

La non adeguatezza delle operazioni di investimento

PAOLO FIORIO

SOMMARIO 1. Premessa - 2. I doveri prodromici e strumentali alla *suitability rule* - 3. La *Know your customer rule* - 4. L'ambito di applicazione dell'art. 29 Reg. Consob - 5. Le fattispecie di non adeguatezza: la non adeguatezza per frequenza (*churning*) - 6. La non adeguatezza per dimensioni - 7. La non adeguatezza per oggetto e tipologia - 8. L'obbligo di astenersi dall'effettuare operazioni non adeguate - 9. La segnalazione di non adeguatezza - 10. Doveri di curare gli interessi del cliente ed autorizzazione scritta - 11. La l. 262/2005 e l'attuazione della Direttiva Mifid - 12. Gli obiettivi della Direttiva MIFID - 13. La *suitability rule* nelle Direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE - 14. Conclusioni: il recepimento della Direttiva ed i margini di discrezionalità del legislatore nazionale

1. Premessa

Ogni operazione di investimento di natura finanziaria consiste nello scambio di una prestazione certa, il trasferimento di una somma di denaro, con bene futuro, rappresentato per lo più da una posizione contrattuale, dal valore difficilmente conoscibile e soggetto ad un determinato livello di rischio¹. Ogni attività finanziaria è quindi detenuta in funzione del rapporto tra il rendimento che può offrire ed il rischio a cui espone l'investitore².

Partendo dalla considerazione per cui ogni investitore razionale è avverso al rischio, si giunge ad affermare che tale soggetto a parità di rendimento sceglierà l'investimento meno rischioso e a parità di rischio quello più redditizio³.

La scelta tra differenti opportunità di investimento è quindi essenzialmente un problema di raccolta e di valutazione di informazioni, ovvero di ogni dato

¹ Cfr. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.* 1993, 719 ss.

² Sul tema, in termini generali v. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, 164

³ ONADO, *op. cit.*, 167

sullo strumento finanziario, sul suo emittente o sull'economia nel suo complesso che consentano una valutazione del rapporto tra rischio e rendimento⁴.

La difficoltà di raccogliere e comprendere tali informazioni può minare l'efficienza dei mercati finanziari e condurre alla paralisi degli scambi⁵. In assenza delle informazioni necessarie gli investitori razionali, sono portati ad allontanarsi dai mercati, e a evitare operazioni potenzialmente dannose di cui sia difficile valutarne la rischiosità. Qualora l'investitore si rivolga invece ai mercati finanziari in maniera inconsapevole, lo scambio tra danaro e strumenti finanziari avviene a condizioni subottimali che, non bilanciando adeguatamente rischio e rendimento, possono esporre i risparmiatori a perdite inconsapevoli o a rendimenti inferiori al livello ottimale.

In considerazione del fatto che le informazioni finanziarie sono complesse e costose, nei rapporti di intermediazione finanziaria le imprese di investimento posseggono frammenti informativi diversi e superiori rispetto a quelli a disposizione degli investitori⁶. In questa situazione la distribuzione asimmetrica dell'informazione può ulteriormente disincentivare gli scambi o determinare scambi inefficienti, causando il problema della selezione avversa (*adverse selection*) o del rischio morale (*moral hazard*)⁷. La prima situazione, che attiene al momento precedente la conclusione del contratto, si verifica allorché una delle parti non fornisca all'altra informazioni rilevanti di cui sia in possesso; la seconda, successiva alla conclusione dell'accordo, si ha invece quando l'investitore non sia in grado di verificare l'attendibilità delle informazioni fornitegli nel corso del rapporto e la correttezza dell'operato dell'intermediario.

Per assicurare al sistema il livello di efficienza che lo stesso non riesce a realizzare autonomamente sulla base delle semplici dinamiche concorrenziali, in tutti i principali ordinamenti la prestazione dei servizi di

⁴ Cfr. ZENO ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione economia e finanziaria*, in *Tratt. Dir. comm.* diretto da Gagligno, vol 43°, a cura di Galgano e Visintini, *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006, 161.

⁵ Cfr. ONADO, *op. cit.*, 206 ss.

⁶ In generale sul problema dell'asimmetria informativa v. AKERLOF, *The market for <<Lemons>>: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*, in 84 *Q. J. Econ.* (1970), 488; con specifico riferimento ai mercati finanziari ed ai rapporti intermediari investitori cfr. cfr. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 165; LANGEVOORT, *Selling hope, selling risk: some lessons for law from behavioral economics about stockbrokers and sophisticated customers*, 84 *Cal. L. Rev.* (1996), 669; PACCES, *Financial Intermediation in the Securities Markets Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, 20 *Int'l Rev. L. & Econ.* (2000) 479.

⁷ Per una chiara esposizione del problema si rinvia nuovamente a ONADO, *op. cit.*, 211 ss.

investimento è soggetta ad una disciplina dell'informazione diversa e più intensa rispetto a quella prevista per la generalità dei rapporti contrattuali, la cui funzione è principalmente da individuarsi nell'obiettivo di consentire un corretto funzionamento del mercato⁸.

Il problema dell'asimmetria informativa è affrontato nel nostro ordinamento attraverso due principali strumenti⁹: la riserva delle attività di investimento ad operatori professionali soggetti a vigilanza pubblica e la previsione di una serie di regole che garantiscano la correttezza e la completezza dell'informazione.

I doveri di informazione imposti all'intermediario rappresentano infatti la chiave di volta della disciplina dei servizi di investimento e caratterizzano tali rapporti come fiduciari. Per ottenere un seppur parziale riequilibrio tra intermediario e risparmiatore i rapporti contrattuali tra tali soggetti si allontanano dallo struttura antagonista che contrappone due controparti¹⁰ e si inseriscono nello schema dei rapporti di cooperazione e di collaborazione in cui la parte geneticamente dotata del miglior bagaglio informativo deve agire non solo secondo le clausole generali di diligenza, correttezza e trasparenza, ma deve curare gli interessi del cliente disinformato e bisognoso di protezione¹¹.

Questi principi sono oggi esplicitati all'art. 21 t.u.f. che prevede che gli intermediari devono <<comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati>> (lett. a) e <<acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati>> (lett. b). Il carattere fiduciario del rapporto intermediario-cliente¹² trova un'ulteriore importante specificazione all'art. 29 Reg. Consob 11522/98 che disciplina i doveri di condotta in caso di operazioni non adeguate, imponendo all'intermediario una valutazione tra

⁸ Cfr. COSTI, *op. cit.*, 721.

⁹ Sul punto cfr. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca Borsa*, 2006, 359 ss.

¹⁰ Anche chi (MONATERI, *Ripensare il contratto: verso una visione antagonista del contratto*, in *Riv.dir.civ.*, 2003, I, 417) per la generalità dei contratti sottolinea l'antagonismo delle parti rispetto ai doveri di collaborazione e di cooperazione, rileva come il modello generale sia affiancato dal caso peculiare del contratto tra impresa e consumatore che segue logiche divergenti da quelli seguite nella costruzione del contratto in generale.

¹¹ cfr. MAFFEIS, *Forme informative e cura sostanziale dell'interesse del cliente*, in *Riv. dir. privato*, 2005, 587 ss.

¹² Per un'ampia ricostruzione dei servizi di investimento come rapporti fiduciari, riconducibili al modello economico dell'*agency*, cfr. SARTORI, *Le regole di condotta*, *cit.*, 118 ss.

il rendimento ed il rischio degli investimenti, da un lato, e l'avversione al rischio dell'investitore dall'altro (c.d. *suitability rule*)¹³.

La *suitability rule* rappresenta il caposaldo degli strumenti di tutela dell'investitore in quanto, da un lato, presuppone l'adempimento di altri importanti doveri di comportamento imposti agli intermediari ad essa prodromici e strumentali, dall'altro, sintetizza gli strumenti di tutela di carattere sostanziale ed il formalismo negoziale che in maniera ambivalente connotano la disciplina della prestazione dei servizi di investimento¹⁴.

La centralità del dovere di valutare l'adeguatezza delle operazioni di investimento trova conferma nel costante ricorso all'art. 29 Reg. Consob da parte della ormai alluvionale giurisprudenza chiamata a pronunciarsi sulle operazioni di negoziazione dei titoli emessi da soggetti coinvolti nei noti scandali finanziari succedutisi negli ultimi anni.

L'emergere di un vasto e frastagliato panorama giurisprudenziale su materie che in precedenza giungevano solo raramente nei tribunali, fa sorgere la necessità di ricostruire il regime giuridico della *suitability rule*, per confrontare la disciplina oggi vigente con le nuove regole previste dalla Direttiva MIFID 2004/39/CE che saranno a breve recepite nel nostro ordinamento e che preannunciano decisive ed importanti modifiche.

2. I doveri prodromici e strumentali alla *suitability rule*

Un corretto e puntuale adempimento dell'obbligo informativo previsto dall'art. 29 t.u.f. richiede necessariamente il rispetto dei doveri comportamentali e procedurali ad esso prodromici¹⁵. Si tratta essenzialmente

¹³ Cfr. art. 29 Reg. Consob 11522/1998<<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'articolo 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>>.

¹⁴ Sul rapporto fra strumenti di tutela sostanziale dei clienti e doveri di informazione cfr. MAFFEIS, *Forme informative, cit.*, 575 ss.

¹⁵ In tal senso cfr. SARTORI, *Il mercato delle regole e la questione dei bond argentini*, in *Giur. it.*, 2005, 55 ss; *Id.*, *Le regole di condotta, cit.*, 207; ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, 341.

della *Know your merchandise rule* sancita all'art. 26 lett. e) Reg. Consob¹⁶ che richiede all'intermediario di acquisire adeguate informazioni sugli strumenti finanziari negoziati e sui servizi di investimento prestati e della *Know your customer rule* prevista all'art. 28, primo comma lett. a) Reg. Consob¹⁷ ove si prevede l'obbligo dell'intermediario di acquisire informazioni sulle caratteristiche soggettive e sulla propensione al rischio del cliente. Adempiuti tali preliminari obblighi di carattere comportamentale, la segnalazione dell'inadeguatezza delle operazioni richiede l'adozione di idonee procedure interne che consentano all'operatore addetto alla negoziazione di effettuare una valutazione comparativa tra il rischio dell'operazione di investimento e l'avversione al rischio dell'investitore¹⁸. La mancanza di tali procedure può infatti rendere estremamente complesso, se non addirittura impossibile, il compito dell'addetto alla negoziazione titoli il quale in un periodo di tempo limitato deve effettuare difficili valutazioni in ordine alla rischiosità di un determinato strumento finanziario, alla

¹⁶ Cfr. art. 26 Reg. Consob 11522/1998: <<1. Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare: (...) e) 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>>.

¹⁷ Cfr. art. 28 Reg. Consob 11522/1998<<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 questi collegati, gli intermediari autorizzati devono⁽³¹⁾: a) 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. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore...>>

¹⁸ L'obbligo dell'intermediario di dotarsi di adeguate procedure interne è previsto all'art. 21, lett. d) t.u.f. (Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono (...) d) disporre di risorse e di procedure anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi>>) e all'art. 56 Reg. Consob (<<1. Ai fini del presente regolamento, per procedura si intende l'insieme delle disposizioni interne e degli strumenti adottati per la prestazione dei servizi. 2. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV si dotano di procedure idonee a: a) assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi; b) ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi; c) assicurare una adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari.>>). Sul contenuto delle procedure in oggetto cfr. App. Torino, Sanpaolo Imi / Consob, 18 gennaio 2005, in *Bollettino Consob* gennaio 2006, p. 28 e ss; Id., 8 gennaio 2006 Emilio Botin Sanz e altri / Consob, in *Bollettino Consob*, febbraio 2006, 56 e ss; Id., 18.1.2006, Luigi Arcuti, Rainer Masera, Enrico Salza / Consob, in *Bollettino Consob*, febbraio 2006, p. 44 e ss. In tali decisioni la Corte d'Appello torinese ha ritenuto che le procedure in oggetto dovessero consentire una selezione dei titoli da negoziare con la clientela, l'acquisizione da parte degli investitori di informazioni adeguate sui titoli negoziati nonché la valutazione della non adeguatezza delle operazioni. Nello stesso senso v. anche App. Milano 18 dicembre 2006, inedita.

propensione al rischio dell'investitore ed alla adeguatezza dell'operazione¹⁹. Come affermato recentemente da diverse decisioni delle Corti d'Appello, chiamate a pronunciarsi in ordine alla legittimità delle sanzioni amministrative inflitte dall'Autorità di vigilanza per la negoziazione delle obbligazioni emesse dalla Cirio e dalla Repubblica Argentina, l'assenza di un adeguato apparato procedurale lascia alla discrezionalità del singolo operatore l'adempimento di un dovere complesso che questi può difficilmente assolvere se non adeguatamente supportato dalla struttura imprenditoriale dell'intermediario²⁰.

3. *La Know your customer rule*

Tra i doveri strumentali all'applicazione della *suitability rule* merita qualche più approfondita considerazione la c.d. *Know your customer rule* prevista all'art. 28, primo comma, lett. a) del Reg. Consob 11522/98 che ha introdotto un dovere dell'intermediario di assumere informazioni dal cliente richiedendo pertanto una sua necessaria collaborazione. Tale disposizione prevede infatti 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 questi collegati, gli intermediari autorizzati devono: a) 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>>. Mentre l'intermediario deve necessariamente richiedere all'investitore tali informazioni, il cliente può rifiutarsi di fornirle. In tale situazione, l'art. 28 Reg. Consob, per assicurare contemporaneamente un rifiuto più consapevole del cliente e anche per facilitare l'onere della prova

¹⁹ Sul punto cfr. RABITTI BEDOGNI, *Relazione al convegno Assiom, Mercati finanziari, tutela del risparmio e ruolo degli operatori*, tenutosi a Monastier di Treviso il 22 ottobre 2005, reperibile sul sito www.consob.it la quale sottolinea come la valutazione di adeguatezza delle operazioni di investimento non possa essere lasciata alla discrezionalità dell'intermediario, richiedendo invece procedure interne idonee ad una corretta valutazione del profilo soggettivo del cliente e di quello oggettivo dell'operazione.

²⁰ In tal senso cfr. App. Torino, 18 gennaio 2006, *cit.*: «<l'adozione di procedure adeguate ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi non costituisce per le banche (a differenza degli ordinari imprenditori commerciali) un discrezionale problema di organizzazione aziendale volto a perseguire, nell'interesse della società amministrata, competitività economica e profitti, ma costituisce una tassativa prescrizione di legge rivolta anzitutto a tutelare gli investitori, i clienti ed il mercato. L'efficienza e l'adeguatezza delle procedure interne in oggetto non rappresentano cioè un obiettivo perseguibile dagli amministratori, se e nei limiti in cui essi ritengano di dotare l'impresa di particolare competitività, ma costituiscono un dovere legale ineludibile nell'interesse di soggetti esterni, ed un risultato il cui raggiungimento corrisponde ad un tassativo obbligo giuridico>>.

dell'intermediario, prevede che tale rifiuto debba risultare dal contratto di negoziazione o da un'apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore.

La Consob²¹ ha precisato che il dovere in oggetto deve essere rispettato prima che siano prestati i servizi d'investimento, di norma, nell'ambito di un incontro personale e diretto con l'investitore, anche se le informazioni sul cliente non possono limitarsi a quelle acquisite nella fase di compilazione della scheda; l'intermediario deve infatti mantenerle aggiornate, tenendo anche conto dell'operatività cliente e di ogni altra notizia di cui può venire in possesso nell'esercizio della propria attività.

Tale principio è stato poi ulteriormente rafforzato dall'Autorità di vigilanza²², al cui indirizzo si è conformata in maniera pressoché unanime la giurisprudenza di merito²³, che ha affermato che il rifiuto di fornire le informazioni previste all'art. 28 Reg. Consob²⁴ non esime l'intermediario dal dovere di valutare l'adeguatezza delle operazioni di investimento. L'art. 29, secondo comma, Reg. Consob prevede infatti che nella valutazione di adeguatezza delle operazioni di investimento << gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati >>. Qualora il cliente rifiuti di fornire le informazioni richieste, l'intermediario dovrà quindi valutare la sua propensione al rischio sulla base delle pregresse decisioni di

²¹ Cfr. Comunicazione Consob n. DI/98087230 del 6-11-1998

²² Cfr. Comunicazione Consob DI/ 30396 del 21 aprile 2000: <<Gli intermediari non sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dal cliente anche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso, la valutazione andrà condotta, in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es.: età, professione, presumibile propensione al rischio del cliente alla luce anche della pregressa ed abituale operatività; situazione del mercato).>>. Nello stesso senso v. anche Comunicazione Consob n. 95007939 del 25 settembre 1995.

²³ Tra le più recenti decisioni cfr. Trib. Genova, 22 giugno 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Lecce, 12 giugno 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Padova 17 maggio 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Catania 5 maggio 2006, , in www.ilcaso.it.

²⁴ E' interessante notare la frequenza con la quale si sono avvalsi di tale facoltà sia gli investitori sia gli intermediari. Nel giudizio di opposizione alle sanzioni amministrative irrogate dalla Consob e dal Ministero dell'Economia ad un importante istituto bancario, la Corte d'Appello di Torino, (decr) 18 gennaio 2006, *cit* ha accertato che su 2932 posizioni analizzate solo in undici casi, pari allo 0, 38% del totale, la banca aveva rilevato la situazione finanziaria del cliente mediante l'apposita scheda.

investimento e di ogni altra informazione di cui sia in possesso, quali l'età, il livello di scolarizzazione, la capacità patrimoniale²⁵.

Problema inverso si può invece porre in quelle situazioni in cui le informazioni rese dall'investitore non rispondano alle decisioni di investimento pregresse in quanto, ad esempio, l'elevata o la ridotta propensione al rischio dichiarata all'intermediario all'inizio del rapporto risulti contraria al comportamento tenuto nelle decisioni di investimento assunte. Anche in questi casi pare che il generale dovere di curare gli interessi del cliente richieda da parte dell'intermediario la revisione della profilatura del cliente, in assenza della quale l'effettivo comportamento tenuto dall'investitore dovrà prevalere sulle astratte dichiarazioni rese, magari in tempi lontani²⁶. In caso contrario potrebbero anche verificarsi abusi da parte del cliente che, sebbene intenzionato ad assumersi rischi particolari, potrebbe dichiarare una bassa propensione al rischio di modo da poter agire contro l'intermediario nel caso in cui l'esito degli investimenti sia negativo.

4. L'ambito di applicazione dell'art. 29 Reg. Consob

La *suitability* rule, pur richiedendo in maniera particolarmente intensa una valutazione delle caratteristiche soggettive dell'investitore, trova oggi applicazione con riferimento a tutti i servizi di investimento prestati nei confronti di qualsiasi investitore che non sia un operatore qualificato²⁷.

²⁵ Mentre l'orientamento prevalente ritiene che in caso di rifiuto del cliente di fornire le informazioni, la sua propensione al rischio debba essere valutata sulla base delle pregresse operazioni di investimento, in alcune occasioni la giurisprudenza ha affermato che l'intermediario deve presumere una propensione al rischio minima (cfr. Trib. Milano 15 marzo 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *Giur. it.*, 2005, 754; Trib. Treviso, 26 novembre 2004, inedita). Tale indirizzo pare tuttavia corretto solo qualora l'intermediario non disponga di alcun dato per misurare la propensione al rischio del cliente, come ad esempio nel caso in cui le operazioni di investimento siano disposte da un cliente nuovo senza una pregressa operatività, mentre non pare accettabile laddove la storicità degli investimenti del cliente consenta di formulare un giudizio attendibile sulla sua effettiva propensione al rischio.

²⁶ In tal senso cfr. Trib. Venezia, 8 giugno 2006, in *Foro it.*, 2005, I, 2549 il quale ha ritenuto che i principi enunciati dalla Consob debbano valere anche nel caso contrario <<se infatti un investitore ha manifestato nella dichiarazione alla propria banca un'alta propensione al rischio ma di fatto, nel corso dello svolgimento del rapporto, dimostra di indirizzarsi ad investimenti aventi il solo obiettivo di conservare il capitale (ad esempio titoli di debito pubblico), l'istituto di credito, indipendentemente dalla dichiarazione, lo deve inquadrare nella più bassa categoria di rischio>>; così anche Trib. Milano, 16 febbraio 2006 in www.ilcaso.it.

²⁷ Sul punto cfr. art. 31, primo comma Reg. Consob: <<A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari

La nozione di operatore qualificato rilevante è oggi fornita dall'art. 31 Reg. Consob ove sono ricomprese tre categorie di soggetti: gli intermediari finanziari²⁸, le persone giuridiche che abbiano attestato per iscritto di essere <<in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari>>²⁹, nonché le persone fisiche <<che

autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione 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>>.

²⁸ Ai sensi dell'art. 31 Reg. Consob intendiamo per "intermediari finanziari" <<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 fondazioni bancarie>>

²⁹ Con particolare riferimento ai contratti derivati stipulati dalle imprese ed in particolare da società di capitali si è posto il problema se tali soggetti, in presenza della dichiarazione sulla competenza e sull'esperienza della società di cui all'art. 31 Reg. Consob, potessero essere considerati come operatori qualificati, con la conseguente disapplicazione dei doveri di informazione previsti agli artt. 27, 28 e 29 Reg. Consob, indipendentemente da una concreta valutazione della loro competenza ed esperienza.

Parte della dottrina (BOCHICCHIO, *Operatività in strumenti derivati con investitore professionale: i limiti apportati dalla normativa di settore e dall'oggetto sociale dell'investitore*, in *Dir. banca e mercato finanziario*, 2005, 249 ss) e della giurisprudenza (Cfr. Trib. Rimini, 25 marzo 2005, in www.ilcaso.it; Trib. Milano 6 aprile 2005, in www.ilcaso.it; Trib. Mantova, 12 luglio 2004, in www.ilcaso.it) hanno ritenuto che la dichiarazione con la quale il legale rappresentante di una società attesti la propria conoscenza e la propria esperienza in materia finanziaria si riveli esaustiva ed efficace con la conseguente disapplicazione degli artt. 27, 28 e 29 Reg. Consob.

Altro preferibile orientamento giurisprudenziale (cfr. Trib. Mantova 9 giugno 2005, in www.ilcaso.it; Trib. Milano, 3 aprile 2004, in *Banca e Borsa*, 2005, II, 36, con nota di CHIONNA, *L'accertamento della natura di <<operatore qualificato>> del mercato finanziario rispetto ad una società e in Giur. comm.*, 2004, II, 530, con nota di RIMINI, *Contratti di swap e operatori qualificati*; Trib. Torino, 25 gennaio 2000, in *Giur. it.*, 2001, 548; Trib. Milano 21 febbraio 1995, in *Banca Borsa*, 1996, II, 442, con nota di PERRONE e in *Giur. Comm.*, 1996, II, 79, con nota di SQUILLACE, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1 e i contratti di swap*) e dottrinale (ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2003, 116; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 168; ID., *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, Relazione al Convegno Synergia Formazione Strumenti finanziari derivati e prodotti strutturati: tecniche negoziali, rischi e contenzioso, Milano, 19-20 maggio 2005, in www.dirittobancario.it e in www.ilcaso.it; CHIONNA, op. cit., 39 ss; GABRIELLI – LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, in AA.VV. *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, t. I, Milano, 45-49) ha invece sostenuto che la mera dichiarazione scritta del legale rappresentante della società non sia di per sé elemento sufficiente ad attribuire la qualifica di operatore qualificato, essendo invece necessario riscontrare se nel caso specifico quel determinato soggetto presentasse effettivamente i requisiti di competenza e professionalità a cui fa riferimento l'art. 31 Reg. Consob

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>>>.

Quanto invece all'ambito oggettivo di applicazione dell'art. 29 Reg. Consob si è correttamente rilevato come tale regola operi sia con riguardo ai servizi di investimento nei quali sia ravvisabile una discrezionalità dell'intermediario, come ad esempio nel caso di contratti di gestione di portafogli di investimento, sia in quelle situazioni in cui l'operazione avvenga su istruzione del cliente, ovvero quando vengano prestati i servizi di negoziazione per conto terzi o in conto proprio, di ricezione e di trasmissioni di ordini, di mediazione³⁰.

Tale interpretazione pare corretta sia in considerazione del tenore letterale e della *sedes materiae* della norma in esame, sia in ragione della natura e delle finalità sottostanti ai doveri di informazione imposti agli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento. L'art. 29 Reg. Consob, oltre ad essere inserito tra le disposizioni di carattere generale applicabili a tutti i servizi di investimento, al primo comma prevede che <<gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare *con o per conto degli investitori* operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione>> e al terzo comma fa riferimento al caso in cui sia invece l'intermediario a ricevere dall'investitore una disposizione per effettuare un'operazione non adeguata. Quindi, se da un lato devono essere sicuramente ricompresi i servizi di investimento di carattere discrezionale quali i contratti di gestione di portafogli di investimento, in quanto gli unici in cui l'intermediario può effettuare (autonomamente) operazioni di investimento per gli investitori, il riferimento alle disposizioni ricevute da un investitore elimina ogni dubbio circa l'applicabilità della norma anche alle operazioni eseguite nell'ambito di un servizio di negoziazione.

Queste conclusioni sono confermate dall'orientamento giurisprudenziale e dottrinale che, sottolineando che i doveri di condotta imposti agli intermediari sono diretti ad eliminare o quantomeno a correggere le asimmetrie informative che colpiscono l'investitore non sofisticato, ha ritenuto che anche nei servizi di investimento di natura non discrezionale l'intermediario ha il dovere di curare gli interessi sostanziali del cliente³¹ ed è

³⁰ Cfr. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 207; COSTI ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Padova, 2004, 335.

³¹ Cfr. MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, in *Contratti*, 2005, 5 ss: Id., *Forme informative*, cit., 587 il quale rileva che nella prestazione dei servizi di investimento non si è in presenza di una *causa*

tenuto a fornire un servizio di consulenza di carattere incidentale³². Anche in tali casi il ruolo della banca non è quindi assolto con la mera supina ricezione e trasmissione degli ordini di investimento³³.

5. Le fattispecie di non adeguatezza: la non adeguatezza per frequenza (churring)

Il primo comma dell'art. 29 Reg. Consob prevede quattro distinte cause di non adeguatezza: gli intermediari devono infatti astenersi dal compiere operazioni non adeguate per oggetto, tipologia, frequenza o dimensione.

vendendi ma di una *causa mandati* con la conseguenza che la banca è tenuta ad informare il cliente nell'ottica della cooperazione, dovendo sempre perseguire i suoi interessi.

³² Così COSTI - ENRIQUES, *op. cit.*, 328; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, 110 nello stesso senso cfr. anche PARACAMPO, *Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca Borsa*, 2007, 105. Per una distinzione tra l'attività di consulenza incidentale, microconsulenza o consulenza illustrativa a cui l'intermediario è tenuto anche in occasione della prestazione del servizio di negoziazione, ed il servizio vero e proprio servizio di investimento di consulenza, cfr. PARRELLA, *Contratti di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli Lener, Torino, 2004, II, 862 ss.

³³ Sul punto, con riferimento ai doveri di informazione previsti all'art. 28, secondo comma Reg. Consob, cfr. App. Torino, 18 gennaio 2006, *cit.*, 58: <<E' appena il caso di ricordare che tale obbligo di informazione non è limitato ai clienti titolari di gestione patrimoniale perché, a norma dell'art. 28 del Regolamento l'obbligo di informazione del cliente riguarda anche il servizio di investimenti e, in particolare, l'intermediario non può "effettuare" operazioni "se non dopo aver fornito all'investitore informazioni...>>; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Contratti*, 2005, 5 ss e in *Giur. it.*, 2005, 754, con nota di FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito* ove si legge che << attraverso l'attività informativa circa l'adeguatezza dell'operazione l'istituto bancario non ha circoscritto il suo compito ad una supina mera ricezione degli ordini ma si è impegnato a prestare una diversa e ulteriore attività che si sostanzia in quella che si può definire un'attività di consulenza>>; Trib. Torino, 7 novembre 2005, in *Giur. it.*, 2006, 521, con nota di COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio Parmalat, bonds argentini*; Trib. Firenze, 18 febbraio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 2097: <<Del tutto irrilevante è la circostanza evidenziata dall'istituto di credito negli atti difensivi e anche sugli ordini sottoscritti dagli attori secondo cui l'acquisto delle obbligazioni argentine sarebbe stata richiesta espressamente dal cliente. Gli obblighi sanciti dal legislatore a carico dell'istituto bancario fanno sì che il suo compito non è circoscritto a quello di una supina mera ricezione degli ordini, ma a un'attività molto diversa ed ulteriore che si sostanzia in quella che si può definire una consulenza>>.

In dottrina cfr. NEGRO, *Regole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 495, il quale, pur affermando che l'obbligo di informazione dell'intermediario non può variare a seconda del fatto che l'operazione sia stata richiesta dall'investitore o proposta dall'intermediario, precisa che nel caso in cui sia il cliente a richiedere un'operazione di investimento in uno strumento finanziario non adeguatamente conosciuto dall'intermediario questi, non sia tenuto ad acquisirne un'adeguata conoscenza, potendo legittimare il proprio operato mediante la segnalazione di non adeguatezza dell'operazione.

Mentre la non adeguatezza per oggetto, tipologia o dimensione attiene essenzialmente alla qualità delle operazioni, e quindi all'alterazione del livello di rischio prescelto dall'investitore, quella per frequenza riguarda la loro quantità. Si tratta del c.d. *churring*, ben noto alla giurisprudenza ed alla dottrina statunitense³⁴, ovvero del comportamento dell'intermediario, che, in maniera irragionevole, e non rispondente agli interessi del cliente, effettua uno spropositato numero di operazioni alla finalità di moltiplicare le proprie commissioni di negoziazione.

Quindi, se le prime tre ipotesi di non adeguatezza (oggetto, tipologia e dimensione) rientrano a pieno titolo nei doveri di informazione sul rischio degli investimenti che l'intermediario è tenuto a rispettare ai sensi dell'art. 21, lett. b) t.u.f., l'esecuzione di operazioni non adeguate per frequenza può essere ricompresa tra i comportamenti in cui sia ravvisabile una violazione del dovere di agire nell'esclusivo interesse dei clienti e di assicurare un loro equo trattamento ai sensi dell'art. 21, lett. c) t.u.f.. Se infatti di regola l'applicazione delle commissioni di negoziazione non può di per sé integrare un'ipotesi di conflitto di interessi, in quanto elemento essenziale dell'attività posta in essere dall'intermediario³⁵, l'esecuzione di operazioni di compravendita eccessiva dello stesso titolo o di titoli simili che si riveli del tutto irragionevole per l'investitore, rappresenta un abuso dei poteri gestori dell'intermediario il quale fa prevalere il proprio specifico interesse a lucrare un compenso non giustificato. Il divieto di compiere operazioni con una frequenza eccessiva presenta però particolarità che lo contraddistinguono sia rispetto ai doveri riconducibili nell'ambito della *suitability doctrine*, sia rispetto alla disciplina dei conflitti di interessi.

Da un lato, è infatti irrilevante il livello di rischio della singola operazione nel senso che un'operazione può essere non adeguata per frequenza anche se di per sé non espone l'investitore ad un rischio superiore a quello da questi

³⁴ Sul punto cfr. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 299 ss il quale rileva che le Corti statunitensi hanno individuato tre elementi necessari per l'individuazione delle ipotesi di *churring*: (i) gli obiettivi di investimento e le caratteristiche personali e finanziarie dell'investitore; (ii) il potere di controllo dell'intermediario sulle scelte di investimento del cliente; (iii) il dolo o la colpa grave che spesso vengono tuttavia accertati in via presuntiva qualora l'investitore abbia provato la sussistenza degli altri due elementi.

³⁵ In argomento si può ricordare che la Consob (cfr. Com. Consob n. 97006042/1997) e la giurisprudenza prevalente (cfr. Trib. Lecce, 12 giugno 2006, in *Danno e resp.* 2007, 567; Trib. Monza, 16 dicembre 2004, in www.ilcaso.it; Trib. Mantova, 5 aprile 2005, in www.ilcaso.it; Trib. Milano, 9 marzo 2005, contra v. Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in *Contratti*, 2006, 12, con nota di POLIANI, *Obblighi di informazione ed acquisto di obbligazioni parmalat*) escludono che la semplice esecuzione di operazioni in contropartita diretta possa integrare di per sé un'ipotesi di conflitto di interessi.

prescelto. Dall'altro le caratteristiche soggettive dell'investitore possono rilevare per determinare se un'operazione sia non adeguata per frequenza in quanto se per un investitore con una propensione al rischio media e con obiettivi di investimento non aggressivi può essere inadeguata una frequente attività di *trading* su un solo strumento finanziario, per un investitore con una strategia di investimento particolarmente aggressiva, connotata da repentini mordi e fuggi, l'eccessiva frequenza delle operazioni può essere giustificata e può rientrare nelle strategie di investimento necessarie per ottenere il rendimento atteso.

Sebbene l'art. 29 Reg. Consob trovi applicazione per tutti i servizi di investimento, pare corretto che la regola in esame sia principalmente destinata ad operare nei contratti di gestione patrimoniale, anche se non è da escludere che la stessa si applichi anche in quelle situazioni nelle quali il servizio di investimento, formalmente non discrezionale, sia prestato dall'intermediario nei confronti di un cliente privo di qualsivoglia autonomia decisionale.

6. La non adeguatezza per dimensioni

Le altre fattispecie di non adeguatezza delle operazioni attengono invece alla rischiosità degli investimenti sotto le differenti prospettive della loro tipologia, dimensione ed oggetto.

In linea generale si può affermare che nel valutare l'adeguatezza di un'operazione l'intermediario deve effettuare una comparazione tra il rischio dello strumento finanziario e la propensione al rischio del cliente. L'operazione è inadeguata quanto espone l'investitore ad un rischio non conforme a quello che è disponibile a sopportare, modificando di conseguenza la composizione del proprio portafoglio di investimento. Entrambe tali valutazioni comportano giudizi complessi, spesso connotati da margini di discrezionalità in capo all'intermediario.

La non adeguatezza delle operazioni per dimensioni è strettamente collegata alla regola di diversificazione del portafoglio di investimento. Un'operazione di dimensioni eccessive espone infatti l'investitore ad un rischio irrazionale non solo nel caso in cui questi presenti un'elevata avversione al rischio, ma anche qualora abbia manifestato una propensione al rischio elevata³⁶. L'investitore aggressivo razionale, tra diverse opportunità

³⁶ In senso contrario cfr. Trib. Trani, 21 luglio 2005, in *Banca Borsa*, 2007, II, 86 che ha ritenuto adeguata un'operazione di investimento del 50% della complessiva disponibilità finanziaria degli investitori che al momento dell'apertura del rapporto avevano dichiarato la volontà di ottenere alti rendimenti, effettuando operazioni ad alto rischio.

di investimento, anche a parità di rischio, deve infatti suddividere le proprie risorse finanziarie in modo da ridurre il rischio specifico connesso all'insolvenza dell'emittente o alla perdita di mercato, ripartendo di conseguenza l'investimento in una pluralità di strumenti finanziari che presentino il medesimo livello di rischiosità.

Tuttavia, in assenza di precisi indici normativi che indichino il livello dimensionale oltre il quale un'operazione possa ritenersi inadeguata, si sono registrate in giurisprudenza decisioni contrastanti e raramente supportate da solide basi economico-finanziarie. In alcuni casi limite sono state ritenute non adeguate operazioni che hanno comportato investimenti in titoli emessi dalla Repubblica Argentina o dalla Cirio per importi compresi tra il 30% ed il 60% del portafoglio degli investitori³⁷. Se tuttavia si escludono i casi di palese violazione del dovere di diversificazione, si registrano contrasti giurisprudenziali con riferimento a quelle operazioni di dimensione inferiore al 30% del portafoglio dell'investitore, in alcuni casi ritenute adeguate³⁸, in altri non adeguate³⁹.

I risultati ai quali è giunta la giurisprudenza possono far sorgere qualche perplessità. La letteratura economica ritiene che una diversificazione che possa consentire una riduzione del 90% del rischio di perdita debba prevedere la ripartizione delle risorse in misura sostanzialmente equivalente in almeno 20 emittenti⁴⁰. Secondo tale indirizzo l'investitore razionale non

³⁷ Cfr. Trib. Mantova 18 marzo 2004, in *Giur.it.*, 2004, relativo ad un'operazione ritenuta non adeguata perché pari al 50% del portafoglio di investimento; Trib. Venezia, 16 febbraio 2006, in www.ilcaso.it ove è stata ritenuta non adeguata un'operazione di investimento in titoli emessi dalla Repubblica Argentina per importo pari al 40% del portafoglio dell'investitore; Trib. Cuneo, 4 agosto 2006, inedita, ove l'operazione dichiarata come non adeguata riguardava un investimento in titoli obbligazionari speculativi per un terzo del portafoglio; Trib. Trani 31 gennaio 2006, in www.ilcaso.it, caso in cui il Tribunale ha ritenuto non adeguata un'operazione in titoli Cirio che ha comportato l'investimento del 73% del portafoglio. In senso contrario cfr. Trib. Trani, 21 luglio 2005, *cit.*, che ha ritenuto adeguata un'operazione di investimento del 50% della complessiva disponibilità finanziaria degli investitori

³⁸ Cfr. Trib. Vasto, 9 novembre 2006, in www.ilcaso.it che ha ritenuto adeguato l'investimento in titoli argentini pari al 15% del portafoglio; Trib. Mantova 11 aprile 2006, in www.ilcaso.it, relativamente ad un investimento in obbligazioni Cirio per un ammontare inferiore al 25% del portafoglio; Trib. Genova, 3 novembre 2006, in www.ilcaso.it che ha ritenuto adeguata un'operazione in titoli argentini di €20.000 a fronte di un portafoglio complessivo di £. 330.000; Trib. Alba, 19 agosto 2005, in *Giur. it.*, 2006, 307, con nota di DESANA secondo cui un'operazione che ha comportato l'investimento del 18% del portafoglio in titoli Cirio è per dimensioni contenuta.

³⁹ Trib. Palermo 17 febbraio 2006, in www.ilcaso.it per un investimento in titoli argentini pari al 20% del portafoglio complessivo dell'investitore.

⁴⁰ Cfr. BREALY MYERS SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, Milano, 2003, 155 ss.; J. LORIE, *The Stock Market: Theories and Evidence*, Boston, 1985, 85; MAKILEL, *A Random Walk Down*

dovrebbe quindi concentrare su di un solo titolo più del 5% del proprio portafoglio. Tale soglia è del resto conforme alla disciplina secondaria, che per i fondi comuni di investimento aperti, ha imposto quale limite alla concentrazione dei rischi in strumenti finanziari di uno stesso emittente proprio il 5% delle attività complessive del fondo⁴¹.

Se è pur vero che la segnalazione della non adeguatezza comporta una valutazione che non può basarsi su criteri rigidi e predeterminati, richiedendo invece un'analisi del singolo caso ispirata principalmente alla valutazione delle caratteristiche dell'investitore e del suo portafoglio di investimento⁴², non si può di per sé affermare che un investimento al di sotto della soglia del 30% del portafoglio costituisca sempre un'operazione adeguata e rispettosa del dovere di diversificazione. Dai divieti di concentrazione imposti ai fondi comuni aperti si può chiaramente desumere che l'investimento in uno stesso strumento finanziario in misura inferiore al 5% rispetti il dovere di diversificazione, potendosi però anche presumere che gli investimenti superiori siano non adeguati per dimensione. Presunzione che potrà tuttavia essere superata dall'intermediario in quelle situazioni in cui la ristrettezza del portafoglio di investimento renda più difficile una diversificazione in almeno 20 emittenti, in quanto suscettibile di incrementare in maniera eccessiva i costi per le commissioni di negoziazione. Qualora si sia invece in presenza di un portafoglio di maggiori dimensioni il parametro del 5%, seppur non in maniera automatica ed assoluta, pare poter rappresentare il limite superato il quale l'operazione deve ritenersi non adeguata.

7. La non adeguatezza per oggetto e tipologia

Una terza fattispecie di non adeguatezza riguarda l'oggetto o la tipologia dell'investimento, ovvero il livello di rischio dello strumento finanziario o del contratto di gestione individuale. Pur in assenza di specifici indici

Wall Street, 1996, 235; Sull'argomento, con specifico riguardo all'obbligo di diversificazione conseguente alla *suitability rule* nell'ordinamento statunitense, cfr. BOOTH, *The suitability rule, Investor Diversification and Using Spread to Measure Risk*, 54 *Bus Law.*, 1599 (1998-1999) secondo il quale un portafoglio distribuito su 20 titoli permette una diversificazione al 95%, mentre su 100 al 99%.

⁴¹ Cfr. il Regolamento recante disposizioni per le società di gestione del risparmio adottato dalla Banca d'Italia in data 20 settembre 1999, che all'art. 3 prevede che: <Il fondo aperto non può essere investito in strumenti finanziari di uno stesso emittente o in parti di uno stesso OICR per un valore superiore al 5 per cento del totale delle attività>>. Identico limite è previsto nell'ordinamento statunitense anche per i *mutual funds* che vogliono essere classificati come diversificati, cfr. 15 U.S.C. § 80 a-5(b)(1) (1994).

⁴² Così DOLMETTA MINNECI, voce <<Borsa (Contratti di)>>, in Enc. Dir., V Aggiornamento, Milano, 2001, 173

normativi in tal senso, pare che la valutazione di non adeguatezza per oggetto possa assumere connotati differenti a seconda che si tratti di servizi di investimento di carattere discrezionale, come la gestione di portafogli individuali, o di servizi non discrezionali, quali la negoziazione, la ricezione e trasmissione di ordini.

Proprio con riferimento al servizio di negoziazione sono oramai molto numerose le sentenze di merito che hanno applicato l'art. 29 Reg. Consob e che hanno vagliato la non adeguatezza per oggetto dell'acquisto di obbligazioni ad alto rischio quali i titoli Cirio ed Argentina. In linea generale la giurisprudenza ha fondato la valutazione dell'adeguatezza dell'operazione attraverso un raffronto tra il livello di rischio del titolo negoziato e la propensione al rischio dell'investitore risultante dal portafoglio di investimento⁴³, da valutarsi anche in considerazione delle sue caratteristiche soggettive quali l'età, il livello di scolarizzazione, la situazione finanziaria⁴⁴. Tale criterio che all'apparenza pare ormai generalmente recepito dalla giurisprudenza nasconde tuttavia notevoli problemi applicativi connessi alla valutazione, demandata in un primo tempo all'intermediario, e successivamente al giudice, del livello di rischio del titolo e della propensione al rischio dell'investitore. La giurisprudenza prevalente pare oggi ritenere che tale comparazione debba essere effettuata misurando la media propensione al rischio dell'investitore desumibile al momento

⁴³ Sul punto cfr. GOBBO e SALODINI, *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 19 ss, ove un'ampia rassegna giurisprudenziale. Si veda in particolare Trib. Roma, 31 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2538, con nota di PERRONE, *Prestiti obbligazionari, default e tutela successiva degli investitori: la mappa dei primi verdetti*, ove il Tribunale accogliendo la domanda dell'investitore afferma: <<i>titoli per cui è causa non possono affatto ritenersi equivalenti a quelli presenti nel portafoglio della Gonzales sol che si consideri che le obbligazioni Cirio Del Monte N.V. erano prive di rating (cfr.estratto conto titoli in atti)>>; analogo approccio è seguito anche da Trib. Venezia, 8 giugno 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2538 il quale, respingendo la domanda di un investitore in titoli Cirio, rileva che questi, prima dell'operazione contestata dell'importo di € 26.000, aveva acquistato per importi ben più consistenti azioni, fondi azionari ed obbligazioni di paesi emergenti. Nello stesso senso cfr. Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2539 ove si afferma che la valutazione di adeguatezza <<è funzionale alla realizzazione del miglior risultato possibile per il cliente; una valutazione che non va fatta in senso assoluto ma (...) in relazione al livello di rischio prescelto di per sé da ciascun investitore>>. In dottrina v. DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Contratti*, 2005, 1245.

⁴⁴ Cfr., in particolare Trib. Mantova, 12 novembre 2004, *cit.*; Id., 5 aprile 2005, in www.ilcaso.it; Trib Napoli, 22 marzo 2005, in www.dirittobancario.it che ha ritenuto non adeguata un'operazione in *covered warrant* disposta da un investitore che, pur avendo dichiarato di avere esperienza nelle operazioni relativa a contratti derivati, non era particolarmente esperto in quanto, oltre ad avere conseguito sola la maturità classica, era particolarmente giovane, circostanza questa che ha portato il Tribunale ad escludere che si trattasse di un investitore sofisticato.

dell'operazione contestata⁴⁵ con il grado di rischio degli strumenti finanziari negoziati, con la conseguenza che un'operazione ad alto rischio deve essere ritenuta non adeguata per gli investitori con una propensione al rischio bassa o media ed adeguata per gli investitori con un elevato profilo di rischio⁴⁶. Ne consegue che la presenza nel portafoglio dell'investitore di titoli con un

⁴⁵ In considerazione del fatto che la valutazione di adeguatezza richiede un giudizio *ex ante* devono ritenersi di regola irrilevanti le modifiche della propensione al rischio dell'investitore successive alle operazioni contestate, che possono essere però considerate con riguardo alla sussistenza del nesso di causalità tra l'inadempimento ed il danno.

⁴⁶ Tra le sentenze che hanno ritenuto non adeguate operazioni di investimento in titoli Cirio o Argentina cfr. Trib Torino, 7 novembre 2005, *cit* <<Sono inadeguate le operazioni di investimento in obbligazioni prive di rating e ad alto rischio per gli investitori che presentino una propensione al rischio bassa, media o medio-alta (nel caso di specie il Tribunale ha ritenuto che i titoli emessi dalla Cirio fossero da considerare ad alto rischio in quanto l'intermediario convenuto in giudizio aveva assegnato all'emittente un rating interno altamente speculativo)>>; Trib. Marsala, 12 luglio 2006, in www.ilcaso.it che ha ritenuto non adeguato l'acquisto di un titolo obbligazionario della Cirio per €67.000 da parte di un investitore con un portafoglio ammontante complessivamente ad €614.000, composto per il 55% in titoli obbligazionari bancari, per il 31% in fondi mobiliari bilanciati e per il 3% in fondi azionari; Trib Padova, 17 maggio 2006, in www.ilcaso.it che giudicato non adeguata un'operazione di acquisto di 26.000 obbligazioni Cirio Del Monte mediante l'utilizzo del denaro ricavato dalla vendita di azioni della banca intermediaria rispetto ad un portafoglio che, prima di tale operazione, era composto anche da 10.000 Bond Argentina, 550 azioni Autostrade e 525 azioni Enel, ritenuto dal Tribunale orientato verso impieghi di tutta tranquillità; Trib. Milano, 15 marzo 2006, in www.ilcaso.it che ha ritenuto non adeguata un'operazione di investimento in titoli della Provincia di Buenos Aires per oltre 150.000 € da parte di un investitore il cui portafoglio era composto, oltre che da una modestissima componente azionaria rappresentata da numero 10 azioni e – Biscom S.p.A., da quote di fondi della stessa Banca e da titoli obbligazionari; Trib. Venezia, 16 febbraio 2006, in www.ilcaso.it che ha ritenuto non adeguato l'acquisto di titoli argentini per €42.600,00 da parte di un investitore il cui portafoglio era composto da obbligazioni BEI per €60.784,93 e azioni ENEL per €2.323,50; Trib Palermo, 17 febbraio 2006, in www.ilcaso.it che ha ritenuto non adeguato un investimento in obbligazioni della Repubblica Argentina per €12.000 da parte di un investitore il cui portafoglio era composto da €38.424,19 investiti in Titoli dello Stato italiano da €10.700,00 in quote di Fondi Comuni; Trib Trani 31 gennaio 2006, in www.ilcaso.it che ha valutato non adeguata per tipologia ed oggetto un'operazione in titoli Cirio in quanto si era trattato della prima operazione "corporate" sottoscritta da investitori con una bassa scolarizzazione: la moglie casalinga con licenza elementare, il marito e operaio metalmeccanico anch'egli con la sola licenza elementare.

Tra le sentenze che hanno invece ritenuto adeguate le operazioni di investimento nei titoli Cirio o Argentina cfr. Trib. Milano 25 luglio 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1227, con nota di DELLACASA che ha ritenuto adeguato l'acquisto di titoli emessi dalla Repubblica Argentina da parte di un investitore che in precedenza aveva effettuato investimenti in obbligazioni emesse da altri Stati emergenti o da imprese di stati emergenti e in azioni tecnologiche e quotate sul nuovo mercato; Trib. Monza, 16 dicembre 2004, in www.ilcaso.it che ha ritenuto adeguato l'investimento in titoli Cirio ed Argentina da parte di un investitore con una propensione al rischio medio alta desumibile dai pregressi investimenti in titoli azionari ed in obbligazioni societarie; Trib. Vicenza, 23 maggio 2005, n. 12304/05 Scarpari c. Banca Intesa, citata da GOBBO SALODINI, *op. cit.*, 20 che ha escluso la non adeguatezza dell'operazione disposta da un investitore con un portafoglio di oltre 10 miliardi di lire.

maggior livello di rischio non fa venire meno l'obbligo di segnalare la non adeguatezza dell'operazione qualora il rischio medio assunto dall'investitore sia decisamente inferiore ad alcune operazioni speculative eventualmente effettuate⁴⁷.

Quanto invece alla gestione di portafogli di investimento, la valutazione di adeguatezza può riguardare tanto il servizio in sé prestato, e quindi la scelta di una determinata tipologia di gestione, quanto le singole operazioni concluse nell'ambito di un contratto di gestione nel suo complesso adeguato alle finalità di investimento del cliente.

La valutazione di adeguatezza delle caratteristiche della gestione non si discosta da quella che l'intermediario è chiamato ad effettuare in occasione dell'attività di negoziazione e di trasmissione degli ordini di investimento⁴⁸. Potrà così essere ritenuta non adeguata la scelta di una gestione ad alto rischio perché completamente azionaria qualora il cliente abbia manifestato una propensione al rischio bassa, mentre il medesimo contratto potrà essere ritenuto conforme alle esigenze di un cliente con un'elevata propensione al rischio.

Per quanto attiene invece all'esecuzione del contratto di gestione di portafogli di investimento, il divieto di eseguire operazioni inadeguate presenta diversi punti di contatto con il dovere di rispettare le istruzioni di investimento che il cliente può impartire ai sensi dell'art. 24 t.u.f, primo comma, lett. b) e le caratteristiche della gestione che il contratto deve specificare ai sensi degli artt. 37 e ss. del Reg. Consob 11522/98⁴⁹. La

⁴⁷ In tal senso cfr. Trib Napoli, 12 marzo 2005, in www.dircomm.it che ha ritenuto non adeguata un'operazione di investimento in titoli argentini disposta da un investitore che, secondo il Tribunale, non presentava un'elevata propensione al rischio in quanto, accanto ad un limitato quantitativo di azioni del nuovo mercato e di fondi azionari, la maggior parte del portafoglio era investita in BTP.

⁴⁸ Una delle rare decisioni sull'argomento ci risulta essere. Trib. Manotva, 8 febbraio 2007, in www.ilcaso.it, ove il Tribunale ha ritenuto non adeguato per tipologia un contratto di gestione di portafogli di investimento in strumenti finanziari derivati collegati a materie prime, valute, indici azionari e titoli obbligazionari con un valore massimo di leva finanziaria pari a 10 in considerazione del fatto che lo stesso contratto prevedeva un ammontare minimo dell'investimento di 100.000 euro non rispettato dall'intermediario che aveva stipulato diversi contratti di gestione per importi inferiori. Il Tribunale ha ritenuto inadeguata per tipologia la conclusione del contratto di gestione proprio in considerazione del fatto che la previsione di un importo minimo di investimento doveva far ritenere il contratto adeguato solo per gli investitori particolarmente esperti e propensi ad un elevato rischio.

⁴⁹ L'art. 37 Reg. Consob prevede che: <<In aggiunta a quanto stabilito dall'articolo 30, il contratto con gli investitori deve: a) indicare le caratteristiche della gestione; b) individuare espressamente le operazioni che l'intermediario non può compiere senza la preventiva autorizzazione dell'investitore; ove non siano previste restrizioni indicare espressamente tale circostanza; c) con

valutazione di adeguatezza di una determinata operazione presuppone infatti che la stessa possa essere posta in essere dal gestore sulla base delle istruzioni del cliente e delle caratteristiche della gestione. Qualora l'intermediario non rispetti i limiti del mandato, non si pone un problema di valutazione dell'adeguatezza dell'operazione, ma di semplice inadempimento per violazione delle istruzioni ricevute. La valutazione di adeguatezza delle operazioni potrà invece operare con riferimento a quelle operazioni che, pur rientrando astrattamente nei limiti imposti dal contratto, siano non adeguate in concreto in quanto non rispondenti alla bassa propensione al rischio dell'investitore. Si pensi ad esempio al caso in cui il contratto di gestione consenta l'acquisto di una determinata tipologia di strumenti finanziari, che si riveli però in concreto inadeguata alla propensione al rischio dell'investitore. In tali situazioni, in ragione del fatto che la cura degli interessi del cliente non si limita ad una singola operazione di investimento, riguardando invece la gestione complessiva del portafoglio, la valutazione di adeguatezza della singola operazione richiede un giudizio complessivo di congruità del portafoglio che non può limitarsi alla singola operazione atomisticamente considerata⁵⁰.

8. L'obbligo di astenersi dall'effettuare operazioni non adeguate

I doveri di condotta degli intermediari in caso di operazioni non adeguate si snodano in due distinti obblighi comportamentali: da un lato, l'intermediario deve astenersi dal porre in essere operazioni non adeguate, dall'altro, deve segnalare al cliente la non adeguatezza dell'operazione da questi autonomamente richiesta.

Il dovere di astensione, sancito al primo comma dell'art. 29 («Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli

riguardo agli strumenti finanziari derivati, indicare se detti strumenti possono essere utilizzati per finalità diverse da quella di copertura dei rischi connessi alle posizioni detenute in gestione; ...»). L'art. 38 specifica poi che «Per caratteristiche della gestione si intendono: a) le categorie di strumenti finanziari nelle quali può essere investito il patrimonio gestito e gli eventuali limiti; b) la tipologia delle operazioni che l'intermediario può effettuare sui suddetti strumenti finanziari; c) la misura massima della leva finanziaria che l'intermediario può utilizzare; d) il parametro oggettivo di riferimento al quale confrontare il rendimento della gestione».

⁵⁰ Sul punto cfr. GAETA, *Responsabilità oggettiva degli intermediari e validità dei contratti di investimento*, in *Contratti*, 2005, 594 secondo la quale l'intermediario deve costruire il portafoglio del cliente individuando la combinazione di strumenti finanziari che in rapporto alla propensione al rischio dell'investitore minimizzino le perdite e ottimizzino il rendimento.

investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione>>>) si configura diversamente a seconda che l'intermediario possa agire in maniera discrezionale o sia vincolato agli ordini del cliente.

In caso di contratti di gestione personalizzata di portafogli di investimento il divieto di porre in essere operazioni non adeguate ha una portata quasi assoluta.

Quando al cliente non sia consentito impartire alcuna disposizione al gestore questi deve operare perseguendo al meglio gli interessi dell'investitore, astenendosi dal porre in essere operazioni non adeguate. Ogni operazione non adeguata effettuata dal gestore è quindi un atto illecito che lo espone a responsabilità o che può determinare la nullità delle operazioni, a seconda del rimedio ritenuto applicabile.

L'unico caso in cui viene meno il divieto assoluto di compiere operazioni non adeguate è ravvisabile qualora il contratto attribuisca all'investitore la facoltà di impartire istruzioni vincolanti⁵¹. In questo caso, venendo meno la discrezionalità del gestore, la valutazione di adeguatezza si sposta dal momento della scelta dell'investimento a quello dell'informazione; l'intermediario può quindi eseguire l'operazione qualora abbia adeguatamente informato il cliente della sua non adeguatezza.

Quando il servizio di investimento prestato non consenta al gestore di operare in maniera del tutto discrezionale, vuoi perché il contratto di gestione consente all'investitore di impartire disposizioni vincolanti, vuoi perché i servizi prestati sono quelli di negoziazione e di trasmissione degli ordini di investimento, il nostro ordinamento non vieta all'investitore di effettuare operazioni irragionevoli o comunque non adeguate al proprio profilo di rischio. Tale divieto sarebbe infatti contrario al generale principio di libertà contrattuale che nel settore degli investimenti in strumenti finanziari consente anche al più piccolo ed inesperto risparmiatore di mettere a repentaglio l'intero proprio patrimonio in operazioni ad elevato rischio. Il dovere di condotta dell'intermediario di fronte a scelte di investimento irragionevoli o inadeguate è tuttavia soggetto ad una specifica disciplina che, come si è detto, tende a salvaguardare gli interessi del cliente attraverso strumenti di tutela sostanziale e formale.

Una lettura combinata del primo e del terzo comma dell'art. 29 Reg. Consob portano a ritenere che in queste situazioni la cura dell'interesse del cliente imponga all'intermediario di non consigliare, offrire o proporre

⁵¹ Sulla discrezionalità dell'intermediario nel servizio di gestione di portafogli di investimento cfr. GAETA, *La gestione individuale dei portafogli di investimento - La discrezionalità del gestore e l'autorizzazione del cliente*, in *Giur. it.*, 2001, 2332

nell'ambito delle attività di consulenza illustrativa o incidentale connesse ad ogni servizio di investimento, operazioni non adeguate. Mentre infatti il primo comma della norma in oggetto prevede un obbligo di astensione che mal si attaglia ai servizi di negoziazione in quanto l'intermediario non può autonomamente eseguire operazioni per conto del cliente, il terzo comma, prevedendo che i doveri di informazione operano quando questi riceva da un investitore disposizioni relative ad un'operazione non adeguata, non lascia dubbi circa il fatto che anche ogni attività propositiva dell'intermediario sia in questi casi contraria allo spirito della norma che vuole chiaramente evitare la sottoscrizione di un ordine non adeguato su proposta dell'intermediario.

9. La segnalazione di non adeguatezza

Il dovere di informare il cliente della non adeguatezza dell'operazione si compone di due distinti obblighi comportamentali imposti all'intermediario, l'uno da adempiersi oralmente, l'altro per iscritto o mediante la registrazione dell'ordine telefonico.

L'art. 29, terzo comma, prevede infatti che qualora il cliente impartisca un ordine per un'operazione non adeguata, l'intermediario lo informi <<di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione>>. Tale dovere, pur avvicinandosi all'obbligo di informare il cliente della rischiosità di ogni singola operazione di investimento previsto all'art. 28 secondo comma Reg. Consob, presenta alcune importanti peculiarità. Mentre l'informativa richiesta dall'art. 28, secondo comma deve essere resa ad ogni investitore indipendentemente dalla sua propensione al rischio⁵², la segnalazione di non adeguatezza, come si è detto, presuppone una più marcata comparazione tra la rischiosità dell'investimento e la

⁵² Sul punto, nel senso che i doveri di informazione previsti dall'art. 21 t.u.f. e 28, 2° co. Reg. Consob, debbano essere adempiuti, nei confronti di tutti gli investitori indipendentemente dalla loro propensione al rischio cfr App. Milano, 19 dicembre 2006, in *Danno e resp.*, 2007, 562: per cui i doveri informativi <<ancorché diversamente calibrati a seconda della tipologia del cliente, (...) non vengono meno giacché l'esigenza di conoscere le caratteristiche dell'investimento offerto sono proprie, ovviamente, di qualsiasi investitore, anche di quello più disposto ad affrontare rischi.>>; nello stesso senso cfr Trib. Foggia, 21 aprile 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Firenze, 21 febbraio 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Treviso, 26 novembre 2004, inedita; Trib. Treviso, 10 ottobre 2005, inedita. Tale interpretazione pare corretta in quanto gli artt. 21 t.u.f. e 28 Reg. Consob non diversificano la situazione dell'investitore a seconda della sua esperienza e propensione al rischio, anche se si deve riconoscere che le caratteristiche soggettive assumono grande importanza nella valutazione del nesso di causalità tra l'inadempimento ed il danno subito dall'investitore. *Contra*, in dottrina, cfr. NEGRO, *op. cit.*, 495 il quale ritiene che il dovere di informare il cliente debba essere differentemente modulato a seconda delle caratteristiche dell'investitore.

propensione al rischio del cliente, e si estrinseca sostanzialmente nel consiglio dell'intermediario di non effettuare l'operazione non adeguata.

La segnalazione scritta è invece necessaria laddove nonostante l'opera dissuasiva dell'intermediario, l'investitore insista per effettuare l'operazione non adeguata. In questo caso <<gli intermediari 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 previsione di particolari requisiti di forma per gli atti posti in essere da categorie di soggetti deboli e bisognosi di protezione è indubbiamente riconducibile alla tendenza neoformalista del legislatore⁵³, già emersa negli anni ottanta e rafforzatasi notevolmente nei decenni successivi principalmente in conseguenza del recepimento delle direttive comunitarie nel settore della protezione dei consumatori e degli utenti⁵⁴. Proprio con riferimento alla disciplina dei servizi di investimento, l'obbligo di segnalare per iscritto la non adeguatezza delle operazioni si inserisce nel solco di quelle disposizioni, presenti sia nel t.u.f.⁵⁵, sia nel Reg. Consob 11522/98⁵⁶ con le quali il legislatore ha imposto la forma vincolata quale strumento per veicolare le informazioni a protezione dell'investitore.

Se l'imposizione della forma scritta prevista per il contratto quadro di investimento o per il contratto di gestione di portafogli di investimento funge principalmente da veicolo del contenuto contrattuale e risponde alla funzione di assicurare la trasparenza⁵⁷ e la conoscibilità delle pattuizioni contrattuali

⁵³ L'espressione neoformalismo negoziale si deve a IRTI, *Studi sul formalismo negoziale*, Padova, 1997; ID., *Idola libertatis. Tre esercizi sul formalismo giuridico*, Milano 1985. Sul tema di recente cfr. MORELATO, *Nuovi requisiti di forma nel contratto. Trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Padova, 2006.

⁵⁴ Sul punto v. MORELATO, *op. cit.*, 31 ss.

⁵⁵ Cfr. art. 23 per la forma dei contratti relativi ai servizi di investimento, art. 24 per il contratto di gestione di portafogli di investimento, art. 30, settimo comma, quanto all'indicazione della facoltà di recesso.

⁵⁶ Cfr. art. 27 per la segnalazione del conflitto di interessi, art. 28, primo comma lett. a) per il rifiuto del cliente a fornire le informazioni sulla propria situazione finanziaria, propensione al rischio; art. 28 3° co. per le perdite in warrant e strumenti derivati; 28, 4° co. per le perdite subite nell'ambito di una gestione patrimoniale.

⁵⁷ Sul punto cfr. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1993, I, 296; MAZZAMUTO, *Il problema della forma nei contratti di intermediazione mobiliare*, in *Contr. Impr.*, 1994, 45; DE NOVA, *Informazione e contratto: il regolamento contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, 710.

non predisposte dal cliente⁵⁸, nel caso che ci occupa essa pare assumere funzioni e connotati ulteriori. La segnalazione per iscritto della non adeguatezza delle operazioni di investimento è uno strumento rafforzativo dei doveri fiduciari di informazione diretti a tutelare la consapevolezza del consenso prestato dal contraente in caso di decisioni pericolose, ed ha indubbi riflessi sulla certezza della prova tanto a vantaggio dell'investitore, quanto dell'intermediario⁵⁹.

Individuata la funzione della forma scritta della segnalazione di non adeguatezza nell'obiettivo di tutelare il cliente in presenza di operazioni particolarmente rischiose, pare corretto quell'orientamento giurisprudenziale che, a prescindere dal problema più generale della forma richiesta per gli ordini di investimento⁶⁰, ritiene che la segnalazione di non adeguatezza debba necessariamente rivestire le forme previste dall'art. 29 Reg. Consob⁶¹,

⁵⁸ E' significativo al proposito che la forma scritta del contratto di investimento sia richiesta non solo per la manifestazione del consenso delle parti, ma anche per il contenuto minimo del contratto previsto dall'art. 30 Reg. Consob.

⁵⁹ Sul rapporto tra formalismo negoziale ed onere probatorio, cfr. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 15 e ss.

⁶⁰ L'art. 23 t.u.f. dell'art. prevedendo l'obbligo della forma scritta per <<i>contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento>>, non chiarisce se essa riguardi solo i contratti quadro con i quali viene regolato il rapporto di mandato intercorrente tra il cliente e la banca per la trasmissione degli ordini di borsa, o se, invece, la norma si riferisca anche agli atti esecutivi del mandato, quali sono i singoli ordini di borsa. Per la prima soluzione cfr. Trib. Venezia 22 novembre 2004, in *Giur. It.*, 2005, 754; Trib. Genova, 2 agosto 2005, in *Danno e Resp.* 2005, 1225; Trib., Milano 25 luglio 2005, *ibidem*; Trib. Venezia 8 giugno 2005, *ibidem*; Trib. Venezia 11 luglio 2005, *ibidem*; in dottrina cfr. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contratto e impresa*, 2005, 894 ; ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa.*, 2005, 898. Per la seconda soluzione si è espressa, seppur a livello di *obiter dictum* la Cassazione (Cass. 18 marzo 2003, n. 3956. in *Rep. Foro it.*, 2003, <<Intermediazione finanziaria>>, n. 85; Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, I, 1105), altra parte della giurisprudenza di merito (Trib. Milano 7 ottobre 2004, in *Giur. It.*, 2005, 754; Trib. Torino, 25 maggio 2005, in *Giur. It.*, 2005, 1857; Trib. Bari 27 marzo 2006, in *Corriere del Merito*, 2006, 1000; Trib. Genova, 26. giugno 06, in www.ilcaso.it) e parte della dottrina (MORELATO, *op. cit.*, 56; FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari*, *cit.*, 765; SANZO, *Evoluzione normativa in materia di forma degli ordini di borsa: le diverse fasi di un progressivo rigore a tutela dei <<consumatori>> e della trasparenza del mercato mobiliare*, in *Giur. it.*, 1998, 302 e ss.).

⁶¹ Cfr. Trib. Venezia 16 febbraio 2006, in www.ilcaso.it: << Posto che la prescrizione della forma quale elemento costitutivo di un contratto risponde normalmente ad un'esigenza di responsabilizzazione del consenso, di mettere in guardia colui che compie un atto di particolare importanza in ordine alle conseguenze dello stesso, che esigono, proprio per questo, una maggiore ponderazione – non a caso è prevista la forma scritta per gli atti di trasferimento di diritti reali immobiliari - e' indubitabile che, nella stessa prospettiva, l'art. 29, nel caso di operazione non

con la conseguenza che l'intermediario non può provare per testimoni l'adempimento di tale obbligo informativo⁶². La stessa lettera dell'art. 29 Reg. Consob lascia infatti chiaramente intendere come in tali situazioni il legislatore non si accontenti di una semplice informativa orale, preoccupandosi invece di individuare ben specifiche formalità informative, quale strumento essenziale per assicurare un'adeguata ponderazione delle decisioni di investimento.

Altro problema postosi all'attenzione della giurisprudenza di merito riguarda invece il contenuto dell'informazione scritta, ed in particolare se sia sufficiente la segnalazione in oggetto, priva però delle ragioni per le quali l'operazione appare non adeguata. L'art. 29, terzo comma, Reg. Consob prevede infatti che l'intermediario informi il cliente non solo della non adeguatezza dell'operazione ma anche «delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione». In tali situazioni, come si è ricordato, l'operazione può essere conclusa solo a seguito di un ordine scritto o telefonico registrato su nastro magnetico «in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute». Mentre parte della giurisprudenza ha ritenuto che le ragioni per le quali l'operazione sia non adeguata possano essere oggetto di informativa orale, e possano quindi essere provate per testimoni⁶³, l'orientamento prevalente⁶⁴ afferma invece che la segnalazione scritta o la registrazione dell'ordine telefonico debbano essere completi di

adeguata, abbia voluto, con particolare rigore, imporre una particolare forma in relazione all'esigenza di maggior tutela del risparmiatore»; nello stesso senso cfr. Trib Biella, 28 ottobre 2005, in *Società*, 2006, 1126.

⁶² Cfr. Trib. Bologna, 18 dicembre 2006, in www.ilcaso.it

⁶³ Cfr. Trib. Mantova, 18 marzo 2004, *cit.*, secondo cui l'art. 29 Reg. Consob prescrive agli intermediari l'obbligo di informare dell'inadeguatezza dell'operazione e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione, senza imporre una specifica forma, in osservanza al principio di libertà delle forme sancito all'art. 1350 c.c.. Tale interpretazione è stata confermata in appello da App. Brescia, 10 gennaio 2007, in www.ilcaso.it ove la Corte ha affermato che l'art. 29 Reg. Consob, da leggersi unitamente all'art. 28, non prescrive necessariamente che le ragioni della non adeguatezza debbano essere segnalate per iscritto, essendo richiesta la forma scritta solo per l'avvertimento che l'operazione è inadeguata.

⁶⁴ Cfr. Trib. Torino, 7 novembre 2005, *cit.*; Trib. Catania, 23 gennaio 2007, in www.ilcaso.it; Trib. Genova, 3 novembre 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Genova, 26 giugno 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *Danno e Resp.*, 2005, 609; Trib. Milano, 20 marzo 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Palermo, 17 febbraio 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Bologna, 31 maggio 2005, in www.ilcaso.it; Trib. Bologna, 18 dicembre 2006, in www.ilcaso.it; Trib. Lecce, 12 giugno 2006, in *Danno e resp.*, 2007, 567

tutte le informazioni, e quindi anche delle ragioni per cui l'operazione è inadeguata⁶⁵.

L'orientamento più rigoroso sembra del resto corretto sulla base di due considerazioni: da un lato, la lettera della norma, prevedendo che l'ordine scritto contenga le <<avvertenze ricevute>>, pare far riferimento a tutte le informazioni che l'intermediario deve fornire oralmente e quindi anche alle ragioni per le quali l'operazione appare non adeguata; dall'altro la stessa previsione della forma scritta quale strumento per veicolare le informazioni e per mettere in allerta l'investitore dei rischi dell'operazione richiede che tale strumento informativo, seppur sintetico, sia completo ed esauriente, perché le ragioni per le quali l'operazione è inadeguata possono essere determinanti nelle decisioni degli investitori. Basti pensare al caso di un investimento adeguato per oggetto, ma non per dimensioni, relativamente al quale l'investitore adeguatamente informato può decidere di ridurre l'investimento, decisione questa non sufficiente laddove invece l'investimento sia inadeguato per oggetto e quindi radicalmente inadatto all'investitore, indipendentemente dal suo ammontare.

La segnalazione di non adeguatezza, pur non richiedendo formule sacramentali, deve quindi esprimere in maniera riassuntiva il complesso delle informazioni fornite all'investitore oralmente in maniera più ampia e dettagliata, ed in particolare l'avvertimento per cui l'intermediario ha sconsigliato l'operazione. Come correttamente rilevato dalla giurisprudenza non possono ritenersi idonee quelle clausole eccessivamente generiche⁶⁶ o quelle attraverso le quali venga attribuita al cliente e non all'intermediario la valutazione di adeguatezza dell'operazione⁶⁷. In casi simili la clausola può essere dichiarata nulla e vessatoria in quanto, non riproducendo l'avvertenza

⁶⁵ In tal senso cfr. PARACAMPO, *op. cit.*, 111; MAFFEIS, *Forme informative, cit.*, 597; DELLACASA, *op. cit.*, 1245.

⁶⁶ Cfr. Cass., 1° dicembre 2000 n. 15380, in *Contratti*, 2001, 543; Cass., Cass., 12 febbraio 1982, n. 851, in *Rep. Foro it.*, 1982, voce << Contratto in genere >>, n. 270 secondo cui le clausole generiche ed indeterminate sono clausole di stile e come tali inefficaci. Sul punto cfr. Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *Giur.it.*, 2005, 754 che ha ritenuto che l'indicazione prestampata sull'ordine d'acquisto secondo cui gli attori avevano ricevuto <<adeguate informazioni in merito ai rischi connessi allo strumento finanziario in oggetto>> sia una mera clausola di stile, inefficace ai sensi dell'art. 1469bis n. 19 c.c., ed inidonea ad esonerare l'intermediario dall'onere di fornire la prova circa il contenuto delle informazioni rese al cliente. Nello stesso senso cfr. Trib. Firenze, 18 febbraio 2005, *cit.*

⁶⁷ Cfr. Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *Giur. It.*, 2005, 2096 che ha ritenuto inidonea la dichiarazione con la quale l'investitore attestava la conformità dell'operazione ai propri obiettivi di investimento. Sul punto cfr. PARACAMPO, *op. cit.*, 110 la quale osserva come siffatte clausole comportano un'inversione dell'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione, impropriamente, ribaltato ed addossato sul cliente, il quale è invece il destinatario dell'informazione.

prevista dall'art. 29 t.u.f., può astrattamente comportare un'inversione dell'onere probatorio, addossando al cliente la prova dell'informazione resa prima della sottoscrizione dell'ordine che, ai sensi dell'art. 23 u.c. t.u.f., spetta all'intermediario.

10. Doveri di curare gli interessi del cliente ed autorizzazione scritta

E' infine necessario segnalare come la previsione di oneri formali per l'adempimento dei doveri di informazione ha come naturale conseguenza il ricorso da parte degli intermediari a moduli prestampati ed a clausole dal tenore standardizzato che hanno posto all'attenzione della giurisprudenza e della dottrina la necessità di individuare il punto di equilibrio tra la tutela sostanziale degli interessi del cliente ed il rispetto delle "forme informative"⁶⁸. In alcuni casi giunti all'attenzione dei giudici di merito è emerso che la segnalazione di non adeguatezza veniva spesso apposta in conseguenza di procedure interne che non consideravano sempre le singole caratteristiche dell'investitore e di prassi generalizzate spesso svuotate di contenuto⁶⁹.

La facoltà dell'investitore di autorizzare per iscritto l'esecuzione di operazioni non adeguate pone infatti il problema se il rispetto delle formalità previste sia di per sé sufficiente ad integrare un corretto adempimento dei doveri di condotta dell'intermediario o se invece sia comunque necessario verificare il rispetto del dovere sostanziale di curare gli interessi del cliente. Parte della giurisprudenza⁷⁰ e della dottrina⁷¹ hanno ritenuto che, in presenza

⁶⁸ L'espressione si deve a MAFFEIS, *Forme informative, cit.*, 575

⁶⁹ Cfr. App. Milano, 18.12.2006, p. 83: <<Quanto a Comit, la procedura esistente si limitava a segnalare indiscriminatamente l'inadeguatezza dell'operazione, indipendentemente dal profilo del cliente, ogni volta che avesse riguardato titoli esteri, senza informative specifiche, nonostante l'eterogeneità dei titoli, sulle loro caratteristiche peculiari: le circolari richiamate dall'opponente, vagliate dalla Commissione, fornivano invero solo richiami generici alla disciplina di settore, senza orientare secondo concreti criteri il giudizio dell'operatore della filiale e senza vincolarlo ad una valutazione del profilo del cliente nei termini sopra precisati>>. Per considerazioni analoghe cfr. App. Torino, 18 gennaio 2006, *cit.* Nella motivazione del decreto con il quale la Corte d'Appello torinese ha confermato le sanzioni amministrative irrogate dalla Consob e dal Ministero dell'Economia ad un'importante istituto di credito si legge che: <<le procedure aziendali prevedevano, per il caso di mancato rilascio di informazioni, un giudizio di inadeguatezza dell'investimento e, dall'altro, i sistemi informatici proponevano invece per default una indicazione di "operazione non adeguata">>

⁷⁰ Cfr. Trib Venezia 5 maggio 2006, in www.ilcaso.it che non ha ammesso la prova testimoniale dell'investitore diretta a dimostrare che la segnalazione di non adeguatezza presente sull'ordine non era stata preceduta da un equivalente informativa orale. Il Tribunale ha ritenuto la prova contraria al contenuto dell'ordine, inammissibile ai sensi dell'art. 2722 c.c. poiché diretta a

della segnalazione di non adeguatezza, l'investitore che non disconosca la propria sottoscrizione, o non chieda l'annullamento dell'ordine per errore o per dolo non possa provare per testimoni che l'intermediario non ha sconsigliato oralmente l'operazione.

Questa interpretazione non pare tuttavia convincente in quanto presuppone che il rispetto delle formalità previste dalla disciplina secondaria sia sufficiente ed esaustivo degli obblighi di informazione. Sebbene in linea generale la disciplina primaria sia ispirata al modello della cura dell'interesse sostanziale del cliente⁷² e quella secondaria si incentri, invece, maggiormente sul piano dell'informazione e delle sue forme⁷³, l'art. 29 Reg Consob impone infatti una serie di obblighi ulteriori rispetto alla mera autorizzazione scritta. Il procedimento formativo della volontà del cliente che intenda effettuare un'operazione non adeguata si compone infatti di tre fasi: il divieto di consigliare al cliente operazioni non adeguate, l'obbligo di sconsigliare oralmente l'operazione illustrando le ragioni per le quali la stessa sia inadeguata; la possibilità di effettuare l'operazione solo a seguito di un'autorizzazione scritta. Mentre l'ultima tappa del procedimento formativo della volontà è chiaramente ispirata ad una protezione del cliente sul piano delle formalità informative, le prime due sono una chiara estrinsecazione del dovere di curare gli interessi sostanziali del cliente.

provare patti aggiunti contrari stipulati contemporaneamente, osservando che l'investitore avrebbe dovuto impugnare per dolo o per errore la sottoscrizione.

⁷¹ Cfr. LENER, *Forma contrattuale*, cit., 188, il quale, con riferimento all'autorizzazione delle operazioni in conflitto di interesse rileva che una volta rispettata la forma contrattuale ogni conseguenza negativa delle operazioni di investimento scelte dal cliente finisce per essere irrilevante per l'ordinamento. Su posizioni simili parrebbe anche orientato INZITARI, *Responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione di credito e rottura del credito*, in *Banca borsa.*, 2001, I, 296 secondo cui la responsabilità conseguente alla *suitability rule* può essere rimossa sulla base di una unilaterale dichiarazione di accettazione del rischio da parte dell'investitore, ai sensi dell'art. 29, comma 3 del regolamento". Nello stesso senso cfr. anche CHINÈ, *Collocamento di strumenti finanziari, obblighi di informazione e responsabilità della banca intermediaria*, in *Corr. merito*, 2005, 51.

⁷² L'art. 21 t.u.f. impone infatti agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati e di agire nell'interesse esclusivo dei clienti, anche a prescindere dalla formale autorizzazione al compimento di operazioni non adeguate; sul punto cfr. MAFFEIS, *Forme informative*, cit., 583 ss; LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, 201; ANNUNZIATA, *op. cit.*, 335, il quale sottolinea il rischio di risolvere negli strumenti formali il rispetto dei profili sostanziali.

⁷² MAFFEIS, *Forme informative*, cit., 591.

⁷³ Cfr. MAFFEIS, *Forme informative*, cit., 590 ss., il quale sottolinea che in considerazione dei principi generali in tema di gerarchia delle fonti, che impongono la prevalenza della legge sui regolamenti delle Autorità di vigilanza, non si può ritenere che il Reg. Consob deroghi i principi generali previsti dal t.u.f.

Il rispetto del solo requisito dell'autorizzazione scritta non è quindi sufficiente a far ritenere completato l'*iter* procedimentale necessario affinché l'intermediario possa eseguire un'operazione non adeguata: è pertanto ravvisabile una violazione sia dell'art. 29 Reg. Consob, sia dell'art. 21 t.u.f., senza dover ricorrere alla declaratoria di vessatorietà della clausola⁷⁴ o alla sua impugnativa per dolo o errore, in quelle situazioni in cui l'autorizzazione scritta del cliente sia preceduta da un'attività propositiva dell'intermediario, o qualora lo stesso non sia stata preceduta da un'esauriva informazione orale⁷⁵.

La formalizzazione scritta dell'informazione non può tuttavia essere scevra di conseguenze anche per l'investitore in considerazione del fatto che una delle funzioni che essa persegue consiste proprio nel conferire maggiore certezza alla prova del corretto adempimento dei doveri informativi dell'intermediario. Certezza che può andare a vantaggio tanto dell'investitore qualora l'ordine non rechi la segnalazione in oggetto, quanto dell'intermediario qualora sia presente una specifica ed esauriva autorizzazione al compimento dell'operazione⁷⁶.

Pare quindi corretto ritenere che la sottoscrizione da parte dell'investitore di un ordine contenente l'indicazione di non adeguatezza dell'operazione non esoneri l'intermediario da responsabilità, potendo tutt'al più consentire una deroga al principio dell'inversione dell'onere della prova previsto all'art. 23 u.c. t.u.f. che richiede che il soggetto abilitato provi di aver agito con la specifica diligenza richiesta, e quindi di aver sconsigliato l'operazione non adeguata⁷⁷. Mentre l'intermediario potrà agevolmente sostenere di aver adempiuto ai propri doveri informativi, producendo in giudizio l'ordine completo dell'autorizzazione prevista dall'art. 29 Reg. Consob, l'investitore

⁷⁴ In questo senso cfr. MAFFEIS, *Forme informative*, cit 597. L'argomentazione non pare tuttavia convincente, per lo meno in quei casi in cui la segnalazione di non adeguatezza sia completa ed esauriente, in quanto con essa l'intermediario adempie al dovere imposto dall'art. 29 Reg. Consob, non potendosi pertanto ritenere che la sottoscrizione dell'avvertimento determini uno squilibrio contrattuale a svantaggio dell'investitore.

⁷⁵ In tal senso cfr. Trib. Alba, 19 agosto 2005, cit secondo cui la dicitura operazione non adeguata non corrispondente alle informazioni rese dall'intermediario al momento della conclusione dell'operazione è priva di alcun valore.

⁷⁶ Sul punto cfr. LENER, *Forma contrattuale*, cit., 15 ss secondo il quale il formalismo contrattuale non comporta solo costi per le imprese ma «anche benefici evidenti, se non altro in termini di riduzione della conflittualità». Nello stesso senso con riferimento alla fattispecie di conflitto di interessi, cfr. ENRIQUES, *Lo svolgimento dell'attività di intermediazione da parte delle banche, profili privatistici*, in *Banca Borsa*, 1996, I, 662.

⁷⁷ Sul tema v. TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. Comm.*, 1999, I, 701 e ss,

potrà offrirsi di provare per testimoni che l'investimento è stato effettuato su proposta dell'intermediario ed in assenza di un'adeguata informativa orale e, quindi, in violazione del dovere di curare gli interessi del cliente previsti dagli art. 29 Reg. Consob e 21 t.u.f.

Tale soluzione pare infatti contemperare le diverse esigenze sottese alla disciplina in oggetto, quali il dovere di autoresponsabilità e di collaborazione dell'investitore nel momento in cui sottoscrive un ordine contenente l'indicazione completa ed esaustiva della non adeguatezza dell'operazione e delle ragioni ad essa sottostanti⁷⁸, la certezza della prova, e l'effettivo e concreto adempimento dei doveri di informare l'investitore e di curare i suoi interessi sostanziali nelle operazioni di investimento.

11. La l. 262/2005 e l'attuazione della Direttiva Mifid

All'indomani degli scandali finanziari, con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari" il legislatore ha avvertito la necessità di rafforzare la *suitability rule*, recependone alcuni aspetti della disciplina, in precedenza contenuta esclusivamente nel Regolamento 11522/98, nel t.u.f.. L'art. 14, primo comma, lett. a) ha modificato l'art. 21 del t.u.f.⁷⁹, esplicitando i doveri procedurali e comportamentali richiesti agli intermediari per segnalare la non adeguatezza delle operazioni. La norma, da un lato, ha imposto agli

⁷⁸ Sull'obbligo di collaborazione del risparmiatore cfr. Cass., 7 settembre 2001, n. 11495, in *Contratti*, 2002, con nota di GIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*; in argomento v. anche PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 521

⁷⁹ Cfr. art. 14, primo comma, lett. a) l. 262/2005: «Al testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, sono apportate le seguenti modificazioni: a) all'articolo 21, comma 1, lettera a), è aggiunto, in fine, il seguente periodo: «I soggetti abilitati classificano, sulla base di criteri generali minimi definiti con regolamento dalla CONSOB, che a tale fine può avvalersi della collaborazione delle associazioni maggiormente rappresentative dei soggetti abilitati e del Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti, di cui alla legge 30 luglio 1998, n. 281, il grado di rischiosità dei prodotti finanziari e delle gestioni di portafogli d'investimento e rispettano il principio dell'adeguatezza fra le operazioni consigliate agli investitori, o effettuate per conto di essi, e il profilo di ciascun cliente, determinato sulla base della sua esperienza in materia di investimenti in prodotti finanziari, della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi d'investimento e della sua propensione al rischio, salve le diverse disposizioni espressamente impartite dall'investitore medesimo in forma scritta, ovvero anche mediante comunicazione telefonica o con l'uso di strumenti telematici, purché siano adottate procedure che assicurino l'accertamento della provenienza e la conservazione della documentazione dell'ordine»».

intermediari di classificare, sulla base di criteri generali definiti dalla Consob, il grado di rischiosità dei prodotti finanziari e delle gestioni patrimoniali, dall'altro ha specificato l'obbligo per l'intermediario di rispettare il principio di adeguatezza, ribadendo il dovere di segnalare per iscritto o telefonicamente, mediante registrazione del colloquio telefonico, la non adeguatezza delle operazioni espressamente richieste dall'investitore. Tale intervento si è quindi sostanzialmente limitato a ribadire e a chiarire principi già presenti nell'ordinamento, ponendo particolare enfasi sul dovere di adottare procedure interne per la classificazione dei prodotti, in passato previste in maniera meno precisa, e per certi aspetti, forse eccessivamente generica, dalla disciplina secondaria⁸⁰.

Tale norma ha tuttavia avuto vita breve e, prima ancora della sua attuazione da parte della Consob, è stata abrogata dall'art. 10 della legge comunitaria 2007, l. 6 febbraio 2007, n. 13, con la quale il Parlamento ha delegato il governo a dare attuazione alla Direttiva 2004/39/CE che ridisegna il complessivo quadro normativo in tema di mercati e intermediari finanziari.

Con particolare riferimento al tema in oggetto, v'è da segnalare che nel recepimento della Direttiva il legislatore delegato dovrà individuare <<i> i criteri generali di condotta che devono essere osservati dai soggetti abilitati nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, ispirati ai principi di cura dell'interesse del cliente, tenendo conto dell'integrità del mercato e delle specificità di ciascuna categoria di investitori, quali i clienti al dettaglio, i clienti professionali e le controparti qualificate >> (art. 10, l. 13/2007 1° co. lett. f). Il decreto legislativo dovrà inoltre attribuire alla CONSOB il potere di disciplinare con regolamento, <<i> la valutazione dell'adeguatezza delle operazioni >> (art 10, 1° comma lett. h n. 3) nonché <<i> gli obblighi di informazione, con particolare riferimento al grado di rischiosità di ciascun tipo specifico di prodotti finanziari e delle gestioni di portafogli di investimento offerti; a tale fine, la CONSOB può avvalersi della collaborazione delle associazioni maggiormente rappresentative dei soggetti abilitati e del Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti previsto dall'articolo 136 del codice del consumo, di cui al decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206 >> (art 10, 1° comma lett. h n. 2).

12. Gli obiettivi della Direttiva MIFID

Con l'attuazione della Direttiva 2004/39/CE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MIFID), l'intera disciplina dei doveri di

⁸⁰ Sul punto cfr. *supra* § 2.

informazione imposti agli intermediari finanziari è destinata a mutare sensibilmente rispetto a quanto in precedenza previsto dalla Direttiva 93/22/CE.

Mentre tale direttiva conteneva principi di carattere generale che lasciavano inevitabilmente ampi margini di discrezionalità nel suo recepimento ed ha conseguentemente comportato una regolamentazione frammentata e differente tra i diversi Stati Membri, la nuova disciplina vuole creare un quadro normativo comune, segnando un passaggio da un'armonizzazione minima, che imponeva agli ordinamenti nazionali alcuni principi inderogabili consentendo però una maggior tutela dell'investitore nella disciplina interna, ad un'armonizzazione massima che lascia pochissimi spazi di autonomia e discrezionalità agli Stati Membri⁸¹. L'obiettivo del legislatore comunitario è infatti di favorire la concorrenza e l'innovazione dei mercati, attraverso un'accelerazione del processo di integrazione e di armonizzazione dei diritti nazionali quale presupposto per rendere pienamente operativo il mutuo riconoscimento delle imprese di investimento⁸², anche con riferimento alle regole di condotta degli intermediari⁸³. Una volta completato il recepimento della nuova disciplina comunitaria, un'impresa di investimento autorizzata in uno degli Stati Membri potrà operare su tutto il territorio comunitario rispettando le regole del proprio Stato d'origine non solo per quanto attiene i requisiti per ottenere l'autorizzazione all'esercizio dell'attività, ma anche per quanto riguarda il suo esercizio, ed in particolare, i doveri di comportamento posti a tutela degli investitori.

La scelta del legislatore comunitario è quindi andata verso la creazione di un mercato integrato in cui l'operatività del principio di mutuo riconoscimento trova le proprie basi in un elevato livello di armonizzazione,

⁸¹ Sul punto cfr. VELLA, *Le sfide della Mifid*, in www.lavoce.info. I limiti entro i quali possono operare gli ordinamenti nazionali sono esplicitati al settimo considerando della Direttiva 2006/73/CE: << Per assicurare l'applicazione uniforme delle varie disposizioni della direttiva 2004/39/CE, è necessario stabilire una serie di requisiti armonizzati in materia di organizzazione e di esercizio dell'attività delle imprese di investimento. Di conseguenza gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all'atto del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva, salvo qualora quest'ultima lo preveda espressamente>>.

⁸² Cfr. ORTINO, *Il mutuo riconoscimento e l'integrazione comunitaria dei mercati e dei servizi finanziari*, in *Banca, impresa, società*, 2006, 216.

⁸³ Cfr. ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 844.

e non invece nelle dinamiche concorrenziali tra gli ordinamenti nazionali⁸⁴. La concorrenza tra ordinamenti è quindi destinata ad operare nei più ristretti spazi di discrezionalità lasciati agli Stati membri. Per raggiungere tale livello di armonizzazione, come si è accennato, la nuova disciplina comunitaria, seguendo la procedura *Lamfalussy*, ha predisposto un quadro normativo completo e dettagliato che si articola in diversi livelli: la Direttiva 2004/39/CE segna le scelte di politica legislativa di fondo ed individua i principi quadro (livello 1); la Direttiva 2006/73/CE contiene le misure di esecuzione per realizzare un livello di armonizzazione di dettaglio (livello 2). L'attuazione ed il recepimento interno delle Direttive di primo e secondo livello dovranno avvenire anche sotto la guida del Comitato delle Autorità di Vigilanza che dovrà assicurare l'uniforme attuazione delle direttive di primo e secondo livello.

13. La suitability rule nelle Direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE

In tale contesto la Direttiva MIFID ha apportato significative modifiche alla disciplina dei doveri di informazione degli intermediari di cui alla direttiva 93/22/CE anche con riferimento alla *suitability rule*⁸⁵. In considerazione del fatto che sia il decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri il 30 agosto 2007, sia, più specificamente, la bozza del Regolamento attuativo recentemente resa pubblica dalla Consob⁸⁶, riproducono pressoché letteralmente le norme comunitarie, si procederà all'analisi della disciplina contenuta nelle Direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE che prefigurano in maniera particolarmente precisa e dettagliata la futura disciplina interna.

L'art. 19 della Direttiva 2004/39/CE opera un'importante distinzione in ragione del diverso livello di discrezionalità con il quale l'intermediario può operare per conto del cliente, prevedendo obblighi di informazione via via più intensi a seconda che si tratti del servizio di *execution only* (ricezione, trasmissione ed esecuzione di ordini del cliente), degli altri servizi non

⁸⁴ Sul punto cfr. COSTI, *La direttiva 2004/39/CE (c.d. Mifid) e l'ordinamento italiano*, in *Scambi su merci e derivati su commodities. Quali prospettive*, a cura di Lamandini e Motti, Milano, 2006, 30 ss.

⁸⁵ Sul punto cfr. SANGIOVANNI, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contratti*, 2007, 249 ss; FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva Mifid*, in *Contratti*, 2007, 583.

⁸⁶ Cfr. *Il nuovo regolamento intermediari*, documento di consultazione, in www.consob.it, di seguito citato come "bozza del Nuovo Regolamento Intermediari"

discrezionali, o, infine dei servizi di consulenza e gestione di portafogli di investimento.

Il minor livello di protezione dell'investitore è ravvisabile nel caso in cui l'intermediario presti il servizio di *execution only*. L'art. 18, par. 6 della Direttiva prevede che gli Stati Membri autorizzino le imprese di investimento ad operare senza dover rispettare la *Know your customer rule* e la *suitability rule* al ricorrere di quattro condizioni: il servizio di investimento deve riguardare prodotti non complessi⁸⁷; deve essere prestato ad iniziativa del potenziale cliente; l'intermediario deve preventivamente informare il cliente di non essere tenuto a valutare l'idoneità degli strumenti finanziari; l'impresa di investimento deve rispettare gli obblighi previsti per le operazioni in conflitto di interessi⁸⁸.

Il più elevato livello di protezione degli investitori è invece previsto per i servizi di consulenza e di gestione di portafogli di investimento. L'art. 18, par. 4 della Direttiva prevede infatti che: <l'impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze e esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento

⁸⁷ Cfr. art. 19, par. 6 Direttiva 2004/39/CE: <<i>suddetti servizi sono connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di credito (escluse le obbligazioni o titoli di credito che incorporano uno strumento derivato), OICVM ed altri strumenti finanziari non complessi. Un mercato di paese terzo è considerato equivalente a un mercato regolamentato se rispetta requisiti equivalenti a quelli fissati al Titolo III. La Commissione pubblica un elenco dei mercati da considerare equivalenti. L'elenco è aggiornato periodicamente>>.

Tuttavia anche strumenti finanziari non espressamente considerati come prodotti non complessi dall'art. 19, par. 6 della Direttiva 2004/39/CE possono essere considerati tali qualora sussistano i requisiti previsti dall'art. 39 della Direttiva 2006/73/CE: <<Uno strumento finanziario che non sia menzionato all'articolo 19, paragrafo 6, primo trattino, della direttiva 2004/39/CE è considerato non complesso se soddisfa i seguenti criteri: a) non deve rientrare nell'ambito di applicazione dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 18), lettera c), né dell'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della direttiva 2004/39/CE; b) devono esistere frequenti opportunità di cedere, riscattare o realizzare altrimenti tale strumento a prezzi che siano pubblicamente disponibili per i partecipanti al mercato e che siano i prezzi di mercato o i prezzi messi a disposizione, o convalidati, da sistemi di valutazione indipendenti dall'emittente; c) non deve implicare alcuna passività effettiva o potenziale per il cliente che vada oltre il costo di acquisizione dello strumento; d) devono essere pubblicamente disponibili informazioni sufficientemente complete e di agevole comprensione sulle sue caratteristiche, in modo tale che il cliente al dettaglio medio possa prendere una decisione informata in merito alla realizzazione o meno di un'operazione su tale strumento>>.

⁸⁸ *La disciplina comunitaria è letteralmente trasposta nella bozza del Nuovo Regolamento Intermediari, all'art. 43*

per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente>>. L'art. 35 della Direttiva 2006/73/CE specifica che qualora l'impresa di investimento non ottenga tali informazioni non raccomanda i servizi di investimento o gli strumenti finanziari, non chiarendo tuttavia se sia unicamente vietata qualsiasi attività propositiva, o se, invece, sia preclusa la prestazione del servizio⁸⁹.

Ad un livello intermedio si pongono invece i servizi di investimento diversi dall'*execuion only* o dalla consulenza e dalla gestione di portafogli di investimento. In tale caso l'impresa di investimento è tenuta a richiedere al cliente o al potenziale cliente di fornire le informazioni necessarie per determinare se il tipo di servizio o il prodotto è adatto al cliente. Tuttavia, qualora il cliente o il potenziale cliente scelga di non fornire tali informazioni, o qualora esse siano insufficienti, l'impresa di investimento, previo avvertimento al cliente, è esonerata dalla valutazione di adeguatezza del servizio o del prodotto prescelto⁹⁰.

I doveri di condotta e di informazione imposti agli intermediari, ed anche l'obbligo di segnalare la non adeguatezza delle operazioni, sono inoltre modulati in maniera differente a seconda che l'investitore sia un cliente al dettaglio, un investitore professionale o una controparte qualificata⁹¹. Mentre per i clienti al dettaglio trovano completa applicazione i doveri di comportamento previsti dalla direttiva e dalle misure di esecuzione, nei rapporti tra controparti qualificate ed imprese di investimento l'art. 24⁹² della Direttiva MIFID prevede un'integrale disapplicazione degli obblighi di informazione previsti dall'art. 19, 21 e 22 par. 1⁹³.

⁸⁹ In tal senso cfr. ROSATI, *Il sistema di intermediazione mobiliare italiano e la Mifid*, intervento al convegno annuale Assoreti, tenutosi il 19 maggio 2007 a Forte dei Marmi, Le autorità di regolazione del mercato e le reti di promotori finanziari problemi e prospettive alla luce del quadro comunitario, in www.consob.it. Per un vero e proprio dovere di astensione cfr. art. 39, co. 6 della bozza del *Nuovo Regolamento Intermediari*: <<Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni di cui al presente articolo si astengono dal prestare ii menzionati servizi>>.

⁹⁰ Cfr. l'art. 42, co. 4 della bozza del *Regolamento Intermediari*

⁹¹ Sulle diverse categorie di investitori previste dalla Direttiva cfr. BRUNO – ROZZI, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della MIFID*, in *Le società*, 2007, 277 ss.

⁹² Cfr. art. 24, 1° par.: <<Gli Stati Membri assicurano che le imprese di investimento autorizzate ad eseguire ordini per conto dei clienti e/o a negoziare per conto proprio e/o a ricevere e trasmettere ordini possano determinare o concludere operazioni con controparti qualificate senza essere obbligate a conformarsi agli obblighi previsti agli articoli 19, 21, 22, paragrafo 1 rispetto a tali operazioni o a qualsiasi servizio accessorio ad esse direttamente connesso>>.

⁹³ Ovvero le disposizioni che disciplinano le comunicazioni di *marketing*, le informazioni sulle caratteristiche dei servizi e degli strumenti finanziari, la *c.d. know your customer rule*, la *suitability rule* e la *best execution rule*.)

In una posizione intermedia tra i clienti al dettaglio e le controparti qualificate si trovano invece i clienti (o investitori) professionali per i quali è prevista una semplice graduazione degli obblighi di condotta. Se nei rapporti con la clientela al dettaglio spetta di regola all'intermediario l'onere di informare il cliente, dal 44° considerando della Direttiva 2006/73/CE⁹⁴ si evince una generale presunzione per cui i clienti professionali, sono in grado di individuare autonomamente le informazioni necessarie per assumere consapevoli scelte di investimento. In particolare gli artt. 36, secondo par. e 37 della Direttiva di esecuzione, proprio con riferimento alla valutazione di adeguatezza delle operazioni, prevedono che quando il servizio sia prestato nei confronti di clienti professionali, l'impresa di investimento ha il diritto di presumere che il livello di conoscenze del cliente sia adeguato all'investimento prescelto⁹⁵.

Sebbene la Direttiva 2004/39/CE preveda, seppur nei limiti di cui si è detto, il dovere di valutare se il servizio è <<adatto per il cliente>>, a prescindere dal livello di discrezionalità consentito all'impresa di

⁹⁴ Cfr. 40° considerando: <<Occorre prevedere dei requisiti per garantire che le informazioni fornite ai clienti siano appropriate e proporzionate tenuto conto dello status del cliente (cliente al dettaglio o professionale). L'obiettivo della direttiva 2004/39/CE è assicurare un giusto equilibrio tra la tutela degli investitori e gli obblighi di comunicazione che si applicano alle imprese di investimento. A tal fine è opportuno che la presente direttiva contenga obblighi specifici di informazione per i clienti professionali meno rigorosi di quelli che si applicano ai clienti al dettaglio. I clienti professionali, salvo talune eccezioni, devono poter individuare autonomamente le informazioni di cui necessitano per prendere la loro decisione con cognizione di causa e chiedere all'impresa di investimento di fornirglielie>>.

⁹⁵ Cfr., art. 36, secondo par.: <<Quando l'impresa di investimento fornisce un servizio di investimento ad un cliente professionale ha il diritto di presumere che, per quanto riguarda i prodotti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze ai fini del paragrafo 1, lettera c). Quando tale servizio di investimento consiste nella prestazione di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale di cui all'allegato II, parte I, della direttiva 2004/39/CE, l'impresa di investimento ha il diritto di presumere, ai fini del paragrafo 1, lettera b), che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento connesso compatibile con gli obiettivi di investimento di tale cliente>>. Nello stesso senso cfr. art. 40, co. 3 della bozza del *Nuovo Regolamento Intermediari*.

Cfr. anche art. 37: << A tal fine l'impresa di investimento ha il diritto di presumere che un cliente professionale abbia il livello di esperienze e conoscenze necessario per comprendere i rischi connessi a quei determinati servizi di investimento od operazioni o a quei tipi di operazioni o prodotti per i quali il cliente è classificato come cliente professionale>>.

investimento, la direttiva 2006/73/CE ha apportato alcune significative distinzioni. In caso di gestione di portafogli di investimento trova applicazione l'art. 35 rubricato "Valutazione dell'adeguatezza". Gli Stati membri devono assicurare che le specifiche operazioni raccomandate o realizzate corrispondano agli obiettivi del cliente, siano di natura tale che il cliente sia in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso con l'investimento e di comprendere i rischi inerenti la singola operazione o la gestione del portafoglio⁹⁶. Per tutti gli altri servizi di investimento trova invece applicazione l'art. 36, rubricato "Valutazione dell'appropriatezza" che prevede che: <<Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento che, per valutare se un servizio di investimento sia appropriato per un cliente, come previsto all'articolo 19, paragrafo 5, della direttiva 2004/39/CE, verifichino se tale cliente abbia il livello di esperienze e conoscenze necessario per comprendere i rischi che il prodotto o servizio di investimento offerto o richiesto comporta>>⁹⁷.

La distinzione tra valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza delle operazioni non presenta quindi solo differenze terminologiche. Mentre la prima attiene alla corrispondenza tra gli obiettivi di investimento del cliente ed il livello di rischio dello strumento finanziario, il giudizio di appropriatezza richiede all'impresa di investimento di verificare se il cliente sia sufficientemente esperto per comprendere i rischi che il prodotto o il servizio comporta. Per i servizi di investimento di carattere non discrezionale l'intermediario è quindi tenuto ad un dovere di consulenza illustrativa o incidentale alquanto limitato, in quanto, qualora il cliente sia in grado di comprendere i rischi degli investimenti, viene meno il dovere di segnalare che il prodotto o il servizio non è adatto all'investitore.

Ad un primo raffronto tra le norme della MIFID e quelle oggi vigenti si deve concludere che la nuova disciplina ha attenuato gli strumenti di tutela degli investitori⁹⁸, cercando un nuovo bilanciamento tra le esigenze di

⁹⁶ Cfr. art. 40, co. 1 della bozza del *Nuovo Regolamento Intermediari*

⁹⁷ Cfr. art. 42, co. 1 della bozza del *Nuovo Regolamento Intermediari*.

⁹⁸ In tal senso v. DE MARI SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, 139; COSTI, *La direttiva 2004/39/CE (c.d. Mifid)*, cit., 27: <<...l'impressione è che l'obbligo di informarsi imposto dalla direttiva sia meno stringente di quello oggi imposto da Consob>>. In particolare, da un confronto tra la disciplina oggi vigente e quella prevista nella direttiva MIFID, le principali differenze riguardano: (i) l'ambito soggettivo di applicazione delle nuove regole, destinate ai soli investitori al dettaglio, come definiti nella Direttiva MIFID; (ii) l'ambito oggettivo di applicazione delle regole, modulate in maniera differente a seconda che i servizi di investimento abbiano natura discrezionale o vincolata: qualora il servizio consista nella ricezione, trasmissione ed esecuzioni di ordini si assiste ad una sostanziale disapplicazione della regola, qualora invece riguardi altri servizi diversi dalla gestione di portafogli e dal servizio di consulenza,

rendere il mercato efficiente e competitivo e di tutelare il contraente debole e disinformato⁹⁹.

Le nuove regole paiono infatti fondarsi sul presupposto per cui i costi di informazione imposti alle imprese di investimento sono giustificati solo per i servizi più redditizi quali la consulenza e la gestione di portafogli. Per gli altri servizi, ed in particolare, per quelli rientranti nel c.d. risparmio amministrato, si assiste ad un generale abbattimento del livello di protezione dell'investitore, con una sostanziale eliminazione del dovere di consulenza incidentale o illustrativa, oggi esteso a tutti i servizi di investimento.

Dal complesso delle nuove regole si può infatti ritenere che nella visione del legislatore europeo l'asimmetria informativa che impone particolari doveri fiduciari (di informazione) in capo all'intermediario si riduce fino quasi a scomparire non solo in considerazione della professionalità dell'investitore, ma anche in ragione del livello di discrezionalità del servizio, quasi che il risparmiatore inesperto fosse naturalmente orientato verso i servizi di consulenza e di gestione di portafogli di investimento, per i quali viene garantito un livello di informazione più intenso.

Tale presupposto non pare tuttavia coerente con il quadro d'insieme risultante dal panorama giurisprudenziale emerso negli ultimi anni a seguito dei noti scandali finanziari. Come sottolineato in diverse occasioni dalla giurisprudenza nel servizio di negoziazione l'intermediario non si limita ad una supina ricezione e trasmissione di ordini, fornendo invece una consulenza illustrativa, necessaria per indirizzare le decisioni di investimento del cliente. Le analisi sulla composizione dei portafogli finanziari delle famiglie dimostrano inoltre che il peso del risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie italiane, negli anni 2000-2004 è sceso dal 35,5 al 25,2%, contro valori compresi tra il 40 ed il 60 % dei principali paesi industrializzati¹⁰⁰. Il piccolo e medio risparmiatore italiano si rivolge quindi

l'intermediario può limitarsi ad una valutazione dell'appropriatezza del prodotto e del servizio; (iii) un notevole alleggerimento della *Know your customer rule* che contrariamente a quanto oggi previsto, in caso di rifiuto di fornire le informazioni richieste, esonera l'intermediario dal dovere di valutare la propensione al rischio ed il profilo dell'investitore sulla base della sua pregressa operatività; (iv) la previsione per cui in ogni caso la segnalazione di non adeguatezza o di non appropriatezza può essere fornita mediante formato standardizzato.

⁹⁹ In argomento cfr. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca Borsa*, 2006, I, 359. Tale obiettivo è esplicito al 44° considerando della Direttiva 2006/73/CE: <<L'obiettivo della Direttiva 2004/39/CE è assicurare un giusto equilibrio tra la tutela degli investitori e gli obblighi di comunicazione che si applicano alle imprese di investimento>>.

¹⁰⁰ Cfr. GENTILE LINCIANO SICILIANO, *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, in *Banca, impr. Società*, 2006, 425 e in particolare 442 i quali

prevalentemente al servizio di negoziazione tipico del c.d. “risparmio amministrato” e solo occasionalmente accede al risparmio gestito.

La distinzione tra servizi discrezionali e servizi vincolati, e la previsione per cui un elevato livello di tutela è necessario solo per i primi, pare quindi privilegiare più le esigenze di riduzione dei costi di informazione imposti alle imprese di investimento che il bisogno di protezione dell’investitore che è comunque individuato come uno degli obiettivi principali della Direttiva¹⁰¹.

La Direttiva MiFID pone inoltre particolare attenzione al coinvolgimento in prima persona della clientela alla quale è richiesto un elevato livello di responsabilità ed un altrettanto intenso onere di collaborazione che si riflette principalmente nel dovere, necessario affinché operi l’obbligo di valutare l’adeguatezza – appropriatezza delle operazioni, di fornire le informazioni sulla propria propensione al rischio e sulla propria situazione finanziaria. Anche a questo proposito, tuttavia, recenti studi hanno sottolineato come i risparmiatori italiani presentino un basso livello di cultura finanziaria. L’Italia si posiziona infatti agli ultimi posti tra i paesi maggiormente industrializzati nell’educazione economico finanziaria della popolazione¹⁰²: oltre il 70 % si sente inadeguato sulle decisioni finanziarie¹⁰³; il 65% dei giovani italiani tra gli 11 e i 25 anni si mostra poco o per nulla interessato

rilevano che sulla base dell’Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d’Italia emerge che <<fra il 2000 e il 2004 la quota delle famiglie che possiedono fondi comuni o gestioni individuali scende dal 14,6 al 10,2%, mentre la quota delle famiglie che detengono un’assicurazione vita o una pensione integrativa scende dal 30 al 20% circa; complessivamente la percentuale di famiglie che detiene un qualsiasi tipo di prodotto del risparmio gestito scende invece dal 35,5 al 25,2%>>.

¹⁰¹ Cfr. il 31° considerando della Direttiva 2004/39/CE: uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori>>. Nello stesso senso v. anche il 5° considerando della Direttiva 2006/73/CE secondo cui le regole per la prestazione dei servizi di investimento devono mirare ad assicurare un livello elevato di tutela degli investitori, applicato in modo uniforme attraverso l’introduzione di standar e requisiti chiari che disciplinano la relazione tra l’impresa di investimento e la sua clientela>>

¹⁰² Cfr. AMBROSETTI THE EUROPEAN HOUSE - PATTI CHIARI, *L’educazione finanziaria in Italia. Riflessioni e proposte per migliorare la cultura finanziaria del paese*,. Documento preparato per il Workshop Ambrosetti - The European House, “Lo scenario dei mercati finanziari, del loro governo e della finanza” Villa d’Este, Cernobbio, 31 marzo 2007, reperibile in www.helpconsumatori.it. Il benchmark dell’alfabetizzazione finanziaria della popolazione italiana, su una scala da 1 a 10, viene stimato in 3,46 a fronte del miglior livello raggiunto dall’Australia (7,04) e comunque inferiore nell’ordine a quello realizzato oltre che dall’Australia, dal Giappone, Stati Uniti Nuova Zelanda, Germania, Regno Unito, Francia.

¹⁰³ Cfr. AMBROSETTI THE EUROPEAN HOUSE - PATTI CHIARI, *L’educazione finanziaria in Italia*, cit.

alla gestione del risparmio e più del 70% non ha alcuna competenza in materia¹⁰⁴.

14. Conclusioni: il recepimento della Direttiva ed i margini di discrezionalità del legislatore nazionale

Come si è in precedenza accennato, nel recepimento della Direttiva il legislatore delegato e la Consob hanno ridotti margini di discrezionalità. L'art. 4 della Direttiva 2006/73/CE prevede che <<Gli Stati membri possono mantenere o imporre obblighi aggiuntivi a quelli previsti nella presente direttiva solo nei casi eccezionali in cui tali obblighi siano obiettivamente giustificati e proporzionati, vista la necessità di far fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che non siano adeguatamente trattati dalla presente direttiva e purchè una delle seguenti condizioni sia soddisfatta: a) i rischi specifici cui gli obblighi sono volti a far fronte sono di particolare importanza data la struttura del mercato di tale Stato membro; b) gli obblighi sono volti a far fronte a rischi o problemi che emergano o diventino evidenti dopo la data di applicazione della presente direttiva e che non siano altrimenti regolamentati da altre misure comunitarie o nell'ambito di esse>>. Il legislatore italiano sembra non aver escluso *a priori* la necessità di mantenere o introdurre norme aggiuntive in quanto all'art. 6 co 2-*quater* t.u.f. ha previsto che: <<<ai fini della notifica alla Commissione europea, la Banca d'Italia e la Consob comunicano al Ministero dell'economia e delle finanze le disposizioni regolamentari recanti eventuali obblighi aggiuntivi ai sensi dell'articolo 4 della direttiva 2006/73/CE>>.

La composizione dei portafogli delle famiglie italiane che solo in minoranza si rivolgono al risparmio gestito e la scarsa educazione finanziaria dei piccoli risparmiatori non ancora sufficientemente sostenuta da adeguate politiche pubbliche, così come avviene nella maggioranza dei paesi industrializzati¹⁰⁵, possono rappresentare rischi di particolare importanza per la fiducia nei mercati tali da giustificare doveri di informazione supplementari rispetto a quelli previsti nelle direttive comunitarie? Anche se la proposta di regolamento della Consob non contiene alcun riferimento in tal senso, le recenti vicende che hanno coinvolto diverse centinaia di migliaia di

¹⁰⁴ Assoreti - GfK Eurisko, "I bisogni informativi e la cultura finanziaria sul mondo delle reti e dei promotori finanziari", dicembre 2006.

¹⁰⁵ Cfr AMBROSETTI THE EUROPEAN HOUSE - PATTI CHIARI, *L'educazione finanziaria in Italia*, cit.

risparmiatori, minando la fiducia nei mercati e negli intermediari, potevano certamente rappresentare l'occasione per una più approfondita riflessione sull'opportunità di regolare in maniera più severa i servizi di investimento di carattere non discrezionale.

In ogni caso, indipendentemente dalla previsione di misure aggiuntive rispetto a quelle previste a livello comunitario, permangono tre aspetti che richiederebbero un opportuno chiarimento normativo.

Il primo riguarda la delimitazione dei confini tra il servizio di esecuzione di ordini di investimento¹⁰⁶ ed il <<servizio di consulenza in materia di investimenti>>¹⁰⁷, in quanto non è chiaro se nelle attività di consulenza, che consistono nella prestazione di raccomandazioni personalizzate su una o più operazioni di investimento, sia nel caso in cui queste siano richieste dall'investitore, sia qualora vengano fornite ad iniziativa dell'intermediario, possano essere ricomprese anche le attività di consulenza incidentale ed illustrativa che prescindono da un vero e proprio mandato di consulenza.

Il secondo problema attiene invece al rapporto tra la clausola generale che impone all'impresa di investimento di operare con diligenza, correttezza e trasparenza e di curare gli interessi del cliente¹⁰⁸ e le previsioni che consentono le segnalazioni di non adeguatezza, e non appropriatezza utilizzando un formato standardizzato¹⁰⁹. Come già emerso con riferimento alla disciplina oggi vigente, si può infatti riproporre il problema del rapporto tra il rispetto delle regole che prescrivono determinati obblighi informativi,

¹⁰⁶ Cfr. art. 4, par. 1, n. 5) che definisce il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti come la <<contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti>>. Lo schema di decreto delegato all'art. 1 co. *quater* t.u.f. specifica che il servizio di trasmissione e ricezione di ordini comprende <<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)>>.

¹⁰⁷ Cfr. art. 4, par. 1, n. 4) che definisce il servizio di consulenza in materia di investimenti come la <<prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta, o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari>>. Tale definizione è trasposta testualmente nello schema di decreto delegato all'art. 1 co. 5 *quinquies*.

¹⁰⁸ Cfr. art. 10, par 1: <<Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento e/o, se del caso, servizi accessori ai clienti, agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti e che esse rispettino in particolare i principi di cui ai paragrafi da 2 a 8>>.

¹⁰⁹ Cfr. art. 19, par. 5, Direttiva 2004/39/CE ove si prevede che l'avvertimento di non adeguatezza, << può essere fornita utilizzando un formato standardizzato>>. L'art. 42, co. 3 della bozza del *Nuovo Regolamento Intermediari* consente che l'informazione circa la non appropriatezza dell'investimento possa essere fornita <<utilizzando un formato standardizzato>>.

specificandone le formalità richieste, e dei principi di ordine generale che prescrivono all'intermediario di curare gli interessi del cliente.

Il terzo problema, riguarda infine la questione, di esclusiva competenza nazionale¹¹⁰, dei rimedi concessi all'investitore in caso di violazione dei doveri di comportamento da parte dell'intermediario che ha recentemente visto contrapporsi in dottrina ed in giurisprudenza le tesi della nullità virtuale per violazione di norme imperative e della responsabilità contrattuale¹¹¹. Anche se tale questione meritava forse una presa di posizione sul piano delle scelte di politica legislativa, la legge delega non ha affrontato il problema dei rimedi civilistici in caso di violazione dei doveri di informazione, che a breve dovrà essere risolto dalle Sezioni Unite della Cassazione¹¹².

PAOLO FIORIO

¹¹⁰ Cfr. ORTINO, *op. cit.*, 218.

¹¹¹ Alla tesi della nullità virtuale, affacciatasi nel panorama giurisprudenziale a partire da Trib. Mantova 18 marzo 2004, *cit.*, e seguita da numerosi precedenti di merito, altra parte della giurisprudenza di merito ed infine di legittimità (cfr. Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e Resp.*, 2006, I, 25) ha optato per il rimedio risarcitorio; sul punto cfr. COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio Parmalat, bonds argentini, cit.*; Sangiovanni, *op. cit.*, 245, ove ampi riferimenti giurisprudenziali.

¹¹² Cfr. Cass., 16 febbraio 2008, n. 3683, in *Cor. giur.*, 2007, 631, con nota di MARICONDA, che ha rimesso alle Sezioni Unite il contrasto giurisprudenziale concernente la questione se la violazione degli obblighi gravanti sulle parti nel corso delle trattative contrattuali, ed in specie la violazione degli specifici obblighi di informazione che la legge pone a carico degli intermediari finanziari nei confronti dei propri clienti, determini la nullità dei successivi contratti per violazione di norma imperativa ai sensi dell'art.1418 comma 1 c.c.