

Intermediazione finanziaria

# Aspetti contrattuali della nuova consulenza finanziaria

## DECRETO LEGISLATIVO 17 LUGLIO 2009 N. 101

Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi 24 febbraio 1998, n. 58, e 17 settembre 2007, n. 164, in materia di intermediazione finanziaria e di mercati degli strumenti finanziari  
(G.U., 3 agosto 2009, n. 178)

### IL PRESIDENTE DELLA REPUBBLICA

Visti gli articoli 76 e 87 della Costituzione;

Visto il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52;

Vista la legge 18 aprile 2005, n. 62, recante disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004;

Visto l'articolo 12 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante attuazione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE;

Visto il decreto legislativo 28 marzo 2007, n. 51, recante attuazione della direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2001/34/CE;

Vista la legge 20 giugno 2007, n. 77, recante delega legislativa per il recepimento delle direttive 2002/15/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 marzo 2002, 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, e 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, nonché per l'adozione delle disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 19 agosto 2005, n. 191, di attuazione della direttiva 2002/98/CE;

Visto il decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164, recante attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE;

Vista la preliminare deliberazione del Consiglio dei Ministri, adottata nella riunione del 23 aprile 2009;

Acquisiti i pareri delle competenti Commissioni della Camera dei deputati e del Senato della Repubblica;

Vista la deliberazione del Consiglio dei Ministri, adottata nella riunione del 26 giugno 2009;

Sulla proposta del Ministro per le politiche europee e del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con i Ministri degli affari esteri, della giustizia e dello sviluppo economico;

E m a n a

il seguente decreto legislativo:

Art. 1.

*Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*

1. L'articolo 18-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è sostituito dal seguente:

«Art. 18-bis (Consulenti finanziari). - 1. La riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ed iscritte nell'albo di cui al comma 2, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. I requisiti di professionalità per l'iscrizione nell'albo sono accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi che tengano conto della pregressa esperienza professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative.

2. È istituito l'albo delle persone fisiche, consulenti finanziari, alla cui tenuta, in conformità alle disposizioni emanate ai sensi del comma 7, provvede un organismo composto da un presidente e quattro membri, di cui due in rappresentanza degli iscritti che li designano secondo le modalità fissate nello statuto dell'organismo, nominati tutti con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze. I membri dell'organismo sono individuati tra persone di comprovate professionalità e competenza in materie finanziarie, giuridiche ed economiche.

3. L'organismo di cui al comma 2 ha personalità giuridica ed è dotato di autonomia organizzativa e finanziaria.

4. L'organismo cura la redazione del proprio statuto che contiene le regole sul funzionamento e sull'assetto organizzativo interno, nel rispetto dei principi e criteri determinati dalla Consob con il regolamento adottato ai sensi del comma 7 e dal Ministro dell'economia e delle finanze con il regolamento adottato ai sensi del comma 1. Lo statuto deve essere trasmesso al Ministro dell'economia e delle finanze per la successiva approvazione, sentite la Banca d'Italia e la Consob, e pubblicazione.

5. Nell'ambito della propria autonomia finanziaria, l'organismo determina e riscuote i contributi e le altre somme dovute dagli iscritti, dai richiedenti l'iscrizione nell'albo, nonché da coloro i quali presentano domanda di partecipazione alle prove valutative volte all'accertamento del possesso dei requisiti di professionalità per l'iscrizione nell'albo, nella misura necessaria per garantire lo svolgimento delle proprie attività. Il provvedimento con cui l'organismo ingiunge il pagamento dei contributi dovuti ha efficacia di titolo esecutivo. Decorso inutilmente il termine fissato per il pagamento, l'organismo procede alla esazione delle somme dovute in base alle norme previste per la riscossione, mediante ruolo, delle entrate dello Stato, degli enti territoriali, degli enti pubblici e previdenziali. Nel caso di mancato versamento dei contributi dovuti, l'organismo dispone la cancellazione dall'albo del soggetto inadempiente.

6. L'organismo di cui al comma 2:

a) provvede all'iscrizione nell'albo, previa verifica dei necessari requisiti, delle persone fisiche che ne facciano richiesta al fine di prestare l'attività di cui al comma 1, e ne dispone la cancellazione qualora vengano meno i requisiti;

b) vigila sul rispetto delle disposizioni di cui alle lettere c), d), e) e g) del comma 7;

c) per i casi di violazione delle regole di condotta, di cui al comma 7, lettera d), delibera, dopo aver sentito il soggetto interessato, in relazione alla gravità dell'infrazione e in conformità alle disposizioni di cui al comma 7, lettera b), il richiamo scritto, il pagamento di un importo da euro cinquecento a euro venticinquemila, la sospensione dall'albo da uno a quattro mesi, ovvero la radiazione dal medesimo;

d) svolge ogni altra attività necessaria per la tenuta dell'albo;

e) può richiedere agli iscritti nell'albo la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, secondo le modalità e nei termini dallo stesso determinati;

f) può effettuare nei confronti degli iscritti ispezioni e richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari, nonché procedere ad audizione personale.

7. La Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi:

a) alla formazione dell'albo e alle relative forme di pubblicità;

b) alla iscrizione nell'albo, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti nell'albo;

c) alle cause di incompatibilità;

d) alle regole di condotta che gli iscritti nell'albo de-

vono rispettare nel rapporto con i clienti, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati;

e) alle modalità di tenuta della documentazione concernente l'attività svolta dagli iscritti nell'albo;

f) all'attività dell'organismo, con specifico riferimento ai compiti di cui al comma 6;

g) all'aggiornamento professionale degli iscritti.

8. Avverso le decisioni di cui al comma 6, lettera c), è ammesso ricorso, da parte dell'interessato, alla Consob, entro trenta giorni dalla data di comunicazione del provvedimento. La presentazione del ricorso e la decisione sul medesimo avvengono secondo le procedure determinate dalla Consob con il regolamento di cui al comma 7.

9. Avverso le decisioni adottate dalla Consob ai sensi del comma 8 è ammessa opposizione da parte dell'interessato dinnanzi alla Corte d'appello. Si applicano i commi 4, 5, 6, 7 e 8 dell'articolo 195.

10. La Consob può richiedere all'organismo la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti. La Consob può effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari presso l'organismo.

11. In caso di inerzia o malfunzionamento dell'organismo la Consob propone motivatamente al Ministro dell'economia e delle finanze l'adozione dei provvedimenti più opportuni, e, per i casi più gravi, lo scioglimento dell'organismo e la nomina di un commissario».

2. All'articolo 31 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, il comma 4 è sostituito dal seguente:

«4. È istituito l'albo unico dei promotori finanziari, articolato in sezioni territoriali. Alla tenuta dell'albo provvede un organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori e dei soggetti abilitati. L'organismo ha personalità giuridica ed è ordinato in forma di associazione, con autonomia organizzativa e statutaria, nel rispetto del principio di articolazione territoriale delle proprie strutture e attività. Nell'ambito della propria autonomia finanziaria l'organismo determina e riscuote i contributi e le altre somme dovute dagli iscritti, dai richiedenti l'iscrizione e da coloro che intendono sostenere la prova valutativa di cui al comma 5, nella misura necessaria per garantire lo svolgimento delle proprie attività. Il provvedimento con cui l'organismo ingiunge il pagamento dei contributi dovuti ha efficacia di titolo esecutivo. Decorso inutilmente il termine fissato per il pagamento, l'organismo procede alla esazione delle somme dovute in base alle norme previste per la riscossione, mediante ruolo, delle entrate dello Stato, degli enti territoriali, degli enti pubblici e previdenziali. Esso provvede all'iscrizione all'albo, previa verifica dei necessari requisiti, alla cancellazione dall'albo nelle ipotesi stabilite dalla Consob con il regolamento di cui al comma 6, lettera a), e svolge ogni altra attività necessaria per la tenuta dell'albo. L'organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti con regolamento della Consob, e sotto la vigilanza della medesima».

3. Al comma 1 dell'articolo 94-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, la parola: "nonché" è sostituita dalle seguenti: «ivi incluse».

4. Al comma 4, ultimo periodo, dell'articolo 97 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo la parola: «svolgano» sono inserite le seguenti: «, o abbiano svolto».

5. All'articolo 100-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo il comma 4 è aggiunto il seguente:

«4-bis. La Consob può dettare disposizioni di attuazione del presente articolo».

6. Al comma 2, lettera a), dell'articolo 113-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: «e le relative modalità di pubblicazione» sono inserite le seguenti: "ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali».

7. Al comma 3 dell'articolo 113-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: «stabilisce modalità e termini di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate» sono inserite le seguenti: «ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali».

8. Al comma 1 dell'articolo 114 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: «e i termini di comunicazione delle informazioni» sono inserite le seguenti: «ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali».

9. Al comma 6 dell'articolo 114 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: «i soggetti indicati nel comma 1», sono inserite le seguenti: «e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine».

10. All'articolo 116 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo il comma 2 è aggiunto il seguente:

«2-bis. Gli articoli 114, ad eccezione del comma 7, e 115, si applicano anche agli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione che presentano le caratteristiche stabilite dalla Consob con regolamento e a condizione che l'ammissione sia stata richiesta o autorizzata dall'emittente».

11. Al comma 2 dell'articolo 118 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le parole: «L'articolo 116 non si applica» sono sostituite dalle seguenti: «I commi 1 e 2 dell'articolo 116 non si applicano».

12. Al comma 1 dell'articolo 118-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: «dagli emittenti quotati», sono aggiunte, in fine, le seguenti: «e dagli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine».

13. La lettera a) del comma 1 dell'articolo 180 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è sostituita dalla seguente:

«a) *Strumenti finanziari*:

1) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di am-

missione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea;

2) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autorizzata dall'emittente;».

14. Al comma 1 dell'articolo 182 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: «in un mercato regolamentato italiano» sono aggiunte, in fine, le seguenti: «o in un sistema multilaterale di negoziazione italiano».

15. All'articolo 182 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo il comma 2, è aggiunto il seguente:

«2-bis. Salvo quanto previsto dal comma 1, le disposizioni degli articoli 184, 185, 187-bis e 187-ter si applicano ai fatti concernenti gli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2)».

16. Al comma 1 dell'articolo 183 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, la lettera b) è sostituita dalla seguente:

«b) alle negoziazioni di azioni proprie di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente o di società controllate o collegate, ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento;».

17. All'articolo 184 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo il comma 3 è inserito il seguente:

«3-bis. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.».

18. All'articolo 185 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo il comma 2 è aggiunto il seguente:

«2-bis. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.».

19. Al comma 1 dell'articolo 187-septies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: «previa contestazione degli addebiti agli interessati», sono inserite le seguenti: «da effettuarsi entro centottanta giorni dall'accertamento ovvero entro trecentosessanta giorni se l'interessato risiede o ha la sede all'estero».

20. Al comma 4 dell'articolo 187-octies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo la lettera e) è aggiunta la seguente:

«e-bis) avvalersi, ove necessario, anche mediante connessione telematica, dei dati contenuti nell'apposita sezione dell'anagrafe tributaria di cui all'articolo 7, sesto comma, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 605».

21. Al comma 1 dell'articolo 190 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo il numero: «65;» è inserito il seguente: «79-bis;».

22. Al comma 1 dell'articolo 190 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, l'ultimo periodo è sostituito

dal seguente: «La stessa sanzione si applica nel caso di violazione dell'articolo 18, comma 1, ovvero in caso di esercizio dell'attività di consulente finanziario o di promotore finanziario in assenza dell'iscrizione negli albi di cui, rispettivamente, agli articoli 18-bis e 31».

23. Al comma 2, lettera c), dell'articolo 190 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le parole: «capi II e III» sono sostituite dalle seguenti: «capi II e II-bis».

24. Al comma 2 dell'articolo 190 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo la lettera *d-ter*) sono aggiunte le seguenti:

«*d-quater*) ai membri dell'organismo dei consulenti finanziari in caso di inosservanza delle disposizioni previste dall'articolo 18-bis e di quelle emanate in base ad esso;

*d-quinquies*) ai membri dell'organismo dei promotori finanziari in caso di inosservanza delle disposizioni previste dall'articolo 31 e di quelle emanate in base ad esso».

25. Al comma 4 dell'articolo 195 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le parole: «la sede o, nel caso di persone fisiche, il domicilio» sono sostituite dalle seguenti: «sede la società o l'ente cui appartiene».

26. Al comma 2 dell'articolo 196 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: «previa contestazione degli addebiti agli interessati», sono inserite le seguenti: «da effettuarsi entro centottanta giorni dall'accertamento ovvero entro trecentosessanta giorni se l'interessato risiede o ha la sede all'estero».

### Art. 2.

*Modifiche al decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164*

1. Dopo il comma 14 dell'articolo 19 del decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164, è aggiunto, in fine, il seguente:

«14-bis. Il Ministro dell'economia e delle finanze con proprio decreto, adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, nomina, in sede di prima applicazione, i membri dell'organismo di cui all'articolo 18-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, fissando la durata in carica, i compensi e le attribuzioni. Alle relative spese provvede l'organismo mediante le risorse derivanti dai contributi e dalle altre somme versati dagli iscritti».

## IL COMMENTO

di Valerio Sangiovanni

Con il D.lgs. n. 101 del 2009, la disciplina della neo-istituita figura del consulente finanziario (prevista dall'art. 18-bis T.u.f.) è stata riformata. Il consulente finanziario è un professionista che agisce instaurando con i propri clienti un rapporto di tipo contrattuale. Tale relazione, fra le altre cose, deve caratterizzarsi per l'osservanza di norme di comportamento. In questo articolo si intende esaminare la nuova disciplina della consulenza finanziaria, quale risultante dalla legge e dalla bozza di regolamento Consob, ponendo l'accento sugli aspetti di rilievo contrattuale, sia nella formazione sia nell'esecuzione del contratto.

### Introduzione

Il nuovo art. 18-bis T.u.f. disciplina la neo-istituita figura dei consulenti finanziari (1).

In particolare la legge prevede che «la riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ed iscritte nell'albo di cui al comma 2, di prestare la consulenza in materia d'investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti» (art. 18-bis comma 1 T.u.f.). Inoltre il testo legislativo stabilisce che la Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi a una serie di circostanze, fra cui le «regole di condotta che gli iscritti nell'albo devono rispettare nel rapporto con i clienti, avuto

riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati» (art. 18-bis comma 7 T.u.f.).

L'art. 18-bis T.u.f. omette di occuparsi direttamente delle norme di condotta dei consulenti finanziari e rinvia a un apposito regolamento attuativo. La Con-

### Nota:

(1) La seconda disposizione di legge in materia di consulenza finanziaria è l'art. 18-ter T.u.f., sulle società di consulenza finanziaria. Tale norma prevede che «la riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti» (art. 18-ter comma 1 T.u.f.). Particolarmente interessante è quanto stabilisce l'art. 18-ter comma 3 T.u.f.: «nell'albo di cui all'articolo 18-bis, comma 2, è istituita una sezione dedicata alle società di consulenza finanziaria per la quale si applicano i commi 3, 4, 5, 6, 7 e 8 del medesimo articolo».

sob si è messa all'opera e ha predisposto una bozza di regolamento di attuazione. Al momento il regolamento non risulta essere stato adottato, anche se la Consob ha già fatto circolare due documenti di consultazione, uno del giugno 2008 (2) e uno del novembre 2009 (3). L'approvazione del regolamento non dovrebbe dunque tardare molto. Il taglio di questo articolo non consente di occuparsi di tutta la bozza di regolamento Consob. Si tenga del resto presente che si tratta di un articolato piuttosto complesso, che si compone di 35 articoli. In questo lavoro, in conformità alle caratteristiche di questa *Rivista*, ci si vuole invece soffermare su di un aspetto specifico: il rapporto contrattuale che si instaura fra il consulente finanziario e il cliente. Al fine di sottolineare il rilievo pratico di questa materia, va ricordato che buona parte del contenzioso sorto fra investitori e banche negli ultimi anni si fonda sull'asserita violazione di norme di comportamento che si sarebbero invece dovute osservare nella formazione e nell'esecuzione del contratto (4). Non si può escludere che, in futuro, anche la categoria dei consulenti finanziari venga chiamata a fronteggiare contestazioni di vario genere da parte dei risparmiatori. Il modo migliore per prevenire tali reclami e possibili azioni in giudizio è l'instaurazione di un corretto rapporto contrattuale, rispettoso - sia nella sua fase formativa sia in quella esecutiva - delle diverse norme di comportamento prescritte dall'ordinamento.

In questo articolo si procederà pertanto a esaminare il contenuto minimo del contratto di consulenza finanziaria, i requisiti formali previsti per lo stesso nonché le norme di comportamento che devono caratterizzare l'operato dei consulenti.

### **Il servizio «consulenza in materia di investimenti» e il contenuto del contratto**

Anzitutto si deve osservare che i consulenti finanziari sono soggetti chiamati a prestare uno dei possibili servizi d'investimento (5): il «servizio di consulenza in materia di investimenti». Di questo servizio si rinviene una definizione legislativa: per consulenza in

*diari finanziari*, Torino, 2008; F. Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009; B. Inzitari, V. Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008; M. Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007. Inoltre della tematica si sono occupati, a vario titolo, G. Alpa, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in questa *Rivista*, 2006, 927 ss.; F. Autelitano, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, *ivi*, 2008, 1157 ss.; F. Azzarri, *Contratti finanziari e categorie civilistiche*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 672 ss.; E. A. Emiliozzi, *Vendita alla clientela retail di titoli prima dell'emissione ed omessa acquisizione da parte dell'intermediario dell'offering circular*, in *Giur. it.*, 2007, 1673 ss.; M. Guernelli, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 360 ss.; A.M. Mancini, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51 ss.; C. Marchiandi, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 376 ss.; M. Marianello, *Bonds argentini e responsabilità dell'intermediario finanziario: corrispondenza diacronica o sincronica?*, in *Obbl. e contr.*, 2007, 1009 ss.; G. Meruzzi, *La responsabilità precontrattuale tra regola di validità e regola di condotta*, in *Contr. e impr.*, 2006, 944 ss.; P. Morandi, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. e contr.*, 2009, 47 ss.; M. Pellegrini, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 171 ss.; L. Picardi, *Nuovi sviluppi giurisprudenziali in tema di responsabilità degli intermediari*, in *Dir. giur.*, 2007, 192 ss.; E. Righini, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 150 ss.; V. Sangiovanni, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, in *Danno e resp.*, 2009, 503 ss.; V. Sangiovanni, *Il caso "My Way" e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giur. mer.*, 2008, 3116 ss.; V. Sangiovanni, *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, in questa *Rivista*, 2008, 653 ss.; *Id.*, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, *ivi*, 2006, 1133 ss.; V. Sangiovanni, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e resp.*, 2006, 874 ss.; V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in questa *Rivista*, 2006, 686 ss.; V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, in *Società*, 2006, 605 ss.; C. Scognamiglio, *Regole di validità e di comportamento: i principi ed i rimedi*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 599 ss.; G. Serrano, *Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario*, in *Dir. pratica soc.*, 2009, 3, 55 ss.; M. Sesta, *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in *AA.VV.*, *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, II, Padova, 2009, 727 ss.; F. Signorelli, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 55 ss.; M. Todorova, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008, 1307 ss. Per un'analisi dell'andamento degli investimenti finanziari negli ultimi anni cfr. B. Scienza, *Il risparmio tradito*, Torino, 2009.

(5) Secondo la legge per "servizi e attività di investimento" si intendono, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: «a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione» (art. 1 comma 5 T.u.f.).

#### **Note:**

(2) Documento di consultazione. Regolamento di attuazione dell'articolo 18-bis del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari, 5 giugno 2008, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

(3) Esiti della prima consultazione e nuovo documento di consultazione. Regolamento di attuazione degli articoli 18-bis e 18-ter del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari, 18 novembre 2009, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

(4) La materia delle norme di comportamento degli intermediari finanziari e della connessa responsabilità è stata trattata in alcuni recenti volumi: AA.VV., *I soldi degli altri*, a cura di A. Perro-ne, Milano, 2008; G. Bersani, *La responsabilità degli interme-*

materia d'investimenti si intende «la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta al cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione» (art. 1 comma 5 *septies* T.u.f.). Dal punto di vista del contenuto del contratto, la disposizione di riferimento è l'art. 16 bozza reg. (successivamente ci occuperemo di forma del contratto, non senza però evidenziare - già qui - che, mentre la legge non prevede la forma scritta per il contratto di consulenza, la bozza di regolamento determina quale debba essere il suo contenuto minimo).

In particolare il contratto di consulenza, fra le altre cose, deve determinare almeno «il contenuto delle prestazioni dovute dal consulente e le modalità di prestazione del servizio» (art. 16 comma 1 lett. *a* bozza reg.). Il contenuto delle prestazioni consiste evidentemente nella stessa attività di consulenza. Le modalità di prestazione del servizio possono ovviamente variare da caso a caso e si tratterà, fra le altre cose, di stabilire se il consulente è tenuto a rendere un parere scritto. La bozza di regolamento continua prevedendo che il contratto deve altresì determinare «le tipologie di strumenti finanziari trattate» (art. 16 comma 1 lett. *b* bozza reg.). In linea di principio il consulente finanziario può trattare qualsiasi tipo di strumento finanziario. Semmai una limitazione alla sua operatività deriva dalle caratteristiche del cliente per cui opera. Il profilo di rischio determina quali siano gli strumenti finanziari adatti a un certo soggetto; il compito del consulente è d'indirizzare il cliente verso tali tipologie di strumenti finanziari. La bozza di regolamento prevede inoltre che il contratto determina «se è prevista anche la prestazione di raccomandazioni personalizzate aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, del Testo unico od aventi ad oggetto alcuno dei servizi di investimento o dei servizi accessori di cui all'articolo 1, commi 5 e 6, del Testo unico» (art. 16 comma 1 lett. *c* bozza reg.) (6). Il contratto deve poi determinare «se è prevista anche la prestazione di raccomandazioni non personalizzate e le modalità con le quali il consulente deve segnalare al cliente che la raccomandazione non è basata su una valutazione di adeguatezza o delle sue caratteristiche» (art. 16 comma 1 lett. *d* bozza reg.). La definizione di «consulenza in materia di investimenti» prevede che la raccomandazione

sia personalizzata. Non è però vietato al consulente rendere pubbliche raccomandazioni che non sono indirizzate a una persona specifica. In questo caso la bozza di regolamento esige che il cliente venga reso edotto che la raccomandazione non è personalizzata e non è dunque basata su una valutazione di adeguatezza riferita allo specifico cliente. In altre parole l'investimento potrebbe non essere adeguato al singolo investitore.

Una parte delle prescrizioni relative al contenuto minimo del contratto attiene alla fase esecutiva del rapporto contrattuale. In particolare il contratto determina «se è previsto l'obbligo del consulente di comunicare al cliente le perdite subite dagli strumenti finanziari oggetto di raccomandazione, la soglia delle perdite oltre le quali è prevista la comunicazione ed il termine per l'adempimento del relativo obbligo» (art. 16 comma 1 lett. *e* bozza reg.). Per capire il significato di questa disposizione bisogna riflettere sul fatto che l'attività di consulenza può avere carattere occasionale oppure duraturo nel tempo. Nel caso in cui l'attività sia occasionale, si pone il problema di comprendere quali doveri facciano capo al consulente finanziario una volta che il rapporto è terminato. Affinché il cliente non faccia inutilmente affidamento sulla possibile continuità della consulenza, la bozza di regolamento specifica che deve essere inserito in contratto l'obbligo del consulente di comunicare le perdite subite. Altra prescrizione di contenuto minimo del contratto è «l'obbligo del consulente di aggiornare e con quale frequenza le raccomandazioni prestate al cliente» (art. 16 comma 1 lett. *f* bozza reg.). I mercati finanziari sono in continuo movimento, con l'effetto che un certo investimento - che appariva sensato in un certo momento - anche a distanza di pochi mesi potrebbe aver cessato di essere attraente. Dal punto di vista di una tutela effettiva dell'investitore è importante che le raccomandazioni vengano periodicamente aggiornate. In linea di principio un dovere del genere non fa capo al consulente (almeno nei casi in cui la consulenza ha carattere occasionale). Tuttavia potrebbe essere pattuito diversamente e, in questa ipotesi, il contratto deve specificare anche la frequenza con il quale l'aggiornamento deve essere reso.

In materia d'intermediazione finanziaria il flusso informativo è bidirezionale: esso va non solo dall'intermediario al cliente, ma anche in senso inverso.

---

#### Nota:

(6) L'art. 1 T.u.f. contiene le definizioni di "strumenti finanziari" (art. 1 comma 2 T.u.f.), di "servizi e attività di investimento" (art. 1 comma 5 T.u.f.) e di "servizi accessori" (art. 1 comma 6 T.u.f.).

Questa regola vale anche nel particolare contesto della consulenza finanziaria. Non è dunque un caso che il contratto debba determinare «se è previsto l'obbligo per il cliente di comunicare al consulente le operazioni su strumenti finanziari che ha effettivamente eseguito tra quelle che il consulente ha raccomandato» (art. 16 comma 1 lett. g bozza reg.). La disposizione sottintende anche che il consulente può fare una pluralità di raccomandazioni, all'interno delle quali il cliente esegue poi quella (o quelle) che ritiene preferibile. Questo flusso informativo avente a oggetto le operazioni concretamente poste in essere è di centrale rilevanza quando la consulenza finanziaria è protratta nel tempo: solo sapendo quali atti di disposizione sono stati posti in essere dal cliente il consulente può continuare a rendere un servizio di buona qualità.

In aggiunta la bozza di regolamento prevede che il contratto determina almeno «la remunerazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ovvero, se tale elemento non può essere determinato in misura esatta, i criteri oggettivi per determinarlo, nonché le relative modalità di pagamento» (art. 16 comma 1 lett. h bozza reg.). Il consulente viene pagato sulla base del lavoro svolto. La bozza di regolamento richiede che il contratto determini la sua remunerazione o, almeno, i criteri per determinarlo. La previsione è importante dal punto di vista pratico, in quanto - altrimenti - potrebbero sorgere contestazioni relativamente all'ammontare della remunerazione. Bisogna tenere presente che, diversamente da quanto avviene per altre professioni (ad esempio per gli avvocati), non esistono tabelle in base alle quali si può determinare *ex post* il valore della prestazione effettuata e del corrispondente compenso spettante.

Di una certa rilevanza pratica è la previsione secondo cui il contratto determina «la durata, se prevista, e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso» (art. 16 comma 1 lett. i bozza reg.). È importante, in particolare, determinare se la consulenza abbia carattere occasionale o continuativo. Nel primo caso è più difficile, rispetto al secondo, affermare la responsabilità del consulente che ometta di aggiornare il cliente sugli andamenti dei mercati che imporrebbero una variazione del portafoglio degli strumenti finanziari. Se la consulenza ha natura meramente occasionale, una volta prestata essa - in linea di principio - non obbliga il consulente a continui aggiornamenti.

Sotto il profilo della organizzazione del lavoro del consulente finanziario, il contratto deve determinare «i metodi di comunicazione che devono essere utiliz-

zati tra il consulente finanziario e il cliente per la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, compresa l'indicazione se sia consentito l'utilizzo di comunicazioni elettroniche» (art. 16 comma 1 lett. j bozza reg.). La previa determinazione di una certa modalità di comunicazione può risultare utile al consulente finanziario per evitare che, *ex post*, gli venga eccepita la mancata comunicazione di determinate informazioni. In merito è dunque certamente preferibile la scelta di una modalità di comunicazione che consenta la prova dell'avvenuta comunicazione e del contenuto della stessa. Infine la bozza di regolamento prevede che il contratto determina «la frequenza e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta» (art. 16 comma 1 lett. l bozza reg.).

### La forma del contratto di consulenza

Dal punto di vista formale, per il contratto di consulenza non è richiesta la forma scritta. La legge prevede difatti che «i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera f), e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti ... Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo» (art. 23 comma 1 T.u.f.). Mentre dunque per gli altri servizi di investimento il contratto deve essere predisposto in forma scritta a pena di nullità, nel contesto della consulenza (prevista come servizio d'investimento appunto dall'art. 1 comma 5 lett. f T.u.f.) non c'è bisogno di un contratto scritto.

Una parte del contenzioso degli ultimi anni fra investitori e intermediari finanziari è stato basato proprio sulla contestazione, da parte dei risparmiatori, della mancata osservanza della forma scritta del contratto quale presupposto necessario per la prestazione dei servizi d'investimento (7). È cioè capitato

---

#### Nota:

(7) In materia di forma dei contratti d'intermediazione finanziaria, e sulla corrispondente giurisprudenza degli ultimi anni, cfr. A. Barenghi, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta*, in *Giur. mer.*, 2007, 59 ss.; P. Morandi, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 919 ss.; V. Sangiovanni, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 1682 ss.; V. Sangiovanni, *Contratto di negoziazione, forma convenzionale e nullità per inosservanza di forma*, in questa *Rivista*, 2007, 778 ss.; Id., *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, *ivi*, 2006, 966 ss.; V. Sangiovanni, *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in *Corr. mer.*, 2006, 737 ss.

in diverse occasioni che i servizi d'investimento venissero prestati in assenza di contratto scritto oppure con un contratto scritto ma non sottoscritto oppure prima della conclusione del contratto scritto. Questo genere di problematiche non si dovrebbe ora porre per la consulenza finanziaria, contesto nel quale l'assenza di forma scritta non porta alla nullità del contratto.

In assenza di un obbligo legislativo di forma scritta, cliente e consulente finanziario possono limitarsi a una relazione contrattuale fondata oralmente. Vi sono tuttavia diverse ragioni per cui è sensato addiventare alla conclusione di un contratto scritto: si tratta in particolare di garantire - a beneficio di entrambe le parti - la realizzazione dei fini che il requisito di forma persegue.

Anzitutto è utile osservare che la forma scritta assicura la trasmissione di certe informazioni. Le circostanze di cui si dà atto nel testo scritto del contratto sono a conoscenza di entrambi i contraenti. Tanto più esteso è il contratto, tanto maggiore è la quantità di dati che viene comunicata. Sotto questo profilo la forma scritta svolge una funzione di protezione informativa dell'investitore che, di regola, è il soggetto meno informato e più debole del rapporto. La forma scritta serve altresì a far riflettere l'investitore sul significato dell'atto che sta per compiere. Non è detto che il risparmiatore legga sempre attentamente tutto il contratto (anzi: nella prassi ciò tende a non avvenire in quanto la lunghezza del testo contrattuale e il suo tecnicismo disincentivano la lettura dello stesso). Tuttavia, anche il lettore più distratto ai fini della conclusione del contratto deve quantomeno apporre una sottoscrizione. Il fatto stesso di sottoscrivere il contratto impone al contraente un minimo di attenzione. La riflessione preventiva sul significato dell'atto è tanto più importante quanto più il contratto è idoneo a incidere sul patrimonio dell'interessato. Nell'area dell'intermediazione finanziaria il contratto può avere a oggetto importi ingenti, talvolta la totalità dei risparmi di un determinato soggetto. Ne deriva la necessità di un'appropriata riflessione preventiva sugli effetti dell'atto che si sta per compiere, risultato che la prescrizione di forma scritta cerca di raggiungere.

Il requisito della forma scritta serve anche a diminuire il pericolo di controversie fra i contraenti. Se l'assetto contrattuale è pre-determinato per iscritto, si riduce il rischio di successive divergenze fra le parti. Si può così, almeno in alcuni casi, evitare di dare corso a controversie giudiziarie, con tutti gli effetti negativi che esse comportano. Al riguardo si deve notare che le condizioni del contratto d'intermedia-

zione finanziaria possono, teoricamente, essere negoziate con l'intermediario. Nella realtà dei fatti il testo contrattuale viene molto spesso predisposto unilateralmente dalla banca. Nella prassi è frequente che gli investitori si facciano spiegare velocemente le condizioni essenziali del contratto, senza leggerlo attentamente in via preventiva, per poi firmare un lungo testo, di cui non hanno realmente compreso tutti i termini. In realtà, dunque, non vi è una vera e propria trattativa fra le parti e nemmeno una lettura attenta dello stesso. Ciò nonostante, la presenza di un contratto scritto può evitare il sorgere di controversie. Si pensi solo al tema, cui si accennava sopra, della remunerazione del consulente finanziario. Indicando in contratto l'ammontare della stessa (oppure i meccanismi esatti per calcolarla) si evitano malintesi e spiacevoli discussioni successive.

Attesa l'assenza di un dovere risultante dalla legge di forma scritta del contratto di consulenza finanziaria, ne consegue che il contenuto minimo del contratto di consulenza, come elencato nell'art. 16 comma 1 bozza reg. esaminato sopra, indica solo l'ampiezza dell'accordo che deve intercorrere fra le parti, ma non deve essere necessariamente espresso per iscritto. Al riguardo non si può non rilevare una certa contraddizione fra l'impostazione della legge e quella della bozza di regolamento: la prima non impone la forma scritta, mentre la seconda si premura di precisare il contenuto minimo del contratto. Dal punto di vista pratico, per le diverse ragioni esposte, l'uso della forma scritta è preferibile.

Operativamente si potrebbe pensare di creare un unico documento in cui il consulente finanziario inserisce le informazioni dovute ai sensi dell'art. 15 bozza reg. e il contenuto minimo del contratto di consulenza previsto dall'art. 16 bozza reg.

### **Diligenza, correttezza e trasparenza quali principi-cardine dell'agire degli intermediari finanziari**

Dopo esserci occupati dei requisiti di contenuto e di forma del contratto, bisogna passare a trattare del comportamento che il consulente finanziario deve tenere nell'esecuzione del contratto.

Le norme di comportamento dei consulenti finanziari sono contenute nell'art. 12 della bozza di regolamento, rubricato «regole generali di comportamento». Le regole di condotta degli intermediari finanziari vengono disciplinate in un apposito regolamento della Consob, in quanto l'art. 21 T.u.f. non è loro applicabile. L'art. 21 T.u.f. fissa le regole di condotta dei "soggetti abilitati". Lo stesso testo normativo determina, all'art. 1 comma 1 lett. r, cosa si deb-

ba intendere per “soggetti abilitati”: «le SIM, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le SGR, le società di gestione armonizzate, le SICAV nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento». In questo elenco non rientrano i consulenti finanziari, il cui comportamento non è pertanto assoggettato a specifiche norme di comportamento in forza di tale disposizione di legge.

La legge demanda invece alla Consob di determinare, con regolamento, fra le altre cose le «regole di condotta che gli iscritti nell'albo devono rispettare nel rapporto con i clienti, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati» (art. 18-bis comma 7 lett. d T.u.f.). In altre parole, secondo la legge, l'art. 21 T.u.f. deve servire da punto di riferimento per il lavoro di attuazione della Consob. Come si avrà modo di verificare, le norme di comportamento dei consulenti finanziari fissate dalla bozza di regolamento si avvicinano molto alle regole di condotta stabilite per i soggetti abilitati dalla legge.

La bozza di regolamento contiene anzitutto il principio secondo cui «nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza» (art. 12 comma 1 bozza reg.). Questa disposizione si riferisce alla “prestazione” del servizio di consulenza. Con tale termine la Consob vuole fare riferimento alla intera durata del rapporto fra i contraenti, dal momento dei primi contatti fra il cliente (che è ancora “potenziale”) e il consulente finanziario fino alla cessazione della relazione. Si tratta di una scelta dei regolatori mirante a tutelare il più possibile, anche dal punto di vista dell'estensione temporale, il fruitore di servizi finanziari. Se si pone attenzione all'art. 21 T.u.f. (sulle norme di comportamento dei soggetti abilitati), non si trova nulla di diverso, specificandosi in tale sede che le norme di comportamento vanno rispettate “nella prestazione” dei servizi e delle attività d'investimento. L'ambito temporale di applicazione delle regole di condotta, vuoi per i consulenti finanziari vuoi per i soggetti abilitati, è dunque molto ampio.

L'art. 12 comma 1 della bozza di regolamento richiama “diligenza”, “correttezza” e “trasparenza”, al fine di determinare quale debba essere il buon comportamento dei consulenti finanziari. Nel diritto civile la “diligenza” viene menzionata in materia di adempi-

mento, laddove si prevede che «nell'adempire l'obbligazione il debitore deve usare la diligenza del buon padre di famiglia» (art. 1176 comma 1 c.c.). Lo stesso articolo specifica che «nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata» (art. 1176 comma 2 c.c.). Il consulente finanziario svolge un'attività professionale e, dunque, la diligenza che gli è richiesta dovrà essere parametrata alla natura dell'attività svolta. La “correttezza” è un termine usato nell'art. 1175 c.c.: “il debitore e il creditore devono comportarsi secondo le regole della correttezza”. La “trasparenza” è invece una nozione meno classica del diritto civile e ricorre nelle leggi speciali preposte a disciplinare i mercati assicurativo, bancario e finanziario.

Diligenza, correttezza e trasparenza sono menzionate espressamente nella disposizione-cardine in materia di norme di comportamento dei soggetti abilitati, ossia nell'art. 21 T.u.f., dove si afferma che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati» (art. 21 comma 1 lett. a T.u.f.).

Il regolatore primario e quello secondario (la Consob) sono peraltro dell'idea che in una materia così tecnica come l'intermediazione finanziaria non sia possibile lasciare a mere clausole generali la funzione di determinare quali siano i “giusti” comportamenti degli operatori del settore. Ecco allora che intervengono normative, di rango sia legislativo sia regolamentare, a disciplinare in maggior dettaglio il settore.

### L'acquisizione e la dazione d'informazioni

La bozza di regolamento si occupa di dazione d'informazioni agli investitori, prevedendo che i consulenti finanziari «forniscono al cliente o potenziale cliente informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate affinché il cliente o potenziale cliente possa ragionevolmente comprendere la natura e le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti e dello specifico strumento finanziario raccomandato e possa adottare decisioni di investimento informate» (art. 12 comma 1 lett. a bozza reg.) (8). Il flusso informativo

#### Nota:

(8) Si noti che buona parte del contenzioso fra investitori e soggetti abilitati degli ultimi anni è riconducibile alla violazione delle disposizioni legislative e regolamentari che impongono d'infor-

(segue)

non va però solo dal consulente finanziario al cliente, ma anche in senso opposto, ossia dal cliente al consulente. In questo senso dispone la previsione secondo cui i consulenti finanziari «acquisiscono dai clienti o potenziali clienti le informazioni necessarie al fine della loro classificazione come clienti o potenziali clienti al dettaglio o professionali ed al fine di raccomandare gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente» (art. 12 comma 1 lett. b bozza reg.). L'ordine temporale del flusso informativo è dunque: 1) prima informazioni dal cliente al consulente finanziario (quantomeno al fine della classificazione); 2) poi informazioni dal consulente al cliente. Pertanto sarebbe meglio cambiare l'ordine in cui le norme di comportamento vengono presentate nella bozza di regolamento, collocando la lett. a al posto della lett. b e viceversa. Si tratta però, ovviamente, di una questione formale senza rilevanza sostanziale.

Ritenuto tuttavia che il primo passaggio logico debba essere l'acquisizione d'informazioni dal cliente, iniziamo l'analisi della bozza di regolamento con la disposizione che impone al consulente finanziario tale raccolta. A questa norma di comportamento ci si riferisce con l'espressione inglese, largamente diffusa, di "know your customer" ("conosci il tuo cliente").

Al riguardo la disposizione in esame distingue fra "clienti" e "potenziali clienti". Il cliente può essere già stato acquisito, e allora si parla semplicemente di "cliente", oppure può essere ancora in fase di acquisizione, e allora si parla di "potenziale cliente". La differenza è che nei confronti del "cliente" sussiste già un rapporto contrattuale, mentre nei confronti del "potenziale cliente" non sussiste ancora un rapporto contrattuale. Esiste un mero "contatto", che può poi divenire (o meno) "contratto".

L'acquisizione d'informazioni da parte del consulente finanziario è finalizzata, in un primo momento, alla classificazione del cliente e, in un secondo momento, alla raccomandazione di strumenti finanziari adatti allo stesso.

In merito alla classificazione dei clienti giova osservare che il nostro ordinamento ha ora introdotto la distinzione fra "cliente al dettaglio" e "cliente professionale". La definizione di cliente professionale è contenuta nel regolamento Consob n. 16190 del 2007 (9) e, in particolare, nel suo allegato n. 3 (ru-

gli obblighi d'informazione: tra nullità del contratto e responsabilità dell'intermediario, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1451 ss.; P. Bartolomucci, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, II, 440 ss.; R. Bruno, *L'esperienza dell'investitore e l'informazione "adeguata" e "necessaria"*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 391 ss.; V. Bulfaro, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per violazione del dovere di informazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 1092 ss.; I. A. Caggiano, *I doveri d'informazione dell'intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazioni e rimedi*, in *Dir. giur.*, 2006, 453 ss.; R. Calvo, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1431 ss.; V. Crescimanno, *Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra code de la consommation e code civil*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 483 ss.; G. D'Alfonso, *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.*, 2008, 965 ss.; E.A. Emiliozzi, *La responsabilità della banca per omessa informazione del deterioramento del rating di obbligazioni acquistate da un cliente*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 118 ss.; F. Greco, *Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1140 ss.; S. Guadagno, *I confini dell'informazione precontrattuale e la "storia infinita" dei contratti di intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 241 ss.; R. Maragno, *L'orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 1280 ss.; S. Panzini, *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contr. e impr.*, 2007, 982 ss.; V. Sangiovanni, *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corr. mer.*, 2009, 973 ss.; G. Spadaro, *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 506 ss.; M. Ticozzi, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in questa *Rivista*, 2007, 363 ss.

(9) Sulla MIFID e sulla relativa normativa di attuazione, di rango primario e secondario, cfr. AA.VV., *La MIFID in Italia*, a cura di L. Zitiello, Torino, 2009; S. Bastianon, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MIFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Diritto UE*, 2008, 255 ss.; F. Durante, *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta "flessibili" per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. mer.*, 2008, 628 ss.; L. Frumento, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella direttiva Mifid*, in questa *Rivista*, 2007, 583 ss.; L. Pontiroli, P. Duvia, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MIFID*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 151 ss.; F. Regaldo, *La responsabilità delle banche nel collocamento di obbligazioni ai risparmiatori. Una comparazione tra Italia e Regno Unito in seguito all'adozione del sistema MIFID*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, 211 ss.; A.A. Rinaldi, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Società*, 2008, 12 ss.; V. Roppo, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485 ss.; V. Sangiovanni, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785 ss.; Id., *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MIFID*, in questa *Rivista*, 2008, 173 ss.; Id., *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363 ss.; Id., *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in questa *Rivista*, 2007, 243 ss.; F. Sartori, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.

### Note:

(continua nota 8)

mare il cliente. Fra i tanti contributi pubblicati in materia cfr. D. Achille, *Contratto d'intermediazione finanziaria e violazione de-*

bricato “clienti professionali privati”). La nozione è alquanto complessa e non pare opportuno riprodurla o descriverla in dettaglio in questa sede. Ai fini che qui interessano basta rilevare che, secondo detto allegato, «un cliente professionale è un cliente che possiede l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume». Tali clienti vengono poi distinti in “clienti professionali di diritto” e “clienti professionali su richiesta”.

Il regolatore ritiene non opportuno che i clienti al dettaglio e quelli professionali vengano trattati allo stesso modo, dal momento che i primi hanno bisogno di un livello di protezione maggiore di quello di cui necessitano i secondi. Al fine di garantire a ciascuno la tutela adatta, il primo passo che deve compiere il consulente finanziario è quello di accertarsi di quali siano le caratteristiche del soggetto con cui sta per instaurare un rapporto professionale. Tramite la raccolta d’informazioni, il consulente ricostruisce la natura del cliente con cui ha a che fare; a seconda degli esiti dell’indagine, il cliente viene classificato come al dettaglio piuttosto che professionale e riceve il corrispondente trattamento adatto.

Una volta raccolte informazioni dal cliente, il consulente finanziario deve - a sua volta - informare il cliente. La bozza di regolamento stabilisce al riguardo che le informazioni devono essere “corrette”, “chiare”, “non fuorvianti” e “sufficientemente dettagliate”. “Correttezza” dell’informazione significa che l’informazione non può essere contraria a verità (anche se bisogna rilevare che l’aggettivo più appropriato per esprimere questa nozione sarebbe: “vera”). La chiarezza è il secondo requisito dell’informazione prescritto dalla bozza di regolamento. Una delle funzioni della dazione d’informazioni è trasmettere conoscenza, risultato che si può realizzare solo quando i dati e le notizie sono trasparenti. Secondo la bozza di regolamento, inoltre, l’informazione non può essere fuorviante. Un dato è fuorviante quando è in grado di determinare un errore in capo al cliente. Si tratta di un’informazione che in sé può anche corrispondere alla realtà delle cose, ma che - ciò nonostante - può indurre in errore. Questo risultato può realizzarsi in particolare nel caso si combini una serie di dati. Si deve difatti riflettere sulla circostanza che non tutte le informazioni hanno la stessa rilevanza. La sopravvalutazione di dati di poca importanza unita a una sottovalutazione d’informazioni importanti può creare una rappresentazione in capo al cliente fuorviante rispetto alla realtà delle cose. L’informazione deve infine, dice la bozza di regola-

mento, essere sufficientemente dettagliata. Non basta dunque una descrizione sommaria, ma occorre un certo livello di specificità. Non sarebbe tuttavia nemmeno consentito eccedere nella dazione d’informazioni. A ciò osta il requisito del “sufficiente” dettaglio. Nelle materie tecniche capita non di rado che l’interlocutore del professionista debba confrontarsi con informazioni particolarmente analitiche, rispetto alle quali è talvolta difficile operare una sintesi (10). Complessivamente si deve ritenere che il consulente finanziario che informa “in modo perfetto” è quello che fornisce relativamente poche informazioni al cliente: quelle che sono effettivamente rilevanti per la decisione d’investimento, omettendo di soffermarsi su dettagli.

La bozza di regolamento esige che le informazioni fornite dal consulente siano atte a far sì che il cliente “possa ragionevolmente comprendere” la natura e le caratteristiche del servizio di consulenza e dello specifico strumento finanziario raccomandato. Il livello di comprensione dipende sì, da un lato, dalle caratteristiche sopra indicate delle informazioni (corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate), ma dipende anche - inevitabilmente - dalla capacità di comprensione del singolo destinatario. Con il termine “ragionevole” il regolatore vuole impedire che, a fronte d’informazioni che soddisfano nella sostanza i requisiti sopra esaminati, il

### Nota:

(10) Proprio per facilitare la comprensione degli elementi essenziali, la legge - in materia di prospetto - prevede che «il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell’offerta» (art. 94 comma 2 T.u.f.). In tema di prospetto e di offerta al pubblico cfr., fra i tanti, F. Accetella, *Rivendita di obbligazioni collocate presso investitori professionali in assenza di prospetto informativo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 441 ss.; A. Bertolini, *Negoziante degli strumenti finanziari in Grey Market e violazione della disciplina sulla sollecitazione all’investimento*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2096 ss.; S. Bruno, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 785 ss.; R. Cugnasco, *L’offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, in *Società*, 2008, 803 ss.; E. Franza, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in questa *Rivista*, 2009, 74 ss.; E. Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *AA.VV.*, *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, II, Padova, 2009, 793 ss.; M. Rigotti, *La modifica delle disposizioni in materia di prospetto informativo contenute nel Regolamento Emittenti: un documento di consultazione della Consob*, in *Riv. soc.*, 2008, 267 s.; V. Sangiovanni, *Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell’art. 100 bis TUF*, in *Giur. it.*, 2008, 2889 ss.; *Id.*, *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno e resp.*, 2008, 965 ss.; R. Viglione, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 43 ss.; *Id.*, *Nullità e risarcimento del danno nell’art. 100 bis T.U.F.: quale tutela per l’investitore non professionale?*, in *Contr. impr.*, 2008, 55 ss.

cliente possa richiamarsi a una propria incapacità di comprensione.

L'oggetto dell'informazione che il consulente deve rendere è duplice: la natura e le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti e dello specifico strumento finanziario raccomandato. Il consulente deve dunque, in un primo momento, spiegare in cosa consiste il suo lavoro. In un secondo momento occorre tratteggiare la natura e le caratteristiche dello strumento finanziario che intende proporre al cliente. Se vengono raccomandati più strumenti finanziari in un unico contesto, la disposizione in esame va interpretata nel senso che il consulente deve illustrare la natura e le caratteristiche di ogni singolo strumento (11).

### La valutazione di adeguatezza

Uno dei principali doveri che fanno capo ai consulenti finanziari è la c.d. "valutazione di adeguatezza" (12). Il regolamento dispone difatti che i consulenti finanziari «valutano, sulla base delle informazioni acquisite dai clienti, la adeguatezza delle operazioni raccomandate» (art. 12 comma 1 lett. c bozza reg.). Cosa si intende con l'espressione di "adeguatezza", un termine - a dire il vero - non particolarmente ricorrente nella terminologia giuridica? Il vocabolo "adeguatezza" richiama un giudizio di proporzionalità. Adeguato è qualcosa rispetto a qualcosa d'altro. Nel caso di specie si tratta, nella sostanza, di riportare l'operazione proposta alle caratteristiche del cliente cui viene raccomandata. La corrispondente espressione inglese, di ampia diffusione, è "*suitability rule*" (appunto: regola dell'adeguatezza).

Il regolamento dice che l'adeguatezza delle operazioni raccomandate va valutata «sulla base delle informazioni acquisite dai clienti». Questa disposizione pare quasi offrire una scappatoia ai consulenti finanziari rispetto a ipotesi di loro possibile responsabilità civile. A leggere questa norma al di fuori del contesto in cui essa si colloca, sembrerebbe che l'unico parametro di riferimento per i consulenti debbano essere le informazioni fornite dal cliente. Questa soluzione non pare invero accettabile e non trova conforto nella giurisprudenza che, seppure in vigore della normativa previgente e in relazione ai soggetti abilitati, è giunta a esiti diversi. Finora l'orientamento giurisprudenziale è nel senso che l'intermediario finanziario non può determinare la sua proposta d'investimento esclusivamente sulla base delle informazioni ricevute dal cliente. Sulla banca incombe invece un obbligo d'indagare che va al di là del flusso informativo proveniente dall'investitore. In altre parole l'intermediario non può andare esen-

te da responsabilità limitandosi ad affermare di avere investito "fidandosi" di quanto rappresentato dal cliente. La dovuta diligenza professionale impone al consulente finanziario (e non solo al soggetto abilitato) di accertare, almeno sommariamente, se le affermazioni dell'investitore corrispondono a verità. Scendendo in maggior dettaglio, si deve osservare che la valutazione di adeguatezza è oggetto di un'altra disposizione della bozza di regolamento. Qui si prevede difatti che «sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari valutano che la specifica operazione consigliata soddisfi i seguenti requisiti:

- a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente;
- b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
- c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione» (art. 19 comma 1 bozza reg.).

Il consulente finanziario opera in più fasi. In un primo momento il consulente deve accertare che la specifica operazione corrisponda agli obiettivi d'investimento del cliente. Il consulente deve avere pertanto prima accertato quali siano tali obiettivi: se l'operazione si colloca all'interno degli obiettivi, essa è adeguata; se invece l'operazione non rispetta tali obiettivi, essa è inadeguata. In secondo luogo il consulente deve verificare che il cliente sia in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento. Se, ad esempio, la somma da investire è eccessivamente elevata per il cliente, non potrà essere consigliata l'operazione. In terzo luogo occorre che

---

#### Note:

(11) Cfr. L. Pontiroli, Osservazioni al documento di consultazione, 23 giugno 2008, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

(12) In materia di adeguatezza delle operazioni finanziarie cfr., a vario titolo, F. Greco, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 ss.; V. Sangiovanni, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257 ss.; Id., *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 ss.; Id., *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569 ss.; F. Savasta, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*, in *Società*, 2009, 997 ss.; E. Venturi, *L'adeguatezza delle operazioni di intermediazione finanziaria nelle prescrizioni della disciplina speciale e nell'orientamento della Cassazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, II, 11 ss.

il cliente sia in grado, per esperienza e conoscenza, di comprendere i rischi inerenti all'operazione. Il consulente finanziario deve accertare che le esperienze e le conoscenze dell'investitore siano tali da consentirgli di comprendere i rischi dell'operazione. Nel caso di prodotti finanziari complessi, ciò tende a succedere raramente (13). L'ingegneria finanziaria degli ultimi anni ha creato prodotti di una tale complessità da essere comprensibili solo agli addetti ai lavori. Rispetto a tali strumenti è lecito assumere che siano poche le persone in grado di apprezzarne tutti i rischi. Non è un caso che in diversi processi il giudice e le parti debbano ricorrere all'aiuto di consulenti tecnici per comprendere le reali caratteristiche delle operazioni effettuate. Un'interpretazione stringente della disposizione in esame depone dunque nel senso che i consulenti finanziari non possano consigliare prodotti complessi, salvo nei rari casi in cui abbiano a che fare con persone con reale "esperienza" e "conoscenza". Probabilmente, però, questi soggetti non hanno bisogno di un consulente e sono in grado di gestire autonomamente il proprio portafoglio.

Infine si noti che la valutazione di adeguatezza opera in riferimento a ogni singolo d'investimento raccomandato. Non si tratta di un'attività che può essere svolta *una tantum* all'inizio del rapporto fra il consulente finanziario e il cliente, bensì di un adempimento che deve essere ripetuto ogni volta che viene consigliata un'operazione.

## Le procedure interne

Sui consulenti finanziari incombono anche obblighi che si potrebbero definire di natura "organizzativa". La bozza di regolamento prevede difatti che essi «istituiscono e mantengono procedure interne e registrazioni idonee» (art. 12 comma 1 lett. d bozza reg.).

Al fine di svolgere "diligentemente" una determinata attività professionale è necessaria non solo una certa competenza in materia, ma anche l'adozione di strutture organizzative idonee. La disposizione in commento deve essere letta congiuntamente all'art. 24 reg., secondo cui «i consulenti finanziari adottano, applicano e mantengono: a) procedure adeguate alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta che siano idonee a garantire l'adempimento degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti; b) procedure che consentano di ricostruire i comportamenti posti in essere nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti» (art. 24 comma 1 bozza reg.).

La disposizione in commento impone inoltre l'istituzione e il mantenimento di "registrazioni idonee", materia disciplinata analiticamente nell'art. 26 bozza reg. (14).

## Il conflitto d'interessi

In materia di conflitto d'interessi, la bozza di regolamento prevede che i consulenti finanziari «agiscono nell'interesse dei clienti e, ogni volta in cui le misure organizzative adottate per la gestione dei conflitti di interesse non siano sufficienti ad assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti stessi sia evitato, li informano chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del

---

### Note:

(13) Si pensi ai contratti derivati, che hanno dato origine a un ampio contenzioso negli ultimi anni. In materia cfr. AA.VV., *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, a cura di A. Sirotti Gaudenzi, Santarcangelo di Romagna, 2009; F. Autelitano, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*, in questa *Rivista*, 2009, 869 ss.; C. Brescia Morra, *I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di swap dichiarando di essere operatori qualificati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, II, 133 ss.; F. Bruno, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *Corr. mer.*, 2008, 1261 ss.; F.R. Fantetti, *I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari*, in *Dir. pratica soc.*, 2009, 53 ss.; P. Fiorio, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss.; C. Motti, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008, 1167 ss.; A. Piras, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss.; G. Salatino, *Contratti di swap. Dall'operatore qualificato al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 201 ss.; V. Sangiovanni, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 39 ss.; Id., *I contratti di swap*, in questa *Rivista*, 2009, 1133 ss.; Id., *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del regolamento Consob*, in *Danno resp.*, 2009, 1067 ss.; Id., *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giur. mer.*, 2009, 1516 ss.; Id., *Contratti derivati e dichiarazione del rappresentante legale*, in *Corr. mer.*, 2008, 41 ss.; Id., *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in questa *Rivista*, 2007, 1093 ss.; M. Sesta, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autorevolezza del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, 1751 ss.; R. Tarolli, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

(14) La disposizione-cardine è l'art. 26 comma 1 bozza reg., secondo cui «i consulenti finanziari tengono nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti e per tutte le operazioni raccomandate registrazioni adeguate e ordinate delle attività svolte, idonee a consentire all'organismo di verificare il rispetto delle norme dettate dal presente regolamento ed, in particolare, l'adempimento degli obblighi nei confronti dei clienti o potenziali clienti».

contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano» (art. 12 comma 1 lett. e bozza reg.) (15).

La disposizione statuisce anzitutto una “etero-determinazione” dei fini dell’agire dei consulenti finanziari: questi agiscono nell’interesse dei clienti, non nel proprio interesse (o nell’interesse di terzi estranei al rapporto professionale).

Il presupposto della norma è l’esistenza di più interessi. Rispetto al tenore letterale della disposizione, che parla di “interesse” al singolare, parrebbe pertanto più corretto l’uso del plurale “interessi”. Occorrono cioè due o più interessi contrapposti, che possono spingere il consulente finanziario a operare a danno del cliente. Il regolatore crea allora un meccanismo di bilanciamento.

Nell’area dell’intermediazione finanziaria il problema del conflitto d’interessi ricorre, in particolare, quando le banche che svolgono attività d’intermediazione sono - allo stesso tempo - finanziatrici (e dunque creditrici) del soggetto emittente. Alcune vicende finanziarie degli ultimi anni hanno evidenziato la rilevanza di questa problematica (paradigmatico al riguardo è il caso delle società emittenti facenti parte del gruppo Cirio). La banca esposta con un emittente, al fine di rientrare dalla propria esposizione debitoria, può spingere l’emittente a emettere obbligazioni che vengono poi collocate presso il pubblico (16). La banca collocatrice si trova in una situazione di conflitto rispetto ai compratori finali delle obbligazioni. Il contrasto sussiste in quanto la banca, mediante il collocamento delle obbligazioni, consente all’emittente di ottenere quelle risorse che gli permettono di ripianare i debiti esistenti nei confronti della medesima banca. Questo meccanismo è stato ben descritto in una sentenza del Tribunale di Milano del 2006 (17). Il conflitto d’interessi, lampante nel caso appena esposto oggetto di decisioni giurisprudenziali, è certamente più sfumato nell’ipotesi dei consulenti finanziari. La legge dice difatti espressamente che i consulenti finanziari operano «senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti» (art. 18-bis comma 1 T.u.f.). I consulenti inoltre non agiscono come finanziatori dei propri clienti. Ciò nonostante la Consob vuole evitare qualsiasi possibile situazione di conflitto e statuisce la disposizione che si sta esaminando (18).

In materia di conflitto d’interessi, le regole che fanno capo ai consulenti finanziari sono di carattere organizzativo e informativo: in primo luogo i consulenti devono dotarsi di misure organizzative per la gestione dei conflitti; se ciò non basta, in secondo luogo devono informare chiaramente su natura e

fonti dei conflitti. L’art. 12 comma 1 lett. e bozza reg. non arriva invece a fissare un dovere di astenersi dal prestare il servizio di consulenza in materia d’investimenti in presenza di un conflitto d’interessi non risolto. La scelta che è stata dunque effettuata dal regolatore non arriva a tutelare il cliente ad ogni costo, impedendo il compimento dell’operazione in presenza di un conflitto d’interessi non risolto.

Bisogna poi chiedersi quali siano le conseguenze di un comportamento dei consulenti finanziari in violazione delle norme di comportamento (organizzative e informative) in merito al conflitto d’interessi. Il rimedio più appropriato appare essere il risarcimento del danno (e non la richiesta di nullità dell’operazione). Anche in questo contesto dovrebbe risultare applicabile quanto statuito dalle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007 della Corte di cassazione (19). Tali pronunce hanno affermato il principio di

### Note:

(15) In materia di conflitto d’interessi nell’intermediazione finanziaria cfr., fra i tanti, L. Calvi, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell’intermediario*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1016 ss.; C. Romeo, *Il conflitto di interessi nel contratto di intermediazione*, in questa *Rivista*, 2009, 441 ss.

(16) L’emissione, fra l’altro, avviene frequentemente utilizzando veicoli societari esteri. Al riguardo cfr. S.M. Carbone, *Leggi regolatrici e circolazione in Italia di obbligazioni estere*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 419 ss.; V. Sangiovanni, *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, in *Società*, 2007, 547 ss.

(17) Trib. Milano, 20 marzo 2006, in *Giur. mer.*, 2006, 1385 ss., con nota di V. Sangiovanni.

(18) La materia del conflitto d’interessi è disciplinata più in dettaglio nell’art. 25 del regolamento. Qui viene statuito, fra l’altro, che «i consulenti finanziari adottano ogni misura ragionevole, adeguata alla natura, alla dimensione ed alla complessità dell’attività svolta, per identificare i conflitti di interesse che potrebbero sorgere con il cliente o tra i clienti, al momento della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti» (art. 25 comma 1 bozza reg.). Inoltre si prevede che «i consulenti finanziari gestiscono i conflitti di interesse anche adottando idonee misure organizzative, adeguate alla natura, alla dimensione ed alla complessità dell’attività svolta, e assicurando che l’affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti» (art. 25 comma 2 bozza reg.). Infine si stabilisce che «quando le misure adottate ai sensi del comma 2 non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, i consulenti finanziari li informano chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano» (art. 25 comma 4 bozza reg.).

(19) Cass., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. Il testo di queste sentenze (o almeno le massime) è pubblicato, fra l’altro, in questa *Rivista*, 2008, 221 ss., con nota di V. Sangiovanni; in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133 ss., con nota di A. Bove; in *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., con nota di V. Mariconda; in *Danno e resp.*, 2008, 525 ss., con note di V. Roppo e di F. Bonaccorsi; in *Dir.*

(segue)

diritto secondo cui la violazione dei doveri d'informazione del cliente può dar luogo a responsabilità precontrattuale (20), con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tale violazione avvenga nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti fra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazione riguardante le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei doveri di comportamento può determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418 comma 1 c.c.

### L'osservanza di leggi, regolamenti e codici di autodisciplina

Merita di essere menzionata anche la clausola di chiusura dell'elencazione delle norme generali di comportamento dei consulenti finanziari. Ci si riferisce alla regola per cui i consulenti «osservano le disposizioni legislative, regolamentari e i codici di autodisciplina relativi alla loro attività» (art. 12 comma 1 lett. f bozza reg.).

In primo luogo, secondo l'art. 12 comma 1 lett. f bozza reg., i consulenti finanziari devono rispettare tutte le leggi che li riguardano. In parte questa disposizione è inutile. Non si capisce difatti come possa un regolamento "ordinare" a certi soggetti di rispettare la legge. Attesa una precisa gerarchia delle fonti - nel nostro ordinamento - che fa prevalere le leggi rispetto ai regolamenti (l'art. 4 comma 1 delle preleggi recita: «i regolamenti non possono contenere norme contrarie alle disposizioni delle leggi»), il regolamento non può derogare alla legge ed è dunque inutile affermare in un regolamento che un certo soggetto deve rispettare la legge. Tuttavia la disposizione, per quanto forse non particolarmente riuscita dal punto di vista formale, non nuoce e ha una duplice funzione: la prima è quella di "memoria", di ricordare che è necessario osservare la legge; la seconda è "pedagogica", ossia di sollecitare il rispetto della legge. Nulla cambierebbe nell'ordinamento se non vi fosse il richiamo all'osservanza delle leggi; tuttavia nulla nemmeno cambia se si ripete *ad abundantiam* che non si possono violare le leggi. In secondo luogo la norma in commento rinvia al rispetto di disposizioni regolamentari. La regola si riferisce ad altri regolamenti che dovessero risultare applicabili ai consulenti finanziari.

In terzo luogo la disposizione della bozza di regolamento opera un rinvio ai "codici di autodisciplina". In sede di prima consultazione sulla bozza di regolamento è stato proposto che si specifichi che il consulente finanziario abbia l'obbligo di consegnare al cliente una copia di tali codici (21). La proposta rischiava tuttavia di aggravare eccessivamente gli adempimenti cui è soggetto il consulente e non è stata accolta. Ciò non significa ovviamente che il consulente non possa aderire a codici di autodisciplina. Nel caso in cui lo faccia e segnali questa circostanza al cliente, il consulente è tenuto (indipendentemente dalla consegna di copia del codice) a osservare quanto previsto nel codice. L'inosservanza delle disposizioni del codice di autodisciplina può conseguentemente determinare responsabilità civile (22).

#### Note:

(continua nota 19)

*banca merc. fin.*, 2008, 691 ss., con nota di F. Mazzini; in *Dir. giur.*, 2008, 407 ss., con nota di A. Russo; in *Giur. comm.*, 2008, II, 604 ss., con nota di F. Bruno-A. Rozzi; in *Giust. civ.*, 2008, I, 2775 ss., con nota di T. Febbrajo; in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 155 ss., con nota di F. Calisai; in *Società*, 2008, 449 ss., con nota di V. Scognamiglio. Si occupano di tali sentenze anche D. Cesiano, *Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 614 ss.; C. Chesca, *A proposito della violazione degli obblighi di informazione nel contratto di investimento finanziario dopo l'intervento della Suprema Corte a Sezioni Unite*, in *Riv. giur. sarda*, 2008, 734 ss.; G. D'Amico, *Nullità virtuale - Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in questa *Rivista*, 2009, 732 ss.; A. Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in questa *Rivista*, 2008, 393 ss.; D. Maffei, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, *ibidem*, 555 ss.; F. Prosperi, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. e impr.*, 2008, 936 ss.

(20) In materia di responsabilità precontrattuale cfr., a vario titolo e per limitarsi ad alcuni fra i più recenti contributi, G. Afferni, *Responsabilità precontrattuale e rottura delle trattative: danno risarcibile e nesso di causalità*, in *Danno e resp.*, 2009, 469 ss.; M. Conforti, *Responsabilità precontrattuale e dovere di informazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 207 ss.; F. Nappi, *Responsabilità precontrattuale: il dictum delle sezioni unite al collaudo di un giudizio applicativo*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, II, 275 ss.; E. Scoditti, *Responsabilità precontrattuale e conclusione di contratto valido: l'area degli obblighi di informazione*, in *Foro it.*, 2009, I, 440 ss.; C. Scognamiglio, *Responsabilità precontrattuale e danno non patrimoniale*, in *Resp. civ. prev.*, 2009, 1450 ss.

(21) In questo senso il suggerimento di Italian CFA Society (IC-FAS), Osservazioni al documento di consultazione, 27 giugno 2008, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

(22) Cfr. Esiti della prima consultazione e nuovo documento di consultazione. Regolamento di attuazione degli articoli 18-bis e 18-ter del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari, 18 novembre 2009, 19, in [www.consob.it](http://www.consob.it).