente la sanzione applicabile in caso di inadempimento degli intermediari finanziari rispetto ai loro obblighi informativi, quanto meno nel caso in cui tale violazione si traduca in una rappresentazione falsata del contenuto contrattuale. La sanzione è, in particolare, una fattispecie di c.d. nullità di protezione in quanto è prevista nell'esclusivo interesse del consumatore e, per tale ragione, può essere fatta valere solo dallo stesso, derogando al principio generale previsto nel codice civile per il quale la nullità può essere fatta

---

<sup>206</sup>Così ne *Il rapporto di consumo. 67 quater-undecies*, in *Commentario al codice civile. D.Lg. 6 settembre 2005, n.206. Codice del consumo*, a cura di P. CENDON, Milano, 2010, p. 655.

valere da chiunque vi abbia interesse (c.d. nullità assoluta, art. 1421). Per evitare che la nullità in questione potesse essere fatta valere da chiunque e, in particolare, dal fornitore a danno del consumatore, il legislatore ha, dunque, previsto nell'ambito della commercializzazione a distanza dei servizi finanziari, così come in caso di difetto di forma scritta dei contratti di investimento (art. 23 T.U.F.), il carattere della relatività della nullità, facendo eccezione al principio generale della nullità assoluta.

Con la previsione della sanzione della nullità nel caso di commercializzazione a distanza di servizi finanziari presso i consumatori, il legislatore ha, pertanto, risolto in tal caso in via legislativa il dibattito, che ha interessato sia la dottrina che la giurisprudenza, circa la configurabilità della responsabilità civile o della nullità del contratto in caso di violazione degli obblighi informativi. La violazione di un obbligo comportamentale avente fini informativi che avvenga in una fase precontrattuale dà, pertanto, luogo all'insorgenza della nullità di protezione che “obbliga le parti alla restituzione di quanto ricevuto”<sup>207</sup>.

Probabilmente la ragione di tale previsione espressa è da rinvenire nell'esigenza di tutelare il consumatore in modo completo ed effettivo, cosa che non sarebbe accaduta qualora, come in caso di prestazione di servizi di investimento secondo la normativa del T.U.F, il legislatore avesse lasciato lacunosa la normativa rimettendo ai giudici e alla dottrina il compito di individuare la sanzione più opportuna, sostanzialmente rimandando alle regole di responsabilità (pre)contrattuale.

Nelle fattispecie in cui, invece, hanno rilievo le norme previste nel T.U.F. e nel reg. Consob n. 16190/2007, in forza del rinvio operato dall'art. 81 del reg. Consob n. 16190/2007, trovano applicazione le regole *ex artt.* 27-36 reg. Consob n. 16190/2007, in materia di informazione da fornire in caso di prestazione dei servizi delle attività di investimento in generale, e

---

<sup>207</sup>Art.67 *septies decies*, 5° co., cod. cons.

circa la responsabilità degli intermediari in caso di inadempimento, mancando una norma che espressamente la disciplini, ha rilevanza il dibattito, su richiamato, circa la configurabilità della responsabilità civile o della nullità del contratto in caso di violazione degli obblighi informativi.

Dal confronto tra la fattispecie di commercializzazione a distanza dei servizi finanziari, che, come osservato, prevede espressamente la nullità del contratto di prestazione dei servizi di investimento in caso di violazione degli obblighi informativi precontrattuali, e la conclusione alla quale è pervenuta la Corte di Cassazione nelle SS.UU. del 2007 in caso di violazione degli obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento, per la quale è sussistente e inderogabile la distinzione tra regole di validità e regole di comportamento, sarebbe possibile ritenere che esistano due regole distinte a fronte della medesima fattispecie consistente nella violazione degli obblighi di condotta di natura informativa incombenti in capo all'intermediario finanziario. In particolare, la violazione degli obblighi di condotta in relazione a un contratto stipulato dall'investitore allo sportello sarebbe sanzionata con il risarcimento del danno mentre se lo stesso contratto viene concluso dallo stesso investitore via *internet* la violazione delle regole informative determinerebbe l'applicazione del rimedio della nullità.

Ci si dovrebbe, forse, chiedere se la diversa modalità di conclusione del medesimo contratto possa essere sufficiente a giustificare l'applicazione di rimedi radicalmente differenti.

La giustificazione addotta dalla Corte per escludere l'applicazione analogica dell'art. 67-*septies decies* cod. cons. alle fattispecie di cui al T.U.F. e al reg. Consob, ovvero che molte disposizioni invocate a sostegno del superamento della distinzione tra norme di validità e norme di comportamento erano posteriori rispetto ai fatti di causa, potrebbe, infatti, indurre a rivedere le conclusioni cui è pervenuta la stessa Cassazione la

quale è intervenuta sostanzialmente con delle sentenze che, per il fatto di prendere in considerazione l'applicazione di una disciplina non più vigente al momento in cui sono state pronunciate, sono nate vecchie.

## BIBLIOGRAFIA

- P. ABADESSA, *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1982
- R. ALESSI, *I doveri di informazione*, in *Manuale di diritto privato europeo*, Milano, 2007
- R. ALESSI, *Consensus ad idem e responsabilità contrattuale*, in *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, a cura di S. MAZZAMUTO, Torino, 2002
- R. ALESSI, *Gli obblighi di informazione tra regole di protezione del consumatore e diritto contrattuale europeo uniforme e opzionale*, in *Eur. Dir. Priv.*, 2, 2012
- G. ALPA, *Una nozione pericolosa: il c.d. "contratto di investimento"*, in *I valori mobiliari*, a cura di G. ALPA, 1991
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014
- G. ARTALE, *Commento al d.lgs. n. 190/2005*, in AA.VV., *Codice del consumo*, a cura di V. CUFFARO, Milano, 2006
- F. AUTELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti*, 2008
- F. BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e Impr.*, 1991
- V. CALANDRA BUONAURA, *La trasparenza nei servizi bancari di*

- investimento*, in *Giur. Comm.*, 2008
- F. CARINGELLA-D. DIMATTEO, *Lezioni e sentenze di diritto civile*, Roma, 2011
- C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1997
- C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006
- G. CESARONI, *Teorie dell'intermediazione finanziaria. Una rassegna critica*, in *Studi e note di economia*, 1998
- M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-R. LENER, Milano, 2011
- R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. Trim. dir. proc.civ.*, 1993
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006
- M. DE MARI, *Informativa "post contrattuale" e servizi di investimento*, in *Giur. Comm.*, maggio-giugno, 2012
- F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002
- A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. AMOROSINO, Milano, 2008
- A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, a cura di S. MAZZAMUTO-G. TERRANOVA, Napoli, 1993
- F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009
- D. FABBRI – G. FIORENTINI – L. A. FRANZONI, *L'analisi economica del diritto*, Roma, 1997
- G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, Milano, 1986
- G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in COLOMBO-PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per*

- azioni*, Torino, 1993, X
- G. FORESTIERI – P.MOTTURA, *Il sistema finanziario. Istituzioni, mercati e livelli di intermediazioni*, Milano, 2000
- A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2004
- A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 2008
- G. GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI – R. LENER, Torino, 2011,
- F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010
- E. GUERINONI, *Le controversie in tema di contratti di investimento: forma, informazione, ripensamento e operatore qualificato*, in *Corr. Giur.*, 2011
- G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. Dir.*, agg. V, Milano
- B. INIZITARI-V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008
- N. JAEGER, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in G. M. FLICK (a cura di), *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987
- R. LENER-P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione di strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, Banca borsa tit. cred., 2012
- R. LENER-P.LUCANTONI, *Art. 21 T.U.F.*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATINI-G.GASPARRI, Milano, 2012
- P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-R. LENER, Milano, 2011



- M. LUPI, *Art. 1, 5° co, co. 5-bis, co. 5-quater, co. 5-quinquies, co. 5-sexies; 6° co. Servizi e attività di investimento, negoziazione per conto proprio, market maker, gestione di portafogli, ricezione e trasmissione di ordini, servizi accessori*, in M. FRATINI-G. GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Milano, 2012
- E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in G. VISINTINI, *Trattato della responsabilità contrattuale*, Padova, 2009
- D. MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *I contratti*, 2008
- D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008
- V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. Giur.*, 2008
- S. MAZZAMUTO – G. TERRANOVA, *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, Napoli, 1993
- S. MAZZAMUTO, *Il contratto di diritto europeo*, Torino, 2012
- F. MAZZINI, *La giurisprudenza sull'adeguatezza dell'operazione del cliente*, *Dir. Banca e Merc. Finanz.*, 2006
- G. MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario. Raccolta di disposizioni*, Napoli, 1989
- L. MODICA, *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al nuovo formalismo*, Milano, 2008
- L. MODICA, *Formalismo negoziale e nullità: le aperture delle Corti di merito*, *Contr. Impr.*, n. 1, 2011
- L. MODICA, *Profili giuridici del sovraindebitamento*, Napoli, 2012
- U. MORERA, *Contratti bancari*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2008, I

- R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012
- A. PATRONI GRIFFI, *Il “Decreto Eurosim” e l'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, in *Giur. Comm.*, 1997
- A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Società* 2005
- G. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari “inadeguati” al profilo del risparmiatore*, *Corr. Giur.*, 2005
- L. PICARDI, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, *Banca borsa tit. cred.*, 2006
- P. PISCITELLO, *La Consob e gli intermediari finanziari: il nuovo regolamento sulla prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa e tit. di cred.*, 1998, II
- C. RABITTI BEDOGNI, *Articolo 21 , comma 1, lett. a e b*, in *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998
- V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione*, in *Danno e resp.*, 2005
- R. RORDORF, *Società di intermediazione mobiliare*, in *Enciclopedia del Diritto*, agg. V, Milano, 2001
- V. SANGIOVANNI, *Sollecitazione all'investimento, nullità del contratto e frode alla legge*, in *Giur. Merito*, 2006
- V. SANGIOVANNI, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del Regolamento Consob*, in *Danno e resp.*, 2009
- V. SANGIOVANNI, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, in *Danno e resp.*, 2009

- V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Corr. Giur.*, 2010
- V. SANGIOVANNI, *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*, in *Corr. Giur.*, 3, 2011
- V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-L. LENER, Milano, 2011
- V. SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, Riv. Società, 1994
- F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forma di tutela*, Milano, 2004
- F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, Riv. Dir. Priv., 2008
- V. SCALISI, *Dovere di informazione*, in *L'intermediazione mobiliare, Studi in memoria di Aldo Maisano*, a cura di S. MAZZAMUTO-G. TERRANOVA, Napoli, 1993
- V. SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1994, II
- E. SCIMENI, *La prima sentenza italiana sulla vendita dei tango bonds*, in *Giur. Comm.*, 2004
- R. TORINO, *La commercializzazione via internet*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI e R. LENER, Torino, 2011
- A. TUCCI, *“Servizio” e “contratto” nel rapporto fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI-R. LENER, Milano, 2011
- M. C. VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza, nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione mobiliare*, in *Europa dir. Priv.*, 2010
- G. VISINTINI, *Rappresentanza e responsabilità nell'intermediazione*

*mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, a cura di S. MAZZAMUTO-G. TERRANOVA, Napoli, 1993