

TRATTATO DEI CONTRATTI

diretto da PIETRO RESCIGNO *ed* ENRICO GABRIELLI

Volumi pubblicati:

1. E. GABRIELLI • I contratti in generale - *Seconda edizione*
2. E. GABRIELLI - R. LENER • I contratti del mercato finanziario - *Seconda edizione*
3. E. GABRIELLI - E. MINERVINI • I contratti dei consumatori
4. E. GABRIELLI - F. P. LUIO • I contratti di composizione delle liti
5. F. MASTROPAOLO • I contratti di garanzia
6. R. CLARIZIA • I contratti informatici
7. D. VALENTINO • I contratti di vendita
8. C. FRANCHINI • I contratti con la pubblica amministrazione
9. V. CUFFARO • I contratti di utilizzazione dei beni
10. A. PALAZZO - S. MAZZARESE • I contratti gratuiti
11. A. PALAZZO • I contratti di donazione
12. A. VALLEBONA • I contratti di lavoro
13. F. DELFINI - F. MORANDI • I contratti del turismo, dello sport e della cultura
14. C. FRANCHINI • I contratti di appalto pubblico

UTET
GIURIDICA

I CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO

a cura di
ENRICO GABRIELLI e RAFFAELE LENER

contributi di

ENRICO GABRIELLI, RAFFAELE LENER, GINA GIOIA, GIORGIO LENER,
ANDREA TUCCI, MARCO CIAN, PAOLA LUCANTONI, VALERIA SANTOCCHI,
EDOARDO RULLI, MADDALENA MARCHESI, CHIARA PETRONZIO,
LAURA BERGAMINI, MARTINA MOSCO, ELISABETTA BANI, RANIERI RAZZANTE,
RAFFAELE TORINO, DOMENICO PICCOLANTONIO, MONICA COSSU,
MARIO STELLA RICHTER JR, FILIPPO ANNUNZIATA, MASSIMILIANO ATELLI,
DANIELE MAGNO, GIANLUCA SCARCHILLO, FILIPPO PARRELLA,
ANGELA MARIA CAROZZI, ROBERTO FRANCESCO SCHIAVELLI,
VALERIA RENZULLI, GIUSEPPE CARRIERO, FABIANO DE SANTIS,
VALERIO SANGIOVANNI, ANTONIO DI GASPARE, FEDERICO PERNAZZA,
ELENA PAGNONI, ALBERTO LUPOI, MATTEO FALCIONE,
ANDREA PERONA, SIMONE SEPE, LISIA CAROTA, RENATO CLARIZIA



SECONDA EDIZIONE

UTET
GIURIDICA

© 2011 Wolters Kluwer Italia S.r.l.
Strada I, Palazzo F6 - 20090 Milanofiori Assago (MI)

Redazione Giuridica:
Corso Vittorio Emanuele II, 44 - 10123 Torino
Sito Internet: www.utetgiuridica.it
e-mail: info@wkigiuridica.it

UTET GIURIDICA® è un marchio registrato e concesso in licenza da UTET S.p.A. a Wolters Kluwer Italia S.r.l.

I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica, di riproduzione e di adattamento totale o parziale, con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm e le copie fotostatiche), sono riservati per tutti i Paesi.

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5 della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le riproduzioni diverse da quelle sopra indicate (per uso non personale – cioè, a titolo esemplificativo, commerciale, economico o professionale – e/o oltre il limite del 15%) potranno avvenire solo a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da AIDRO, Corso di Porta Romana, n. 108, 20122 Milano, e-mail segreteria@aidro.org e sito web www.aidro.org

L'elaborazione dei testi, anche se curata con scrupolosa attenzione, non può comportare specifiche responsabilità per eventuali errori o inesattezze.

Project editor: Pietro Giordano
Redazione libri e riviste: Antonella Prandino
Editing: Editrix - Torino
Ufficio tecnico: Giuseppe Milano
Composizione: LT77 - Torino
Stampa: L.E.G.O. S.p.A. - Lavis (TN)

ISBN: 978-88-598-0576-2

INDICE SOMMARIO

TOMO PRIMO

INTRODUZIONE

MERCATI, STRUMENTI FINANZIARI E CONTRATTI DI INVESTIMENTO DOPO LA MIFID

ENRICO GABRIELLI e RAFFAELE LENER

I – LA PRIVATIZZAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

- | | | |
|--|-----------|----|
| 1. Premessa | <i>p.</i> | 3 |
| 2. Le società di gestione | » | 8 |
| 3. Il ruolo delle autorità pubbliche | » | 10 |

II – VALORI MOBILIARI E STRUMENTI FINANZIARI

- | | | |
|---|---|----|
| 4. Il concetto di valore mobiliare e la sollecitazione del pubblico risparmio | » | 14 |
| 5. Valore mobiliare e strumento finanziario. La direttiva 93/22/CEE | » | 22 |
| 6. Valore mobiliare e strumento finanziario nel nuovo assetto normativo | » | 26 |

III – SERVIZI E CONTRATTI DI INVESTIMENTO

- | | | |
|---|---|----|
| 7. I servizi di investimento nella direttiva 93/22/CE e nel testo unico del 1998 | » | 29 |
| 8. I servizi e le attività di investimento dopo la MiFID | » | 30 |
| 9. La “graduazione” del sistema di tutela del cliente | » | 33 |
| 10. I contratti delle imprese di investimento e il problema della tipicità contrattuale | » | 37 |

PARTE I

REGOLE DI CONDOTTA E RAPPORTI CON LA CLIENTELA

CAPITOLO PRIMO

TUTELA GIURISDIZIONALE DEI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO

GINA GIOIA

- | | | |
|---|---|----|
| 1. La tutela giurisdizionale del risparmiatore tra normativa italiana e diritto comunitario | » | 53 |
| 2. La legislazione italiana sulla tutela dell’investitore | » | 57 |

3. Le varie figure di investitore e la tutela diversificata	<i>p.</i>	65
4. La responsabilità del promotore finanziario e del mediatore creditizio	»	70
5. La responsabilità dell'intermediario e del promotore finanziario	»	81
6. Le regole di condotta dell'intermediario	»	90
7. Le fattispecie di responsabilità	»	94
7.1. Violazione dell'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo da parte dell'intermediario finanziario	»	95
7.2. Violazione degli obblighi informativi nei confronti dei clienti	»	98
7.3. Situazioni di conflitto di interessi dell'intermediario nelle negoziazioni dei titoli	»	105
8. Il concorso di colpa dell'investitore	»	109
9. Danno risarcibile	»	111
10. Nullità per omesse indicazioni	»	112
11. Responsabilità dell'autorità di vigilanza	»	113
12. Il rito speciale applicabile alle controversie iniziate dagli investitori	»	119
13. L'onere della prova	»	120
14. Le azioni di classe	»	124

CAPITOLO SECONDO

LE CLAUSOLE VESSATORIE NEI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO

GIORGIO LENER

1. Premessa	»	129
2. Contratti aventi ad oggetto la prestazione di servizi finanziari e contratti aventi ad oggetto, tra l'altro, valori mobiliari e strumenti finanziari	»	135
3. La qualifica di consumatore nell'ambito dei contratti del mercato finanziario. Un caso esemplificativo: la giurisprudenza sulla fidejussione	»	140
4. Rapporti tra la disciplina in tema di clausole vessatorie e la disciplina vigente al tempo dell'entrata in vigore della novella: in particolare, gli artt. 117 e 118 t.u.b. e il contratto di credito al consumo	»	148
5. Le deroghe previste dall'art. 33, 3° e 4° co., del codice del consumo: le deroghe nei contratti aventi ad oggetto la prestazione di servizi finanziari	»	158
5.1. (<i>Segue</i>). Il recesso <i>ex art. 33, 3° co., lett. a)</i> , del codice del consumo	»	165
5.2. (<i>Segue</i>). Lo <i>jus variandi ex art. 33, 3° co., lett. b)</i> , e 4° co., del codice del consumo	»	171
6. Le deroghe nei contratti aventi ad oggetto, tra l'altro, valori mobiliari e strumenti finanziari	»	174
7. Le clausole di indicizzazione	»	176

CAPITOLO TERZO

“SERVIZIO” E “CONTRATTO” NEL RAPPORTO FRA INTERMEDIARIO E CLIENTE

ANDREA TUCCI

1. Forme di tutela e tipologie di clienti	»	181
---	---	-----

2. Gli obblighi di condotta e la (problematica) distinzione fra “servizi discrezionali” e “servizi esecutivi”	p.	186
3. La “classificazione” dei clienti fra certezza ed effettività delle regole . .	»	193
4. Disciplina dei servizi e disciplina del contratto nel mercato finanziario .	»	200

CAPITOLO QUARTO
**L'INFORMAZIONE NELLA PRESTAZIONE
 DEI SERVIZI D'INVESTIMENTO:
 GLI OBBLIGHI DEGLI INTERMEDIARI**

MARCO CIAN

1. Il sistema normativo: obiettivi e principi	»	213
2. La classificazione dei clienti	»	221
3. L'obbligo di informazione attiva. Il contenuto delle informazioni	»	224
4. Le modalità di erogazione: informazione standardizzata e personalizzata; il supporto materiale; il tempo dell'adempimento	»	228
5. L'obbligo di costante aggiornamento delle informazioni	»	231
6. L'obbligo di informazione passiva. La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza dell'operazione	»	233

CAPITOLO QUINTO
**LE REGOLE DI CONDOTTA
 DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI**

PAOLA LUCANTONI

1. Le regole di condotta degli intermediari finanziari: l'impianto sistematico della disciplina	»	239
2. La prospettiva storica. Dalla legge Sim al recepimento della MiFID: la progressiva enfattizzazione della diversificazione della tutela in funzione dei soggetti e dei servizi	»	242
3. I criteri generali di diligenza, correttezza e trasparenza nel dialogo con le regole di condotta e di organizzazione interna	»	254
4. La classificazione dei clienti e lo statuto normativo applicabile: controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio	»	259
5. La graduazione delle regole di condotta in base alla tipologia dei servizi: la valutazione di adeguatezza	»	265
5.1. (<i>Segue</i>). Il giudizio di appropriatezza	»	268
5.2. (<i>Segue</i>). I servizi di <i>execution only</i>	»	269
6. Il criterio della <i>best execution</i> nella prospettiva dell'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati	»	269
7. Il conflitto di interessi quale prototipo della traduzione delle regole di condotta in regole di organizzazione	»	272
8. La violazione delle regole di condotta: i rimedi risarcitori	»	275

CAPITOLO SESTO
LE VALUTAZIONI DI ADEGUATEZZA
E DI APPROPRIATEZZA NEI RAPPORTI CONTRATTUALI
FRA INTERMEDIARIO E CLIENTE

VALERIA SANTOCCHI

1. Il problema dell'asimmetria informativa e il dovere di informare	<i>p.</i>	281
2. L'art. 21 t.u.f.	»	285
2.1. La “ <i>know your merchandise rule</i> ” e la “ <i>know your customer rule</i> ” alla luce dell'art. 21 t.u.f.	»	289
2.2. L'adeguatezza	»	292
2.3. L'appropriatezza	»	297
2.4. Le operazioni <i>execution only</i>	»	299
3. Le operazioni in conflitto d'interessi	»	301
4. La violazione delle regole di adeguatezza e appropriatezza	»	305

CAPITOLO SETTIMO
CONFLITTI DI INTERESSE FRA INTERMEDIARIO E CLIENTE

RAFFAELE LENER

1. Il problema	»	313
2. Le direttive MiFID di primo e secondo livello	»	314
3. La posizione del Cesr	»	317
4. La disciplina italiana dei servizi di investimento	»	318
5. Il sistema dell'art. 21 t.u.f. <i>ante</i> -MiFID	»	319
6. Il sistema <i>post</i> -MiFID e la classificazione dei clienti	»	320
7. Conseguenze della nuova classificazione	»	323
8. In particolare: i nuovi concetti di “adeguatezza” e “appropriatezza” . .	»	323
9. La “gestione” dei conflitti di interesse nella nuova normativa	»	326
10. La tutela processuale del cliente	»	329
11. La gestione collettiva nel t.u.f.	»	332
12. <i>Disclosure</i> preventiva e gestione collettiva	»	333
13. La separazione patrimoniale come presidio preventivo contro i conflitti di interesse del gestore collettivo	»	335

CAPITOLO OTTAVO
L'ONERE DELLA PROVA NEI GIUDIZI DI RISARCIMENTO
DANNI NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

EDOARDO RULLI

1. Onere della prova e art. 23, 6° co., d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: una disciplina derogatoria?	»	339
2. La portata specifica della norma	»	345
3. L'ambito di applicazione della norma: responsabilità contrattuale, extra- contrattuale e precontrattuale	»	349
4. Differenziazione dei clienti e onere della prova	»	356

CAPITOLO NONO

**LA TRASPARENZA DELLE CONDIZIONI CONTRATTUALI
NELLE OPERAZIONI DI CREDITO AI CONSUMATORI**

MADDALENA MARCHESI

1. Premessa	<i>p.</i>	361
2. La trasparenza delle condizioni contrattuali	»	366
3. La nozione di credito al consumo	»	368
4. L'informazione precontrattuale	»	376
5. I messaggi pubblicitari	»	382
6. I contratti e le comunicazioni alla clientela	»	385
7. La trasparenza nella direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori	»	388
8. Il d.lg. n. 141/2010: prime riflessioni sulla riforma	»	392

CAPITOLO DECIMO

**I PATRIMONI DISTINTI
NEL DIRITTO DEL MERCATO FINANZIARIO**

CHIARA PETRONZIO

1. Introduzione	»	399
2. I patrimoni distinti: tra questione terminologica e inquadramento siste- matico	»	401
3. Caratteristiche ed effetti della separazione patrimoniale nel servizio di gestione collettiva del risparmio e nei servizi di investimento e accessori	»	403
4. Caratteristiche ed effetti della separazione patrimoniale nei patrimoni destinati ad uno specifico affare delle s.p.a.	»	409
5. Caratteristiche ed effetti della separazione patrimoniale nei patrimoni con vincolo di destinazione di cui all'art. 2645 <i>ter</i> c.c.	»	417
6. Conclusioni	»	422

CAPITOLO UNDICESIMO

**I NUOVI STRUMENTI STRAGIUDIZIALI DI SOLUZIONE
DELLE CONTROVERSIE IN MATERIA BANCARIA
E FINANZIARIA**

LAURA BERGAMINI

**I – I MECCANISMI STRAGIUDIZIALI DI RISOLUZIONE
DELLE CONTROVERSIE E LE LITI IN MATERIA
DI SERVIZI BANCARI E FINANZIARI**

1. Premessa. I meccanismi stragiudiziali di soluzione delle liti	»	429
2. L'esperienza italiana negli ADR per la soluzione delle liti del mercato finanziario: l'evoluzione da meccanismi di tipo privatistico ai meccanismi introdotti dalla l. n. 262/2005	»	435

3. Gli ADR e le controversie in materia di servizi bancari e finanziari: strumento al *crossroad* fra interessi privati e pubblici nell'accresciuto ruolo delle autorità di vigilanza p. 440

II – ARBITRO BANCARIO FINANZIARIO

4. Fonti normative: art. 29 l. n. 262/2005, delibera Cicr n. 275 e delibera della Banca d'Italia 18 giugno 2009 » 444
 5. Ambito di applicazione » 447
 6. Arbitro bancario finanziario: struttura e rapporto con la Banca d'Italia . » 451
 7. Accesso alla procedura di fronte all'Arbitro bancario finanziario » 456
 8. La procedura di fronte all'Arbitro bancario finanziario » 459
 9. Decisione e pubblicazione degli inadempimenti » 461

III – ARBITRATO PRESSO LA CONSOB

10. Fonti normative: art. 27 l. n. 262/2005, decr. n. 179/2007 e regolamenti attuativi Consob » 467
 11. Ambito di applicazione » 471
 12. Camera di conciliazione e arbitrato: natura giuridica e funzioni » 474
 13. (*Segue*). Problemi di legittimità del meccanismo di soluzione stragiudiziale delle liti amministrato dalla Camera » 480
 14. Patto compromissorio » 486
 15. Costituzione e composizione del tribunale arbitrale » 489
 16. Procedimento » 492
 17. Arbitrato semplificato e indennizzo » 495

PARTE II

INTERNET E MERCATI TELEMATICI

CAPITOLO DODICESIMO

LA DISCIPLINA DEI SISTEMI MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE

MARTINA MOSCO

1. Premessa » 507
 2. Le sedi di negoziazione in Italia prima della MiFID » 508
 3. Le nuove sedi di negoziazione intervenuta la MiFID: sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici » 511
 4. Le fonti normative primarie e secondarie delle sedi di negoziazione nel sistema MiFID » 513
 5. Sistemi multilaterali di negoziazione: autorizzazione, funzionamento e accesso degli operatori » 516
 6. Il regime di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione per i sistemi multilaterali di negoziazione » 519
 7. Sistemi multilaterali di negoziazione: ammissione, sospensione ed esclusione degli strumenti finanziari » 523

8. La nuova disciplina dell'art. 205 t.u.f.: quotazione nei sistemi multilaterali di negoziazione	p.	525
9. La recente estensione della disciplina degli abusi di mercato ai sistemi multilaterali di negoziazione	»	528
10. I principali sistemi multilaterali di negoziazione in Italia e negli altri Stati membri e le relative quote di mercato	»	530
11. Un primo bilancio dell'impatto della MiFID sui mercati	»	532

CAPITOLO TREDICESIMO

LE BORSE MERCI

ELISABETTA BANI

1. La Borsa merci	»	535
1.1. Panoramica storica	»	535
1.2. Struttura del mercato	»	537
1.3. Contratti a pronti	»	547
1.4. Contratti a termine	»	551
2. La borsa elettrica e del gas	»	552
2.1. Struttura del mercato elettrico	»	552
2.2. Contratti a pronti	»	555
2.3. Contratti a termine	»	555
2.4. Struttura del mercato del gas	»	556

CAPITOLO QUATTORDICESIMO

CONTRATTI CONCLUSI SUL SISTEMA TELEMATICO DI BORSA

RANIERI RAZZANTE

1. La regolamentazione della borsa in Italia: cenni ricostruttivi	»	561
2. I mercati telematici: le regole di negoziazione ed i riflessi sui contenuti negoziali	»	567
3. Le tipologie di contratti: <i>genus</i> o <i>species</i> ?	»	576
4. I profili di tutela dell'investitore: cenni	»	583

CAPITOLO QUINDICESIMO

LA COMMERCIALIZZAZIONE VIA *INTERNET* DI SERVIZI DI INVESTIMENTO E STRUMENTI FINANZIARI E IL *TRADING ON LINE*

RAFFAELE TORINO

1. Commercializzazione, promozione e collocamento a distanza di servizi di investimento e strumenti finanziari	»	590
2. La disciplina della commercializzazione via <i>internet</i> di servizi di investimento e prodotti finanziari fra t.u.f., codice del consumo e decreto sul commercio elettronico	»	593
2.1. Ambito soggettivo di applicazione del t.u.f., del codice del consumo e del decreto sul commercio elettronico	»	596

2.2. Ambito oggettivo di applicazione del t.u.f., del codice del consumo e del decreto sul commercio elettronico	p.	598
3. Promozione e collocamento a distanza tramite l' <i>internet</i> di servizi di investimento e strumenti finanziari	»	599
4. Gli obblighi informativi gravanti sull'intermediario che commercializza via <i>internet</i> servizi di investimento e strumenti finanziari	»	603
4.1. Codice del consumo	»	604
4.1.1. Contratti con operazioni successive	»	607
4.2. T.u.f. e reg. Consob n. 16190/2007	»	609
4.3. Decreto sul commercio elettronico	»	612
5. La conclusione via <i>internet</i> del contratto avente ad oggetto servizi di investimento o strumenti finanziari	»	613
5.1. Modalità di stipulazione del contratto via <i>internet</i> . Profili generali	»	613
5.2. La stipulazione via <i>internet</i> di contratti aventi a oggetto servizi di investimento e strumenti finanziari	»	616
5.2.1. Contratti con operazioni successive	»	618
5.2.2. Forma scritta e adesione a offerta pubblica di sottoscrizione	»	620
5.2.3. Forma scritta e sottoscrizione di quote di OICR	»	621
6. Il diritto di recesso riconosciuto al consumatore	»	622
7. Irrinunciabilità dei diritti da parte del consumatore e legge applicabile	»	625
8. Sanzioni amministrative pecuniarie e vigilanza	»	626
9. Il <i>trading on line</i>	»	626
9.1. Il contratto di <i>trading on line</i> e i contratti accessori	»	628
9.2. La valutazione di appropriatezza e il contenuto del contratto di <i>trading on line</i>	»	629
9.3. L'esecuzione del contratto di <i>trading on line</i>	»	631
9.3.1. L'esecuzione degli ordini e la " <i>best execution</i> "	»	631
9.3.2. Gestione degli ordini, rendiconti e registrazioni	»	632
9.3.3. Rendiconti	»	634
9.3.4. Continuità del servizio e interruzioni del collegamento telematico	»	635
9.3.5. Ordini impartiti per errore	»	636
9.3.6. Sicurezza della trasmissione degli ordini e riservatezza delle informazioni in transito sull' <i>internet</i>	»	637
9.4. Corrispettivi e incentivi	»	637
9.5. Il <i>day trading on line</i>	»	638
9.6. Negozi finanziari e spazi dedicati al <i>trading on line</i>	»	640
9.7. <i>Trading on line</i> e abusiva sollecitazione dell'investimento	»	641

CAPITOLO SEDICESIMO

LA FIRMA ELETTRONICA NEI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO

DOMENICO PICCOLANTONIO

1. Introduzione	»	647
2. Le firme elettroniche nell'ordinamento italiano	»	650

3. Contratti finanziari redatti in forma di documento informatico	<i>p.</i>	658
3.1. Il «rischio informatico»	»	659
3.2. L'identificazione del soggetto che propone l'investimento	»	661
4. Uso della forma scritta e del documento informatico nei contratti finanziari	»	664
5. I problemi connessi all'uso pratico delle firme elettroniche nell'attività contrattuale	»	671
5.1. L'uso non autorizzato del dispositivo di firma. La «firma apocrifa»	»	673
5.2. Il ruolo del «certificatore qualificato». I limiti di uso del certificato qualificato. Profili di responsabilità	»	685
5.3. (<i>Segue</i>). Modificazioni o cessazione della firma digitale	»	691
6. Conclusioni	»	692

PARTE III

GESTIONE E CONSULENZA

CAPITOLO DICIASSETTESIMO

CONTRATTO DI GESTIONE DI PORTAFOGLI

MONICA COSSU

I – INQUADRAMENTO DELLA FATTISPECIE

1. Natura giuridica del contratto. La causa della gestione di portafogli . .	»	699
2. L'insieme dei valori individuali in gestione come patrimonio di destinazione	»	712
3. Il gestore. Diligenza professionale e responsabilità	»	721
3.1. (<i>Segue</i>). Sim e diritto speciale	»	727

II – IL TIPO CONTRATTUALE GESTIONE DI PORTAFOGLI

4. La cooperazione gestoria tra cliente ed impresa di investimento. Trasparenza e diritto di informazione	»	735
4.1. Le «clausole generali» come fonte normativa del contratto nella disciplina previgente...	»	738
4.2. (<i>Segue</i>). ... e nel testo unico della finanza	»	750
5. Gestione di portafogli e <i>best execution</i>	»	755
5.1. I parametri di riferimento significativi	»	759
6. L'oggetto del contratto: dalla nozione di «patrimonio» alla nozione di «portafogli di investimento»	»	761
7. La forma del contratto	»	764
8. La gestione di portafogli quale contratto nominato e tipico all'interno della categoria «contratti di investimento»: considerazioni di sintesi . .	»	769
9. Ipotesi di cattivo esito della gestione: la determinazione del danno risarcibile nella gestione di portafogli	»	775

III – LA «CRISI» DEL GESTORE E I SUOI RIFLESSI SUL CONTRATTO

- | | | |
|---|----|-----|
| 10. Liquidazione coatta amministrativa dell'impresa di investimento e «risoluzione» del contratto di gestione | p. | 776 |
| 11. Diritto dell'investitore alla restituzione del portafogli: opponibilità del vincolo di destinazione | » | 781 |

CAPITOLO DICIOTTESIMO**L'ESERCIZIO DEL VOTO
CON GLI STRUMENTI FINANZIARI GESTITI**MARIO STELLA RICHTER *JR*

- | | | |
|--|---|-----|
| 1. Il diritto di voto relativo a strumenti finanziari gestiti individualmente e collettivamente | » | 791 |
| 2. Investitori professionali e istituzionali e governo delle società quotate | » | 792 |
| 3. Incentivi all'esercizio del voto e disciplina della legittimazione all'esercizio del voto nelle società quotate | » | 796 |
| 4. L'interesse delle SGR | » | 798 |
| 5. Potere di voto e potere di orientamento dei fondi comuni d'investimento | » | 799 |
| 6. Le norme regolamentari | » | 802 |
| 7. Le previsioni autoregolamentari | » | 803 |
| 8. Strategie e politiche di voto | » | 804 |
| 9. Informazioni sulle strategie di voto e sui voti esercitati | » | 807 |
| 10. Il voto di lista e il procedimento deliberativo | » | 809 |
| 11. Presentazione e votazione delle liste da parte di una coalizione di investitori | » | 812 |

CAPITOLO DICIANNOVESIMO**I FONDI SPECULATIVI**

FILIPPO ANNUNZIATA

- | | | |
|---|---|-----|
| 1. Premessa | » | 817 |
| 2. I tratti generali | » | 818 |
| 2.1. La specializzazione soggettiva | » | 821 |
| 2.2. Il divieto di sollecitazione | » | 823 |
| 2.3. Le regole di condotta | » | 830 |
| 2.4. I fondi "single manager" e il c.d. "prime broker" | » | 831 |
| 2.5. Le prospettive di regolazione sul piano transnazionale | » | 833 |

CAPITOLO VENTESIMO**I FONDI RISERVATI**

FILIPPO ANNUNZIATA

- | | | |
|--|---|-----|
| 1. Introduzione | » | 839 |
| 2. I fondi riservati | » | 841 |
| 2.1. Investimenti effettuabili | » | 842 |

2.2. Fondi riservati e disciplina della sollecitazione	<i>p.</i>	844
2.3. Investitori qualificati: impatti e aspetti definatori	»	847
2.4. Trasferimento: validità del negozio	»	851
3. Fondi e forma	»	855

CAPITOLO VENTUNESIMO

I FONDI PENSIONE

MADDALENA MARCHESI

1. Premessa	»	859
2. L'evoluzione della disciplina della previdenza complementare	»	860
3. Fondi pensione e forme pensionistiche complementari: fonti e destinatari	»	863
4. Costituzione e <i>governance</i>	»	865
5. La gestione finanziaria	»	867
6. L'erogazione delle prestazioni	»	872
7. I fondi pensione aperti e forme pensionistiche individuali	»	874
8. La vigilanza	»	876

CAPITOLO VENTIDUESIMO

TUTELA DELLA SFERA PRIVATA E SOLLECITAZIONE DELLE DELEGHE DI VOTO

MASSIMILIANO ATELLI

1. Introduzione	»	881
2. La sollecitazione delle deleghe con modalità invasive e le relative ricadute di ordine contrattuale	»	885
3. Conclusioni	»	890

CAPITOLO VENTITREESIMO

IL CONTRATTO DI *PRIME BROKERAGE*

RAFFAELE LENER

1. Premessa	»	895
2. Il ruolo del c.d. <i>prime broker</i>	»	896
3. I contratti di <i>prime brokerage</i> nella esperienza italiana	»	897
4. Le garanzie a favore del <i>broker</i>	»	898
5. Le garanzie assistite dalla c.d. <i>rehypothecation</i>	»	899
6. La legge applicabile alla garanzia	»	900
7. La direttiva comunitaria sui contratti di garanzia finanziaria (cc.dd. <i>financial collateral arrangements</i>)	»	903
8. La "sufficiente indicazione" dell'oggetto della garanzia	»	903
9. Condizioni di liceità della garanzia	»	905
10. Concessione di <i>rehypothecation rights</i>	»	906
11. Ruolo della depositaria	»	907

12. Controlli delle autorità di vigilanza	<i>p.</i>	909
13. Evidenza della costituzione in garanzia presso il depositario italiano . .	»	910
14. Il vincolo a favore del <i>prime broker</i> nell'ipotesi di apertura di una "procedura di insolvenza" a carico della SGR	»	911
15. Effetti della separazione patrimoniale	»	912

CAPITOLO VENTIQUEATTRESIMO

MALA GESTIO **E PROFILI DI RESPONSABILITÀ** **DEL GESTORE PATRIMONIALE**

DANIELE MAGNO

1. Premessa	»	917
2. Il fenomeno della gestione patrimoniale	»	918
3. La responsabilità del gestore individuale	»	920
4. La responsabilità del gestore collettivo	»	929
5. Criteri generali e responsabilità del gestore	»	934
6. La responsabilità del gestore nel diritto giurisprudenziale	»	947

CAPITOLO VENTICINQUESIMO

LA GESTIONE INFEDELE **DI PORTAFOGLI DOPO IL RECEPIMENTO** **DELLA DIRETTIVA MIFID**

GIANLUCA SCARCHILLO

1. Introduzione	»	961
2. Il fondamento costituzionale della tutela penale dei mercati finanziari .	»	969
3. L'art. 38 del decreto Eurosim: la fattispecie di <i>mala gestio</i>	»	972
4. Dal decreto Eurosim all'art. 167 t.u.f.: l'ampliamento della fattispecie .	»	978
5. Elementi costitutivi del reato. <i>a)</i> Interesse tutelato; <i>b)</i> Soggetti attivi; <i>c)</i> La condotta tipica; <i>d)</i> Il conflitto d'interessi; <i>e)</i> Il danno per gli investitori; <i>f)</i> Il dolo specifico	»	983
6. La natura contravvenzionale	»	1004
7. La clausola di riserva e il problema dei rapporti con altre figure di reato	»	1005
8. Profili di diritto comparato	»	1008
9. Riflessioni conclusive	»	1013

CAPITOLO VENTISEIESIMO

IL CONTRATTO **DI CONSULENZA FINANZIARIA**

FILIPPO PARRELLA

1. Cenni storici: dalla legge Sim alla MiFID	»	1021
2. Le riserve di attività nel decreto attuativo della MiFID	»	1025
3. Gli elementi della fattispecie	»	1028
4. L'obiettività delle raccomandazioni	»	1037

5. La tipicità del contratto alla luce della disciplina pubblicistica del servizio: conseguenze	p.	1041
6. La forma	»	1050
7. Il contenuto attraverso l'analisi dei modelli contrattuali	»	1054

CAPITOLO VENTISETTESIMO
CONTRATTI PARASOCIALI
E *TRUST* NEL MERCATO FINANZIARIO
 ANDREA TUCCI

1. I contratti parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società ..	»	1061
1.1. (<i>Segue</i>). Contratti parasociali e disciplina dei mercati finanziari ..	»	1069
2. Le diverse tipologie di contratti parasociali	»	1071
3. Il definitivo riconoscimento della loro validità «in linea di principio» e i problemi rimasti irrisolti	»	1078
3.1. Il problema dell'esecuzione in forma specifica del vincolo parasociale e gli strumenti elaborati dalla prassi	»	1089
4. Il <i>trust</i> come possibile strumento di coercibilità degli obblighi parasociali ..	»	1099
4.1. Gli effetti della costituzione di azioni in <i>trust</i> sull'esercizio dei diritti sociali	»	1103
4.2. Gli effetti della costituzione di azioni in <i>trust</i> sul potere di disposizione delle azioni	»	1110
5. Contratti parasociali e disciplina delle società quotate	»	1112
5.1. Trasparenza degli assetti proprietari e obblighi di pubblicità	»	1112
5.2. Contratti parasociali e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio	»	1117
5.2.1. (<i>Segue</i>). Il problema del recesso dai contratti parasociali e la posizione del <i>trustee</i>	»	1118

TOMO SECONDO

PARTE IV
NEGOZIAZIONE, MEDIAZIONE E COLLOCAMENTO

CAPITOLO VENTOTTESIMO
CONTRATTI DI NEGOZIAZIONE
E “NEGOZIAZIONE D'ORDINI”
 RANIERI RAZZANTE

1. I principi generali e comuni. Contratti e servizi di investimento	»	1127
2. I contratti per la prestazione di servizi di investimento	»	1133
3. I singoli ordini di negoziazione. Profili problematici	»	1142
4. Gli obblighi di informativa precontrattuale	»	1146
5. Considerazioni conclusive	»	1151

CAPITOLO VENTINOVESIMO
IL CONTRATTO DI “COLLOCAMENTO”
FUORI SEDE DI STRUMENTI FINANZIARI
E DI SERVIZI DI INVESTIMENTO

ANGELA MARIA CAROZZI e ROBERTO FRANCESCO SCHIAVELLI

1. Evoluzione normativa della fattispecie	p.	1157
2. I connotati essenziali del servizio di collocamento	»	1165
2.1. Le modalità di svolgimento del servizio di collocamento	»	1169
2.2. (Segue). L'integrazione verticale del collocamento	»	1172
2.3. La disciplina del contratto di collocamento	»	1175
3. I connotati dell'attività di offerta fuori sede	»	1182
3.1. La natura dell'attività	»	1183
3.2. Il luogo di svolgimento dell'attività di offerta fuori sede	»	1185
3.3. I destinatari della disciplina dell'offerta fuori sede	»	1189
3.4. I soggetti abilitati allo svolgimento dell'attività di offerta fuori sede	»	1191
3.5. L'oggetto dell'attività di offerta fuori sede e la distinzione con il servizio di collocamento	»	1194
3.6. La disciplina speciale dei contratti di collocamento conclusi fuori sede: la sospensione dell'efficacia dei contratti ed il diritto di recesso	»	1199
3.7. (Segue). L'obbligo di avvalersi di promotori finanziari	»	1204

CAPITOLO TRENTESIMO
L'OFFERTA FUORI SEDE:
ASSETTI ISTITUZIONALI E DI CONTROLLO

VALERIA RENZULLI

1. La fattispecie	»	1215
2. Regole di comportamento e presidi organizzativi	»	1220
2.1. (Segue). Il controllo <i>ex post</i> della Consob	»	1228
2.2. (Segue). Il regime autorizzatorio per l'esercizio dell'offerta fuori sede da parte dei promotori finanziari	»	1230
3. L'assetto istituzionale della vigilanza sull'attività di offerta fuori sede: brevi considerazioni preliminari alla luce della direttiva 2004/39/CE ..	»	1231
3.1. (Segue). Il dualismo istituzionale nell'esercizio dei controlli sui promotori finanziari	»	1233
3.2. L'Organismo per la tenuta dell'albo unico dei promotori finanziari: profili riguardanti la titolarità e la separazione delle funzioni di vigilanza e di gestione dell'albo	»	1239
3.3. L'evoluzione normativa della titolarità della funzione di gestione dell'albo dei promotori	»	1242
4. Gli aspetti organizzativi della vigilanza sui consulenti finanziari: l'Organismo dei consulenti finanziari persone fisiche	»	1245
5. L'allocazione istituzionale dei controlli sugli operatori del mercato: analisi <i>de iure condendo</i> dell'Organismo dei mediatori creditizi e degli agenti in attività finanziaria	»	1251

CAPITOLO TRENTUNESIMO
MERCATO ASSICURATIVO:
CONTRATTO, IMPRESA, CONTROLLI
 GIUSEPPE CARRIERO

1. I soggetti operanti nel mercato	p.	1261
2. L'interesse pubblico alla supervisione	»	1262
3. L'evoluzione legislativa	»	1264
4. (<i>Segue</i>). Il codice delle assicurazioni	»	1265
5. (<i>Segue</i>). La legge sulla tutela del risparmio	»	1268
6. Assetti strutturali dell'Isvap	»	1272
7. Finalità e limiti del controllo	»	1275
8. L'attuazione del codice delle assicurazioni	»	1280
9. Prospettive future	»	1281

CAPITOLO TRENTADUESIMO
COLLOCAMENTO DI STRUMENTI FINANZIARI
IN PERIODO DI *GREY MARKET*
 FABIANO DE SANTIS

1. <i>Grey market</i> : definizione ed origini storiche	»	1285
2. Il mercato euroobbligazionario e la prassi delle negoziazioni in periodo di <i>grey market</i>	»	1289
3. Il collocamento degli <i>Eurobonds</i> Cirio	»	1296
4. <i>Grey market</i> : liceità delle contrattazioni e profili di responsabilità degli intermediari	»	1299
5. Le negoziazioni in periodo di <i>grey market</i> e l'introduzione dell'art. 100 <i>bis</i> t.u.f.	»	1308

CAPITOLO TRENTATREESIMO
L'ART. 100 *BIS* T.U.F. SULLA CIRCOLAZIONE
DEI PRODOTTI FINANZIARI
 VALERIO SANGIOVANNI

1. Introduzione e riferimenti normativi	»	1313
2. La rivendita di prodotti finanziari e la nozione di offerta al pubblico (art. 100 <i>bis</i> , 1° co., t.u.f.)	»	1318
3. Offerta al pubblico e collocamento riservato a investitori qualificati (art. 100 <i>bis</i> , 2° co., t.u.f.)	»	1319
4. Il caso particolare dell'emissione all'estero di prodotti finanziari	»	1324
5. I rimedi a disposizione dell'acquirente (art. 100 <i>bis</i> , 3° co., prima frase, t.u.f.)	»	1329
6. Le sanzioni amministrative e il coordinamento con il diritto societario (art. 100 <i>bis</i> , 3° co., seconda frase, t.u.f.)	»	1335
7. L'eccezione per i titoli di Stato (art. 100 <i>bis</i> , 4° co., t.u.f.)	»	1336

CAPITOLO TRENTAQUATTRESIMO

LA BEST EXECUTION

ANTONIO DI GASPARÉ

1. Introduzione	p.	1341
2. La <i>b.e.</i> nella disciplina previgente	»	1344
3. Enucleazione della <i>best execution rule</i> : dalla trasparenza delle condizioni contrattuali all'obbligo di «servire al meglio l'interesse del cliente» ...	»	1346
4. La <i>b.e.</i> nella disciplina vigente	»	1350
5. Informazioni e strategia di esecuzione degli ordini	»	1353
6. Autorganizzazione e vigilanza	»	1355
7. Obbligo di rendiconto e inversione dell'onere della prova	»	1357
8. Violazione della <i>best execution</i>	»	1358

CAPITOLO TRENTACINQUESIMO

I CONTRATTI DI PRONTI CONTRO TERMINE

FEDERICO PERNAZZA

1. Le origini e la definizione della fattispecie	»	1363
2. La funzione economica delle operazioni “pronti contro termine”	»	1367
3. La natura giuridica del contratto e la comparazione con le fattispecie simili	»	1369
3.1. Pronti contro termine e riporto	»	1375
3.2. Pronti contro termine e compravendita di titoli	»	1378
4. I contratti di pronti contro termine quali contratti di garanzia finanziaria	»	1380
5. Le parti	»	1383
6. La conclusione delle operazioni e la loro formalizzazione	»	1384
7. Gli strumenti finanziari oggetto di trasferimento	»	1385
8. La durata	»	1387
9. I diritti e gli obblighi delle parti	»	1388
10. L'escussione della garanzia e la clausola di <i>close-out netting</i>	»	1393
11. La rappresentazione contabile	»	1395
12. I pronti contro termine e le procedure concorsuali	»	1398
13. Cenni alla disciplina fiscale	»	1401

CAPITOLO TRENTASEIESIMO

CONTRATTI DI SWAP

ELENA PAGNONI

1. Funzione economica ed evoluzione nella pratica	»	1405
2. Questioni di qualificazione giuridica	»	1412
3. Disciplina nella giurisprudenza	»	1416
4. Gli <i>swap</i> nelle procedure concorsuali	»	1419

CAPITOLO TRENTASETTESIMO

TOTAL RETURN EQUITY SWAP

ALBERTO LUPOI

1. Il piano del lavoro	p.	1423
2. I prodotti finanziari derivati nelle piazze finanziarie internazionali (titoli uniformi, non di massa)	»	1424
3. Gli scambi OTC	»	1425
4. La lingua dei derivati e la loro uniformità	»	1427
5. Il <i>total return equity swap</i> (“Tres”)	»	1430
6. Configurazione del Tres	»	1431
7. Il rischio finanziario	»	1432
8. I modi in cui può terminare il Tres	»	1432
9. La posizione economica e giuridica delle parti	»	1433
10. La recente esperienza del mercato USA. Il caso “CSX Corporation” ..	»	1434
11. Gli aspetti giuridici del caso CSX	»	1436
12. Lo stato della regolamentazione italiana vigente	»	1439
13. La posizione della Consob sulla evoluzione della regolamentazione ...	»	1441
14. Riguardando il problema. Due aspetti: l’operazione e la “titolarità” ..	»	1442

CAPITOLO TRENTOTTESIMO

**I CONTRATTI FINANZIARI
DEL TRADING NEI MERCATI ENERGETICI**

MATTEO FALCIONE

1. I mercati energetici liberalizzati	»	1447
2. Il <i>trading</i> di energia elettrica	»	1449
3. La finanziarizzazione del <i>trading</i> di energia elettrica	»	1453
4. La borsa elettrica	»	1457
5. Il <i>trading</i> di gas naturale	»	1460
6. La finanziarizzazione del <i>trading</i> di gas naturale	»	1463
7. Verso la borsa del gas naturale	»	1464

PARTE V

FINANZIAMENTI E GARANZIE

CAPITOLO TRENTANOVESIMO

**CARTOLARIZZAZIONE:
RIFLESSIONI CRITICHE E CRISI FINANZIARIA**

ANDREA PERONA e SIMONE SEPE

1. Definizione	»	1471
2. Origini	»	1474

3. Funzione economica della <i>securitization</i> ed assetto finanziario dell'im- presa	p.	1475
4. Lo schema economico fondamentale della <i>securitization</i>	»	1481
5. <i>Securitization</i> e crisi finanziaria	»	1489

CAPITOLO QUARANTESIMO

LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI

LISIA CAROTA

I – GENESI E STRUTTURA DI UN NUOVO MODELLO GIURIDICO: LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI

1. Nozione e origine della figura	»	1501
2. Le ragioni economiche della cartolarizzazione e le ragioni giuridiche della previsione legislativa del fenomeno	»	1504
3. Analisi della fattispecie: la struttura dell'operazione	»	1513
4. (<i>Segue</i>). La collocazione dei titoli presso gli investitori	»	1516
5. (<i>Segue</i>). La valutazione di merito del credito (<i>rating</i>) e la prestazione di garanzie di supporto	»	1519
6. (<i>Segue</i>). L'attività di <i>servicing</i>	»	1520
7. Le finalità dei soggetti economici coinvolti nell'operazione di cartolariz- zazione.	»	1521

II – LA SEPARAZIONE PATRIMONIALE NELL'AMBITO DELLA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI

8. Corrispondenza della situazione giuridica delineata dalla l. n. 130/1999 con la nozione di “patrimonio separato”, in conformità con il <i>nomen</i> <i>iuris</i> utilizzato	»	1524
9. La situazione giuridica disciplinata dalla l. n. 130/1999, più in particolare, come ipotesi di “patrimonio separato” in senso stretto (o di “segrega- zione patrimoniale”)	»	1528
10. Irrilevanza dello schema utilizzato per realizzare la cartolarizzazione ri- spetto al verificarsi della “separazione”	»	1531
11. La separazione patrimoniale nell'ipotesi di più operazioni di cartolariz- zazione poste in essere da uno stesso soggetto	»	1534

III – LA CARTOLARIZZAZIONE ATTUATA MEDIANTE CESSIONE DEI CREDITI

12. Rilievi generali	»	1536
13. La natura giuridica della cessione del credito come giustificazione della “flessibilità” dell'istituto e della sua utilizzazione anche nell'ambito della cartolarizzazione dei crediti	»	1538
14. In particolare la disciplina della cessione dei crediti nella cartolarizza- zione: l'efficacia della cessione riguardo al debitore ceduto	»	1542
15. (<i>Segue</i>). Il trasferimento degli accessori del credito	»	1547

16. (*Segue*). L'efficacia della cessione riguardo ai terzi p. 1549
 17. (*Segue*). La riduzione del rischio di revocatoria fallimentare » 1549

IV – LA QUALIFICAZIONE GIURIDICA DELLA CARTOLARIZZAZIONE

18. Premessa » 1551
 19. L'ipotesi ricostruttiva della vendita sottostante alla cessione dei crediti alla società per la cartolarizzazione e del prestito sottostante all'emissione dei titoli da parte di questa. Critica » 1552
 20. La possibilità di ricostruire la fattispecie attraverso lo schema del mandato senza rappresentanza ad acquistare crediti » 1562
 21. Una terza ipotesi ricostruttiva: il ricorso al modello dell'associazione in partecipazione. Critica » 1577
 22. Cessione di crediti a fondi comuni di investimento: l'ipotesi prevista nell'art. 7, 1° co., lett. b) » 1584
 23. Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento [art. 7, 1° co., lett. a)]: la necessità di configurare anche in questo caso un rapporto gestorio » 1589
 24. (*Segue*). Il contenuto dell'attività gestoria » 1591
 25. La dissociazione cessionaria/emittente » 1595
 26. L'emissione di obbligazioni bancarie garantite » 1596

CAPITOLO QUARANTUNESIMO

CONTRATTI DI *LEASING*

RENATO CLARIZIA

1. L'operazione in Italia e i tentativi *de iure condendo* » 1601
 2. Il concedente » 1606
 3. L'utilizzatore » 1607
 4. La principale normativa » 1609
 5. Clausole di esonero da responsabilità e trasferimento dei rischi attinenti al bene » 1612
 6. La rilevanza del collegamento negoziale nell'operazione di locazione finanziaria. Il patto di riacquisto » 1613
 7. I due tipi di locazione finanziaria nella giurisprudenza della Corte di Cassazione. La disciplina della risoluzione del contratto » 1620
 8. La causa di finanziamento e la proprietà in funzione di finanziamento . » 1626
 9. La disciplina del contratto. Osservazioni conclusive » 1630
 10. Il *leasing* operativo » 1637
 11. Il *leasing* al consumo » 1640
 12. Il *leasing* pubblico » 1644
 13. La locazione finanziaria immobiliare » 1651
 14. Il *lease back* » 1654
 15. La locazione finanziaria di autoveicoli, di navi e di aeromobili » 1663

CAPITOLO QUARANTADUESIMO

CONTRATTI DI *FACTORING*

RENATO CLARIZIA

1. Il <i>factoring</i> italiano. La l. 21 febbraio 1991, n. 52	p.	1667
2. L'operazione di <i>factoring</i> è tipizzata nella l. n. 52/1991	»	1671
3. La qualificazione dell'operazione ai sensi della l. n. 52/1991	»	1677
4. L'operazione di <i>factoring</i> nella l. n. 52/1991, nel t.u.b. e nella modulistica	»	1679
5. La giurisprudenza più recente sulla qualificazione dell'operazione di <i>factoring</i>	»	1683
6. Il cedente	»	1686
7. Il debitore ceduto	»	1688
8. La natura dei crediti cedibili	»	1689
9. La garanzia di solvenza	»	1697
10. La funzione dell'anticipo e l'efficacia della cessione nei confronti di terzi	»	1701
11. La rilevanza della dichiarazione di accettazione della cessione	»	1707
12. La disciplina delle eccezioni	»	1710
13. La disciplina fallimentare	»	1716

CAPITOLO QUARANTATREESIMO

**LE GARANZIE FINANZIARIE.
PROFILI GENERALI**

ENRICO GABRIELLI

1. Dalle garanzie mobiliari del credito ai contratti di garanzia finanziaria .	»	1725
2. Il quadro delle direttive europee in materia di garanzie finanziarie . . .	»	1732
3. Il reg. CE n. 1346/2000 sulle procedure di insolvenza	»	1734
4. La direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli e il d.lg. 12 aprile 2001, n. 210 . .	»	1735
5. La direttiva 2002/47/CE in materia di contratti di garanzia finanziaria .	»	1738
6. Il contenuto della direttiva 2002/47/CE	»	1739
7. Il d.lg. 21 maggio 2004, n. 170 e l'introduzione nell'ordinamento interno della categoria dei contratti di garanzia finanziaria. L'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo	»	1745
8. La fattispecie «contratto di garanzia finanziaria». Il tipo contrattuale e la sua disciplina	»	1749
9. Il diritto di uso della garanzia	»	1753
10. L'escussione della garanzia finanziaria: ragionevolezza, condizioni di realizzo e criteri di valutazione	»	1756
11. La regolazione di diritto concorsuale delle garanzie finanziarie	»	1759
12. La nuova direttiva 2009/44/CE in materia di contratti di garanzia finanziaria. Modifiche formali e modifiche sostanziali	»	1763
<i>Indice analitico</i>	»	1771

CAPITOLO QUINTO

**LE REGOLE DI CONDOTTA
DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI**

di

PAOLA LUCANTONI

CAPITOLO QUINTO

LE REGOLE DI CONDOTTA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

SOMMARIO: 1. Le regole di condotta degli intermediari finanziari: l'impianto sistematico della disciplina. – 2. La prospettiva storica. Dalla legge Sim al recepimento della MiFID: la progressiva enfaticizzazione della diversificazione della tutela in funzione dei soggetti e dei servizi. – 3. I criteri generali di diligenza, correttezza e trasparenza nel dialogo con le regole di condotta e di organizzazione interna. – 4. La classificazione dei clienti e lo statuto normativo applicabile: controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio. – 5. La graduazione delle regole di condotta in base alla tipologia dei servizi: la valutazione di adeguatezza. – 5.1. (*Segue*). Il giudizio di appropriatezza. – 5.2. (*Segue*). I servizi di *execution only*. – 6. Il criterio della *best execution* nella prospettiva dell'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati. – 7. Il conflitto di interessi quale prototipo della traduzione delle regole di condotta in regole di organizzazione. – 8. La violazione delle regole di condotta: i rimedi risarcitori.

1. *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: l'impianto sistematico della disciplina.*

La normativa in materia di servizi di investimento è caratterizzata da un modello di tutela incentrato sulla contestuale disciplina degli aspetti soggettivi degli intermediari e sugli aspetti oggettivi dell'attività, inerenti le regole di condotta che gli intermediari autorizzati devono osservare nella prestazione dei servizi di investimento¹.

¹ Sulla distinzione tra regole di condotta e regole di validità nella materia finanziaria, cfr., DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, Banca borsa, 1993, I, 290, che sottolinea come il legislatore ricorra a *regole di comportamento* che hanno per oggetto la condotta dei soggetti che esercitano l'attività di intermediazione mobiliare «e non

Le norme di condotta, in particolare, trovano una loro giustificazione nell'esigenza di contenere i costi di agenzia che sorgono nella prestazione dei servizi di investimento, a ragione della asimmetria informativa che caratterizza i rapporti tra intermediari e investitori. La tutela si fa, in tale prospettiva, più stringente proprio nei confronti di quelle categorie di investitori, non professionali, su cui gravano più alti costi transattivi in termini di acquisizione ed elaborazione delle informazioni necessarie per effettuare un investimento consapevole in strumenti finanziari. Specularmente, per i soggetti dotati di esperienza e conoscenze professionali dei mercati finanziari, un arretramento degli strumenti di tutela è funzionale a una maggiore rapidità e efficienza nell'esecuzione delle operazioni².

Al riguardo, il legislatore, ai sensi dell'art. 21, 1° co., lett. a), d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58 (d'ora in poi, t.u.f.), «per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati finanziari» fissa regole “speciali” che presiedono alla condotta degli intermediari, cristallizzando, in particolare, regole di comportamento nella dialettica tra cliente e intermediari, che toccano i tre diversi momenti della vicenda contrattuale: quello «informativo», quello «genetico-formale» e quello «operativo-esecutivo»³.

Il complesso delle norme a tal fine disposte è, invero, assai articolato.

regole di validità, che invece hanno generalmente riguardo ai singoli atti e/o negozi, fissandone i requisiti e la cui mancanza determina generalmente la invalidità dell'atto». Sul tema cfr. *infra*, in questo Cap., § 8.

² In tutti i servizi di investimento, ed in maniera più accentuata nella gestione di portafoglio, l'intermediario esercita un controllo sulle scelte finanziarie del cliente, a causa del *gap* informativo tra le parti. Si instaura, così, tra intermediario e investitore, una relazione fiduciaria, possibile fonte di comportamenti opportunistici.

Sull'utilizzo del modello economico dell'*agency* per interpretare l'intermediazione finanziaria v., per tutti, SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, *passim*. Nella letteratura anglosassone, EASTERBROOK e FISCHER, *Contract and Fiduciary Duty*, *Journal of Law & Economics*, 1993, XXXVI, 425.

Sul tema dell'asimmetria informativa, AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, LXXXIV, 488, premio Nobel con Stiglitz e Spence, che analizza i comportamenti dei soggetti economici in presenza di asimmetrie informative, riformulando una concezione macroeconomica in continuità con Keynes. Nella letteratura interna, cfr., per tutti, PERRONE, *Obblighi informativi, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MiFID*, in *Id.* (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 1 ss.; *Id.*, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, *Banca borsa*, 2006, I, 372 ss.

³ Tripartizione evidenziata da CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, *Banca borsa*, 1994, I, 31.

Con l'espressione "regole di condotta" (o il sinonimo "regole di comportamento") ci si riferisce al sistema di norme, di fonte primaria e secondaria, che, a ragione della specificità dei contratti aventi ad oggetto i servizi e le attività di investimento, delineano una disciplina speciale in punto di obblighi pre-contrattuali e contrattuali in capo agli intermediari stessi.

L'attuale impianto sistematico delle regole in esame, profondamente modificato dalla normativa comunitaria, si snoda intorno a clausole generali e a criteri specifici di condotta, graduati in base alla tipologia del cliente e alla natura del servizio.

È previsto, in particolare, un ampio ventaglio di obblighi informativi (c.d. *duty of disclosure*) a carico dell'intermediario che coprono la fase pre-contrattuale e quella dell'esecuzione del contratto, e coinvolgono i profili soggettivi e oggettivi inerenti al servizio finanziario. Sono fissati, poi, obblighi fondamentali a carico dell'impresa di investimento, su un duplice piano di criteri generali, di diligenza, correttezza e trasparenza, e di criteri particolari, di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione e norme sull'esecuzione dei contratti alle condizioni migliori.

Ne discende un regime di protezione del cliente che poggia, come risulta di particolare evidenza nella disciplina sul conflitto di interessi, largamente su obblighi dell'intermediario di tipo procedimentale: la complessità della disciplina, infatti, accentua il legame tra regole di condotta e organizzazione interna. L'organizzazione dell'intermediario finanziario diventa, presumibilmente, il terreno sul quale misurare la capacità dell'impresa di adempiere ai propri obblighi di condotta, con ricadute sul piano dell'eventuale inadempimento⁴.

Questo il piano del presente lavoro.

L'indagine, dopo un rapido *excursus* storico, meramente descrittivo, che dia conto dell'evoluzione della normativa in materia nella direzione della progressiva enfaticizzazione della diversificazione della tutela in funzione dei soggetti e dei servizi, sarà incentrata sull'esame dell'impianto delle regole di condotta, muovendosi dai principi generali alle regole particolari di comportamento, graduate in funzione della tipologia del cliente e dei servizi di investimento resi.

⁴ In argomento v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 4^a ed., Torino, 2008, 127, che sottolinea come intere aree della disciplina dei comportamenti si traducono, nel sistema *post-MiFID*, oltre che in regole di condotta in sé, nella procedimentalizzazione dell'agire.

2. La prospettiva storica. Dalla legge Sim al recepimento della MiFID: la progressiva enfattizzazione della diversificazione della tutela in funzione dei soggetti e dei servizi.

Analizzando il tema delle regole di condotta nella prospettiva storica, emerge come il legislatore, interno e comunitario, abbia progressivamente enfattizzato un approccio alla disciplina basato sulla diversificazione della tutela in funzione delle categorie di investitori e della tipologia dei servizi di investimento.

Storicamente, un primo embrione di normativa sulle *conducts of business* si trova già nella l. 2 gennaio 1991, n. 1 (d'ora in poi, l. Sim), all'art. 6, rubricato proprio «Principi generali e regole di comportamento»⁵.

L'impianto, rimasto peraltro inalterato anche nel contesto odierno, si incentrava sulla standardizzazione di regole comportamentali, principalmente basate sulla previsione di oneri informativi, e sulla delega alle autorità di settore di un potere regolamentare in materia.

In linea con gli altri ordinamenti europei⁶, la disciplina della l. Sim imponeva agli intermediari di comportarsi «con diligenza, correttezza, professionalità nella cura dell'interesse del cliente» [art. 6, 1° co., lett. a)]. La norma imponeva ampi doveri informativi [art. 6, 1° co., lett. b), d) ed e)], un contenuto del contratto scritto con il cliente [art. 6, 1° co., lett. c)] e vincoli organizzativi per il contenimento del conflitto di interessi [art. 6, 1° co., lett. g) e h)]. Quanto alla normativa secondaria, la Consob, in virtù della delega di cui all'art. 9, 2° co., l. Sim, aveva emanato il reg. 2 luglio 1991, n. 5387⁷.

⁵ Sull'esigenza di una disciplina degli intermediari che vada al di là della mera informazione e trasparenza, ante l. Sim, P. MARCHETTI, *La disciplina degli intermediari*, in AA.VV., *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986, 117 ss., cui adde COSTI (a cura di), *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80*, Milano, 1990, *passim*.

⁶ Per una ricostruzione in chiave comparatistica, pur nel contesto della l. Sim, delle regole di condotta, LOBUONO, *Le regole di comportamento degli intermediari mobiliari tra istanze professionali e disciplina del mercato: l'esperienza inglese e francese*, *Riv. dir. civ.*, 1991, 99 ss. e ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforma dei mercati*, Milano, 1993, *passim*.

⁷ Per un commento alle regole di condotta nella vigenza della l. Sim si rinvia a MINERVINI, *Sim e organizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, *Corriere giur.*, 1991, 129 ss.; COSTI, *Prime note esegetiche in tema di società di intermediazione mobiliare*, *Dir. banca e mercato fin.*, 1992, I, 149 ss.; DI CATALDO, *Lo "statuto speciale" delle Sim*, *Banca borsa*, 1992, I, 149 ss.; REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità pre-contrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, *ivi*, 1994, I, 624; SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 175; SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, *Riv. società*, 1994, 791, che pone in

Ne risultava un «contratto di investimento» caratterizzato da uno spiccato formalismo, funzionale a garantire al cliente una adeguata informazione sulla natura e rischi dell'operazione. I doveri informativi potevano, invero, scindersi nelle due categorie, valide anche negli interventi legislativi successivi, del «dovere di informare» il cliente e «dovere di informarsi» sul cliente.

La tutela del cliente debole, finalità principale della l. Sim, era, comunque, perseguita con strumenti propri del diritto dei contratti e in linea di continuità con esso⁸.

Sulla disciplina interna incise la direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, c.d. direttiva Isd (acronimo di *Investment Services Directive* d'ora in poi, direttiva Isd)⁹.

La direttiva Isd, prima pietra angolare del quadro legislativo comunitario per i mercati finanziari, si proponeva essenzialmente di realizzare l'armonizzazione essenziale, necessaria e sufficiente per pervenire al reciproco riconoscimento delle autorizzazioni e dei sistemi di vigilanza prudenziale nel contesto europeo. A tal fine, fissava le «norme di comportamento» funzionali alla «stabilità e al buon funzionamento del sistema finanziario» e alla «protezione degli investitori» (3° e 41° considerando), tenendo conto delle «varie esigenze di tutela degli investitori e del loro livello di esperienza professionale» (32° considerando).

L'art. 11 della direttiva Isd, in particolare, dettava i principi destinati a costituire il contenuto minimo delle «norme di comportamento» delle imprese di investimento, da applicarsi in modo da tenere conto della «natura professionale della persona a cui è rivolto il servizio» e se opportuno, da applicarsi «anche ai servizi accessori»; regole modellate in gran parte sui

evidenza il dialogo della disciplina speciale con i principi generali. Con particolare riferimento all'applicazione della l. Sim all'attività di intermediazione mobiliare esercitata dalle banche ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, Banca borsa, 1996, 635 ss.

⁸ Così CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 17. Esprime perplessità sull'efficacia di un sistema di norme comunitarie, primarie e secondarie, che inonda il risparmiatore di carte ma rischia di lasciarlo «disinformato» SCHLESINGER, *Mercato finanziario e regolamentazione operativa*, Banca borsa, 1992, 721 ss.

⁹ Sul tema v., anche per i riferimenti alla letteratura straniera, i commenti di FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, Riv. società, 1995, 623 ss. e spec. 625, nt. 5, per una ricostruzione delle varie proposte di direttiva e dei lavori preparatori; ANNUNZIATA, *Commento alle direttive 93/22 e 93/6*, Corriere giur., 1994, 424 ss.; con particolare riferimento alla disciplina dei *Chinese Walls* ID., *Intermediari finanziari e agire disinteressato: i profili organizzativi*, Banca borsa, 1994, I, 634 ss.; WYMEERSCH, *Il recepimento delle Direttive europee sui servizi di investimento nell'ordinamento degli Stati membri*, Riv. società, 1997, 400 ss.

principi Iosco (*International Organization of Securities Commissions*), elaborati nel 1990.

Tra i principi dell'art. 11 della direttiva Isd, in affinità con quanto già contenuto nella l. Sim, si segnalano i doveri di agire in modo «leale ed equo», con «la competenza, l'impegno e la diligenza necessari», «nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato»; «informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto riguarda i servizi richiesti»; «trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i clienti»; «sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo».

Il recepimento della direttiva Isd nel sistema italiano costituì, altresì, l'occasione per l'avvio di un processo di riordino dell'intera disciplina finanziaria. Con la l. 6 febbraio 1996, n. 52, infatti, il legislatore delega il Governo ad emanare vuoi decreti legislativi per il recepimento della direttiva Isd, vuoi decreti per l'unificazione della normativa sugli intermediari e sui mercati finanziari.

Quanto al primo aspetto, il d.lg. 23 luglio 1996, n. 415, c.d. decreto Eurosim, recepisce la direttiva Isd e, in materia di regole di condotta, all'art. 17, traspone le disposizioni di cui all'art. 11 della direttiva Isd. La Consob, nell'ambito della vigilanza regolamentare, emana il reg. 30 settembre 1997, n. 10943, sulla prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori¹⁰.

Numerose le modifiche rispetto alla l. Sim.

Ai fini della nostra indagine, rileva evidente una differente strutturazione degli *standards* generali di riferimento dell'attività dell'intermediario. L'art. 6 l. Sim, infatti, distingueva, già nella rubrica, tra «Principi generali e regole di comportamento» e indicava i parametri della «diligenza, correttezza e professionalità» come funzionali alla tutela del solo «interesse del cliente». Con l'art. 17, 1° co., lett. a), del decreto Eurosim, che corrisponde solo parzialmente al dettato comunitario¹¹, si realizza un ampliamento delle

¹⁰ Per un commento agli obblighi di comportamento nella vigenza del decreto Eurosim si rinvia a MIOLA e PISCITELLO, *Commento sub art. 17*, in CAMPOBASSO (a cura di), *L'Eurosim. D.lgs. luglio 1996, n. 415*, Milano, 1997, 117 ss.; ALPA e GAGGERO, *I servizi di investimento in valori mobiliari nel decreto Eurosim*, Milano, 1997, 47 ss. Cfr., per ulteriori spunti, R. LENER, *Decreto Eurosim: il sistema di vigilanza*, Soc., 1996, 108 ss. e PISCITELLO, *La Consob e gli intermediari finanziari: il nuovo regolamento sulla prestazione dei servizi di investimento*, *Banca borsa*, 1998, II, 381.

¹¹ L'art. 11, 1° co., punti 1 e 2 della direttiva Isd, di fatti, si riferisce all'agire «in modo leale ed equo», nonché con «la competenza, l'impegno e la diligenza necessaria». Il tenore

finalità di tutela, che viene esteso non solo alla tutela dell'investitore ma anche all'«integrità del mercato». Ne risulta che il giudizio di diligenza e correttezza deve essere condotto avendo non solo a riferimento la singola operazione con l'investitore ma anche gli interessi generali del mercato¹².

Ulteriore elemento di novità è la sostituzione, del criterio della «professionalità», di cui all'art. 6, 1° co., lett. a), l. Sim, con quello della «trasparenza», che viene così a ricomporre la triade dei parametri di riferimento dell'attività dell'intermediario, giustapponendosi alla «diligenza e correttezza». Peraltro, il parametro della professionalità potrebbe essere recuperato proprio come attributo della diligenza che, ai sensi dell'art. 1176, 2° co., c.c., deve valutarsi con riguardo «all'attività esercitata dal soggetto».

Il legislatore italiano non traspone nel testo italiano, invece, i riferimenti del dettato comunitario alla lealtà, equità, impegno e competenza, sebbene poi la competenza e l'impegno possano essere ricompresi nella diligenza, professionale, e la lealtà e l'equità nella correttezza.

Il riordino della disciplina dei mercati finanziari avviene, poi, ad opera del d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58 (d'ora in poi t.u.f.), provvedimento legislativo incentrato su un sistema di ampia delegificazione alle autorità di vigilanza del settore¹³.

Nel passaggio dal decreto Eurosim al t.u.f., la disciplina delle regole di condotta viene a collocarsi, nel titolo II, rubricato «Servizi e attività di investimento», al capo, «Svolgimento dei servizi e delle attività». In particolare la normativa si costruisce intorno all'art. 21, rubricato «Criteri generali» e agli artt. 26 ss. reg. Consob n. 11522/1998 (d'ora in poi, vecchio reg. intermediari), emanato in attuazione dell'art. 6, 2° co., t.u.f., con cui viene delegato alla Consob, sentita la Banca d'Italia, il potere di disciplinare «il comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori», tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi.

dell'art. 17 del decreto Eurosim è differente anche rispetto ai criteri indicati nell'art. 21, 1° co., lett. h), l. del. n. 52/1996, che si riferisce alla «cura dell'interesse del cliente e dell'integrità del mercato, di diligenza, di correttezza, di trasparenza e di equità».

¹² Sul tema si rinvia a RABITTI BEDOGNI, *Commento sub art. 21, comma 1, lett. a e b*, in ID. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 171.

¹³ Per un esame del fenomeno della amministrativizzazione del diritto degli intermediari finanziari si rinvia a DI CHIO, *D. lgs. 58/1998. Gli intermediari: il sistema di vigilanza e l'esercizio dei servizi di investimento*, Soc., 1998, 502; ROSA, *I "regolamenti attuativi" in materia di Sim*, in CERA (a cura di), *La regolamentazione dei soggetti finanziari nell'attività normativa delle autorità*, Milano, 2002, 93 ss.; M. RESCIGNO, *Autorità indipendenti e controllo giurisdizionale: un rapporto difficile*, *ivi*, 2001, 523 ss.

La disciplina regolamentare fissa numerose disposizioni di dettaglio nel vecchio reg. intermediari, in applicazione dei criteri generali di cui all'art. 21 t.u.f. – sulle quali si tornerà più avanti, nel raffronto con la disciplina *de iure condito* – applicabili ai differenti servizi di investimento e funzionali a tradurre, nel sistema italiano, la c.d. *suitability doctrine* dell'esperienza anglosassone¹⁴.

Principio cardine intorno al quale ruota l'intero sistema del t.u.f. è l'acquisizione, da parte dell'intermediario, di un *consenso informato* alle operazioni finanziarie, ottenibile, nei casi estremi, anche attraverso un sistema di dichiarazioni a incastro, spesso di natura autoreferenziale.

Quanto alla differenziazione della disciplina in base alla tipologia della clientela, l'art. 31 vecchio reg. intermediari disponeva la disapplicazione pressoché totale delle regole di condotta, anche quelle in punto di conflitto di interessi, agli «operatori qualificati», ad eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo delle parti.

L'art. 31, 2° co., vecchio reg. intermediari, forniva un elenco di soggetti abilitati (promotori finanziari, intermediari autorizzati, società di gestione del risparmio, fondi pensione, compagnia di assicurazione, soggetti esteri autorizzati a svolgere queste attività, società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106, 107 e 113 t.u.b.) cui si aggiungeva la categoria delle società o persone giuridiche in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante. Il parametro di riferimento per l'individuazione della nozione di operatore qualificato consisteva, per le persone fisiche, nel possesso dei requisiti di professionalità stabiliti (ai sensi dell'art. 13, 1° co., t.u.f. dal regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, con d.m. 11 novembre 1998, n. 468) per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, fondazioni bancarie, a condizione che documentassero la sussistenza di dette condizioni.

¹⁴ Sul tema si rinvia a COSTI e ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da Cottino, Padova, 2004, 335 ss. e, per il contesto nordamericano, BOOTH, *The Suitability Rule, Investor Diversification, and the Using Spread to Measure Risk*, *Business Law*, 1998, LIV, 1599, ove un'ampia disamina, ricca di riferimenti giurisprudenziali, sulla NASD Conduct Rule 2310, ai sensi della quale: «*In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs*». L'A. rileva come la *suitability rule* sia «*one of the most common issues arising in disputes between brokers and customers*».

In argomento cfr., altresì, POSER, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, *Brigham Young University Law Review*, 2001, 1493.

Il sistema di classificazione rischiava, così, di fondarsi su dichiarazioni autoreferenziali.

La regola della *suitability*, poi, veniva ricostruita, ai sensi dell'art. 21, 1° co., lett. b), t.u.f., come un dovere dell'intermediario di informarsi sul cliente (c.d. *know your customer rule*) e di informare il cliente sulle caratteristiche dello strumento finanziario oggetto dei servizi di investimenti prestatati (c.d. *know your merchandise rule*)¹⁵. A tal fine l'intermediario, ai sensi dell'art. 28, 1° co., lett. a), vecchio reg. intermediari, nella fase pre-contrattuale, doveva chiedere, all'investitore, «notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché la sua propensione al rischio».

La *know your customer rule* era, poi, funzionale alla valutazione dell'adeguatezza dell'operazione che, ai sensi dell'art. 29, 1° co., vecchio reg. intermediari, era il criterio orientatore delle scelte dell'intermediario per conto dell'investitore.

Pur tuttavia, dal combinato disposto di cui agli artt. 28, 1° co., lett. a), e 29, 3° co., vecchio reg. intermediari, sembrava ricavarsi che l'intermediario, pur in ipotesi di cliente reticente nel fornire le informazioni o di palese inadeguatezza delle operazioni, fosse liberato se avesse acquisito un "consenso informato" dell'investitore. Tema questo, come noto, all'origine di un'alluvione di pronunce giurisprudenziali a difesa del c.d. risparmio tradito¹⁶.

Al fenomeno interno di riordino della materia relativa all'intermediazione finanziaria corrisponde, sul versante comunitario, l'avvio di un procedimento di discussione sull'efficacia della normativa a gestire la sempre maggiore complessità degli strumenti finanziari oggetto dei servizi di investimento.

Le regole di condotta poste dall'art. 11 della direttiva Isd, difatti, si rivelavano sì generiche che le autorità di controllo dei mercati europei avvertirono l'esigenza di costituire, l'8 dicembre 1997, a Parigi, la Fesco¹⁷ (*Forum for European Securities Commissions*) con gli obiettivi, tra gli altri, di implementare l'armonizzazione delle regole di svolgimento dei servizi finanziari¹⁸.

¹⁵ Su questi temi v. SARTORI, *op. cit.*, 201 ss.; MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, Riv. dir. privato, 2005, 575 ss. e spec. 582.

¹⁶ In argomento si rinvia a INZITARI e PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, *passim*. Sugli orientamenti di merito v. l'ampia ricostruzione di DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela degli investitori*, Milano, 2009, *passim*.

¹⁷ Commissione presieduta da Tommaso Padoa Schioppa, l'allora presidente della Consob.

¹⁸ Al riguardo, v. il documento Fesco di proposta di revisione delle regole di condotta in funzione delle categorie di investitori: *Implementation of article 11 of the ISD: Categorisation of Investors for the Purpose of Conduct of Business Rules*, marzo 2000 (00-FESCO-A), disponibile sul sito www.cesr.eu.

Contestualmente l'11 maggio 1999, la Commissione europea approva il *Financial Services Actions Plan*¹⁹, piano di armonizzazione europea delle discipline dei servizi di investimento, diretto ad assicurare, a livello europeo, un mercato finanziario integrato²⁰.

A tal fine, nel 2001, viene, altresì, istituito il Cesr (*Committee of European Securities Regulators*), in sostituzione della Fesco, che dedica particolare attenzione all'armonizzazione delle *conducts of business*, con riguardo al diverso regime di *investor protection* in ragione della tipologia di cliente²¹.

Le regole di condotta degli intermediari finanziari vengono, da ultimo, completamente riscritte dal complesso impianto sistematico della normativa c.d. MiFID (acronimo di *Markets in Financial Instruments Directive*), che prevede tre livelli di armonizzazione.

Difatti, secondo il processo, adottato con la risoluzione del Consiglio europeo di Stoccolma del marzo 2001, elaborato dal Comitato dei saggi, c.d. comitato Lamfalussy, in materia di regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari, la disciplina comunitaria fissa, nella direttiva 2004/39/CE (c.d. 1° livello), i principi generali della regolamentazione. Tali principi generali sono poi dettagliati dalle misure di esecuzione (c.d. 2° livello), elaborate dalla Commissione europea con due provvedimenti: i) il reg. n. 1287/2006, concernente in generale la disciplina dei mercati, e in specie la regolamentazione in tema di "*pre-trade e post-trade transparency*" delle operazioni; ii) la direttiva 2006/73/CE, che fissa le disposizioni di dettaglio nell'area delle regole di condotta e di organizzazione degli intermediari che prestano servizi o attività di investimento. Il 3° livello di armonizzazione, c.d. livello di *supervisory convergence*, viene affidato ad appositi organi tecnici: in particolare, al Cers e all'Esc (*European Securities Committee*), che coordinano le consultazioni con gli operatori dei mercati finanziari.

Complesso è, invero, l'intreccio delle finalità che intende perseguire la normativa MiFID²²: tra queste assume preminenza il tema dei rapporti tra gli intermediari e i clienti.

¹⁹ C.d. FSAP, adottato l'11 maggio 1999 dalla Commissione europea, v. COM (1999) 232 dell'11 maggio 1999.

²⁰ V., al riguardo, la comunicazione della Commissione CE, «Applicazione delle norme di comportamento di cui all'art. 11 della direttiva relativa ai servizi di investimento (93/22/CEE)», COM (2000) 722 del 14 novembre 2000.

²¹ Il riferimento è al documento Cers, aprile 2002, ref CRSR/01-014d, «*A European Regime of Investor Protection. The Harmonization of Conduct of Business Rules*»; Id., luglio 2002, ref CRSR/02-098b, «*A European Regime of Investor Protection. The Professional and the Counterparty Regimes*».

²² Per una disamina sulle finalità della normativa MiFID v. A. NIGRO, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MiFID*,

Il nuovo impianto di regole comunitarie è, infatti, più ampio e articolato rispetto alla direttiva Isd, posto che la crescita del numero degli investitori e la complessità dei servizi e strumenti offerti nei mercati finanziari impone di assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un grado di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine (1° considerando della direttiva MiFID 2004/39/CE).

La graduazione delle misure di tutela in funzione della tipologia del cliente raggiunge, in tale direttiva, la sua massima applicazione: secondo il 31° considerando della direttiva MiFID 2004/39/CE «le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti)». Classificazione, quest'ultima, che comporta un diverso statuto normativo applicabile ai clienti che è molto rigoroso, in ipotesi di «clienti al dettaglio» mentre «si può rinunciare all'applicazione delle norme di comportamento in caso di operazioni concluse o concordate con controparti qualificate» (40° e 41° considerando della direttiva MiFID 2004/39/CE e art. 24 della direttiva 2004/39/CE).

Numerose sono le modifiche introdotte riguardo alle classi di clienti e alle modalità della classificazione, contenute nella sezione II dell'all. 2 della direttiva 2004/39/CE, funzionali ad ancorare la riduzione di tutela alla valutazione di parametri di «competenza, esperienza e conoscenze» del cliente da accertarsi, non tramite dichiarazioni autoreferenziali del cliente, ma in base a parametri fissati dal legislatore comunitario²³.

Nella sezione II, rubricata «Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori» della direttiva 2004/39/CE, all'art. 19, vengono stabilite le «norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di

Dir. banca e mercato fin., 2008, 3 ss., che individua sei linee guida che muovono il legislatore comunitario per la realizzazione di un mercato comunitario dei servizi finanziari integrato, concorrenziale efficiente e affidabile: l'ampliamento dell'area sottoposta a regolamentazione; l'omogeneizzazione delle regole destinate a governare il settore; il potenziamento e il coordinamento della vigilanza; il rafforzamento in termini di competenza e solidità delle imprese di investimento; l'affinamento e l'articolazione degli strumenti di protezione del risparmiatore-investitore e l'innalzamento del grado di concorrenza. V., altresì, CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, *passim*.

²³ Per qualche spunto sulla classificazione proposta dal legislatore comunitario si rinvia a CHIONNA, *L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato finanziario rispetto ad una società*, *Banca borsa*, 2005, II, 53 ss. e RUGGERI, *L'operatore qualificato con particolare riguardo ai contratti di swap*, *ivi*, 2006, I, 413 ss.

servizi di investimento ai clienti». Tra queste si segnalano, in linea di continuità con la direttiva Isd, il dovere, ai sensi dell'art. 19, § 1, di agire in modo «onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei clienti», offrendo, *ex art.* 19, § 2, informazioni «corrette, chiare e non fuorvianti»; in particolare, ai sensi dell'art. 19, § 3, si impone di fornire ai clienti «in una forma comprensibile informazioni appropriate» sull'impresa di investimento, gli strumenti finanziari, le sedi di esecuzione e sui costi e oneri connessi cosicché i clienti possano «ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa».

Novità di rilievo è l'introduzione di un meccanismo di graduazione delle regole di condotta in base alla tipologia dei servizi di investimento offerti, incentrato sulle regole dell'«adeguatezza», «appropriatezza» e «mera esecuzione»²⁴.

In merito all'«adeguatezza», ai sensi dell'art. 19, § 4, quando si effettua la «consulenza in materia di investimenti» o la «gestione di portafogli», 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 per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente».

Quanto all'«appropriatezza», secondo l'art. 19, § 5, per «i servizi di investimento diversi dalla consulenza e gestione di portafogli», le imprese di investimento chiedono al cliente o potenziale cliente, di «fornire le informazioni in merito alle sue conoscenze e esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto è adatto al cliente».

Si applica la regola della «mera esecuzione», in virtù dell'art. 19, § 6, quando la prestazione di servizi di investimento consiste nella «esecuzione e/o ricezione e trasmissione di ordini del cliente» le imprese di investimento possono essere autorizzate a prestare detti servizi «senza che sia

²⁴ Per un primo commento su questi temi v. SPREAFICO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza*, in *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di Zitiello, Torino, 2007, 196 ss.; SANGIOVANNI, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario tra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva Mifid*, *Contr.*, 2007, 245 ss.; FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva Mifid.*, *ivi*, 583 ss.

necessario ottenere le informazioni», se sono soddisfatte le condizioni che si tratti di «strumenti negoziati su mercati regolamentati», il servizio sia prestato su «iniziativa del cliente», il cliente è «informato» della modalità di mera esecuzione.

La direttiva prevede, altresì, la redazione di un accordo di base in cui siano fissati i diritti e obblighi delle parti in ordine alla prestazione dei servizi di investimento (art. 19, § 7, della direttiva 2004/39/CE; art. 39 della direttiva 2006/73/CE).

La regola della «*best execution*» chiude il sistema delle regole di condotta, fissando, ai sensi dell'art. 21 della direttiva 2004/39/CEE, l'«obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente».

La direttiva di 2° livello, 2006/73/CE, fissa, al capo III, la disciplina di dettaglio riguardo alle regole di condotta, finalizzate ad «assicurare un livello di tutela degli investitori applicato in modo uniforme attraverso l'introduzione di standard e requisiti chiari che disciplinino la relazione tra l'impresa di investimento e la sua clientela», tenendo conto «della natura del cliente» ovvero «della sua qualità di cliente al dettaglio o professionale» (5° considerando). Al riguardo, fissa i «requisiti di informazione appropriati e proporzionati che tengano conto dello *status* del cliente» e dell'obiettivo della direttiva 2004/39/CE di «assicurare un giusto equilibrio tra la tutela degli investitori e gli obblighi di comunicazione che si applicano alle imprese di investimento» (44° considerando). Ne consegue che gli obblighi di informazione per i «clienti professionali» sono «meno rigorosi» di quelli dei «clienti al dettaglio», poiché i clienti professionali «dovrebbero poter individuare autonomamente le informazioni di cui necessitano per poter prendere una decisione informata e chiedere alle imprese di investimento di fornirgliel»²⁵.

La direttiva di 2° livello mira, altresì, a definire misure di dettaglio per le regole di condotta in funzione della tipologia di servizio reso (56° e 58° considerando). Ai fini dell'«adeguatezza», di cui all'art. 19 della direttiva 2004/39/CE, un'operazione può non essere adatta al cliente «a causa dei rischi degli strumenti finanziari in questione, del tipo di operazione, delle caratteristiche dell'ordine o della frequenza delle negoziazioni» (57° considerando). L'esperienza pregressa in «un ciclo di contrattazioni aventi ad

²⁵ Particolare enfasi viene posta, nella direttiva di 2° livello, sull'informazione. Si rinvia, in proposito, al 44° considerando per i riferimenti all'«adeguatezza dell'informazione»; al 47° considerando, per la definizione di «informazione fuorviante»; al 48° considerando, per l'«informazione in tempo utile», ma v. altresì il 49° considerando, secondo cui le informazioni devono essere rese «non tutte immediatamente e contemporaneamente».

oggetto un particolare tipo di prodotto o servizio», iniziato prima della direttiva 2004/39/CE, è tra gli elementi di presunzione del possesso de «l'esperienza e le conoscenze necessarie per comprendere i rischi esistenti in relazione a tale prodotto o servizio di investimento» (59° considerando).

Quanto alla previsione di un accordo base, la direttiva di 2° livello «non obbliga le autorità competenti ad approvare il contenuto dell'accordo di base tra l'impresa di investimento e i suoi clienti al dettaglio» (62° considerando).

La disciplina di dettaglio delle regole di condotta è contenuta nel capo III della direttiva 2006/73/CE, rubricata «Condizioni di esercizio applicabili alle imprese di investimento».

Ai fini della nostra indagine, si segnala la sezione II, dedicata alle «Informazioni fornite ai clienti o potenziali clienti»²⁶, la sezione III, che disciplina la materia della «Valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza e mera esecuzione»²⁷ e la sezione V, rubricata «Esecuzione alle condizioni migliori».

L'emanazione della MiFID e delle relative misure di esecuzione segna il passaggio verso una disciplina comunitaria di armonizzazione se non sempre massima certamente molto ampia, individuata come strumento per realizzare effettivamente un mercato finanziario europeo integrato e unico. Anche quando la disciplina comunitaria ha assunto la forma della direttiva e non del regolamento, la stessa è risultata estremamente analitica e dettagliata, limitando ulteriormente, ed in via espressa (v. 7° considerando della direttiva di 2° livello) la possibilità per gli Stati membri, in sede di recepimento, di introdurre eventuali «regole aggiuntive» (il c.d. *gold plating*).

Ne risulta che, ad un esame comparatistico, il recepimento della MiFID non presenta, nei principali ordinamenti europei, differenze di rilievo²⁸.

²⁶ V., in particolare, art. 27, in tema di «Condizioni che le informazioni devono rispettare per essere corrette, chiare e non fuorvianti», art. 28, sulle «Informazioni riguardanti la classificazione della clientela», art. 30, in merito alle «Informazioni sull'impresa di investimento e i suoi servizi destinati ai clienti al dettaglio o ai potenziali clienti al dettaglio» e art. 31 sulle «Informazioni sugli strumenti finanziari».

²⁷ Il riferimento è agli art. 35 «valutazione dell'adeguatezza», art. 36 «valutazione dell'appropriatezza» e art. 38 «Prestazione di servizi relativi a strumenti non complessi».

²⁸ Con l'introduzione da parte della FSA (*Financial Services Authority*) del nuovo *Conduct of Business Sourcebook* (d'ora in poi, Cobs) il Regno Unito ha armonizzato la disciplina inglese al dettato comunitario.

In Spagna il recepimento delle direttive MiFID è avvenuta con la l. 19 novembre 2007, n. 47 con il quale si è modificata la *Ley del Mercado de Valores* (d'ora in poi LMV), l. 28 luglio 1988, n. 24 e il successivo *Real Decreto* 15 febbraio 2008, n. 217, ad integrazione della LMV. Per un primo commento si rinvia a DÍAZ RUIZ e RUIZ BACHS, *Transposición de MiFID*

Il legislatore italiano recepisce, con il d.lg. 19 settembre 2007, n. 164, le direttive MiFID e riscrive, parzialmente, il t.u.f. nella parte contenuta nel titolo II, rubricato «Servizi e attività di investimento», al capo «Svolgimento dei servizi e delle attività», demandando, poi, in virtù del potere regolamentare stabilito dall'art. 6, 2° co., t.u.f., al reg. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190 (d'ora in poi reg. intermediari), per la disciplina di dettaglio.

Con l'attuazione della direttiva il sistema odierno è mutato, non solo e non tanto a livello di normativa primaria del t.u.f., ma soprattutto a livello di normativa secondaria che si presenta particolarmente dettagliata²⁹. La nuova disciplina accentua, inoltre, il legame tra regole di organizzazione interna dell'impresa di investimento e regole di condotta: l'organizzazione dell'impresa diviene, così, il terreno sul quale misurare la capacità dell'impresa di adempiere alle regole di condotta³⁰.

en España, in *Actualidad Jurídica*, Uría Menéndez, 2008, 21 ss., disponibile sul sito <http://www.uria.com/esp/Publicaciones/guias/03UMguia.pdf>.

Più complesso il recepimento della MiFID nel sistema francese, iniziato con l'adozione, il 20 luglio 2005, della *Loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire (DDAC) dans le domaine des marchés financiers*, il cui art. 5 delegava il governo a procedere, con ordinanza, alla ricezione delle direttive MiFID. L'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF), inoltre, aveva iniziato il proprio processo di armonizzazione al dettato comunitario a partire dal secondo semestre 2005. La trasposizione nel diritto francese s'articola intorno ai seguenti testi, entrati in vigore a partire dal 1° novembre 2007: *Ordonnance numéro 2007-544 du 12 avril 2007, publiée au JO du 13 avril 2007*; *Décret en Conseil d'État numéro 2007-901 du 15 mai 2007 publié au JO du 16 mai 2007*; *Décret numéro 2007-904 du 15 mai 2007 publié au JO du 16 mai 2007*; *Arrête du 15 mai 2007 portant l'homologation de modifications du règlement général de l'AMF*, che vengono così a modificare il *Code monétaire et financier* (d'ora in poi, *Code*), in particolare il titolo III, «*Les prestataires des services d'investissement*», cap. III, «*Obligations des prestataires de services d'investissement*», sez. V, «*Règles de bonne conduite*» e il regolamento AMF (d'ora in poi, reg. AMF), al cap. IV, «*Règles de bonne conduite*», del titolo I, «*Prestataires de service d'investissement*», del libro III, «*Prestataires*». Per un primo commento si rinvia a BUISSON, *La transposition de la directive européenne Marchés d'Instruments Financiers (MIF) en droit français*, *Rev. trim. droit. fin.*, 2007, 6 ss.

In Germania, il recepimento delle direttive MiFID si deve al *Finanzmarktrichlinie-Umsetzungsgesetz* (Frug), del 1° novembre 2007, integrato con la *Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung* (WpDVerOV), come emendata dal *Erste Verordnung zur Änderung der Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung*, e dall'*Erste Änderungsverordnung zur Finanzanalyseverordnung*; provvedimenti che hanno inciso profondamente nel *Wertpapierhandelsgesetz* (d'ora in poi, WpHG). Per un primo commento si rinvia a BARRY e BRACHT, *The implementation of the MiFID into the WpHG*, *German Law Journal*, 2008, 1177 ss.

²⁹ Così R. LENER, *Conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, dattiloscritto p. 9; nello stesso senso, MORERA, *I rapporti banca-cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in DE POLI (a cura di), *La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009, 40, che così critica l'alluvione regolamentare in materia che non sempre produce concreti benefici per chi opera sui mercati.

³⁰ Così ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 120.

3. I criteri generali di diligenza, correttezza e trasparenza nel dialogo con le regole di condotta e di organizzazione interna.

La disciplina dei servizi di investimento si è sempre caratterizzata, in una prospettiva storica, per la giustapposizione di norme di portata generale, di applicazione a tutti i servizi di investimento, e regole di condotta applicabili ai singoli servizi³¹.

Quanto ai «criteri generali»³², l'art. 21, 1° co., lett. a), t.u.f., stabilisce, ricorrendo a note categorie civilistiche, che gli intermediari devono «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati».

La disposizione conserva, come rilevato nella parte dedicata alla ricostruzione storica, quasi inalterato, il tenore letterale che aveva nella vigenza del decreto Eurosim.

La norma, richiamando principi generali, è funzionale alla definizione del legame che sussiste tra norme di diritto comune e disciplina speciale dei comportamenti degli intermediari mobiliari. Le regole di condotta mantengono, infatti, una posizione di continua dialettica con le clausole generali di correttezza e diligenza, a volte specificandole, a volte integrandole, costituendo, così, la fonte di ulteriori e specifici criteri di comportamento, giustapposti a quelli scaturenti dal contratto e dalla normativa speciale, nell'esercizio dell'attività degli intermediari e nel rapporto con i clienti³³.

³¹ In maniera analoga, nel sistema inglese, cfr. Cobs 2.1.1, secondo cui «(1) A firm must act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its client (the client's best interests rule). (2) This rule applies in relation to designated investment business carried on: (a) for a retail client; and (b) in relation to MiFID or equivalent third country business, for any other client». A ciò si aggiunga la previsione contenuta in Cobs 2.3.3, secondo cui «The obligation of a firm to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients includes both the client's best interests rule and the duties under Principles 1 (integrity), 2 (skill, care and diligence) and 6 (customers' interests)».

Nella prospettiva comparatista v., inoltre, § 31, «Allgemeine Verhaltensregeln», del WpHG; gli artt. 79 LMV, in tema di «Obligación de diligencia y transparencia» e l'art. 79 bis LMV in materia di «Obligaciones de informaciones».

³² Per la distinzione tra *standards* e *rules* in materia di regole di condotta, e i connessi rischi di *underinclusion* e *overinclusion* delle fattispecie dannose per i clienti, si rinvia a PERRONE, *Obblighi informativi, suitability e conflitti di interesse*, cit., 5.

³³ Così MIOLA e PISCITELLO, *op. cit.*, 121; SANTORO, *op. cit.*, 795, secondo cui detti principi generali sarebbero stati ugualmente applicabili senza la ripetizione esplicita dei contenuti; SARTORI, *op. cit.*, 140; MAZZINI, *Regole prudenziali e obblighi di comportamento*, in PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI e SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari e società quotate*, Milano, 1999, 128; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 121, che rileva come non sia influente l'assenza di riferimento ad altre clausole generali, quali il principio di buona fede e, da ultimo, LOBUONO, *Violazione dei doveri di comportamento e responsabilità dell'intermedia-*

La norma in commento fissa le finalità della disciplina, indicando gli obiettivi di «servire al meglio l'interesse del cliente» e «l'integrità dei mercati».

L'endiadi «interesse del cliente/integrità dei mercati», assente nella l. Sim., origina dall'art. 11 della direttiva Isd e compare, inalterata, anche nell'art. 19 della direttiva MiFID 2004/39/CE. La formula sottolinea la profonda interrelazione tra le due finalità, in considerazione dell'incidenza che le violazioni delle regole di comportamento relative ai rapporti con i singoli clienti possono presentare sull'affidabilità del mercato finanziario nel suo complesso e, specularmente, del ruolo assolto dall'integrità dei mercati nel soddisfare l'interesse dei clienti sotteso alla conclusione di contratti di investimento. Sicché il parametro dell'integrità dei mercati si deve intendere in senso ampio, dovendosi commisurare il rispetto delle regole di condotta alla luce non solo della stabilità degli intermediari, ma anche della conformità alla normativa di funzionamento dei mercati regolamentati³⁴.

«Diligenza e correttezza», come noto, sembrano, nel diritto comune, dividersi il compito di regolare l'attività dei soggetti nella fase di svolgimento dei rapporti, assolvendo la correttezza alla funzione di introdurre doveri integrativi, mentre la diligenza interviene nel giudizio di responsabilità.

In particolare, la diligenza esprime la sua valenza operativa sul terreno dell'inadempimento degli obblighi derivanti dal contratto; la correttezza opera più a monte, perché fonte di doveri ulteriori. Sotto questo profilo, la correttezza assurge a «regola di governo della discrezionalità di cui gode il soggetto intermediario», pur trovando, per lo più, la sua concreta specificazione nelle numerose (ma non per questo esaustive, posto che ciò contrasterebbe con il ruolo delle clausole generali) regole di condotta, codificate in specifici adempimenti posti nella legge primaria e secondaria³⁵. Il

rio finanziario. L'onere della prova e il danno risarcibili, intervento all'incontro di studio sul tema: *La tutela giudiziale del risparmio: aspetti processuali e sostanziali*, organizzato dal Consiglio superiore della magistratura, p. 7 del dattiloscritto. V. altresì SANTORO, *op. cit.*; RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, 173; ALPA, *Commento sub art. 21*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, I, Padova, 1998, 212 ss.; MIOLA, *Commento sub art. 21*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da Campobasso, *Intermediari e mercati*, Torino, 2002, 161 e 165.

³⁴ Così MIOLA, *op. cit.*, 159; ALPA, *op. cit.*; RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, 171; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 122.

Definisce superfluo il mantenimento dell'endiadi ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in DE POLI (a cura di), *op. cit.*, 55.

³⁵ Così SANTORO, *op. cit.*, 796; DI MAJO, *op. cit.*, 292-295, che denuncia come la previsione di dettagliate obbligazioni a carico dell'intermediario risponda all'esigenza di evitare che l'applicazione delle regole di correttezza e diligenza sia «amministrata dai giudici, con i mar-

comportamento diligente e corretto, poi, deve essere valutato in base al parametro della professionalità, commisurata, *ex art.* 1176, 2° co., c.c., alla natura dell'attività svolta.

L'obbligo di «trasparenza», terzo parametro di riferimento, giustapposto alla diligenza e correttezza dall'art. 21, 1° co., lett. *a*), t.u.f., è tenuto distinto dall'obbligo di informazione, di cui *amplius* nell'art. 21 t.u.f. stesso e nelle copiose disposizioni della normativa di dettaglio. Si deduce, presumibilmente, una autonoma valenza precettiva della trasparenza, con funzioni di integrazione e ampliamento degli stessi obblighi informativi³⁶.

Ruolo preminente assumono, tra le clausole di portata generale, gli obblighi informativi, vero pilastro intorno al quale ruota tutto il sistema delle regole di condotta³⁷.

L'art. 21, 1° co., lett. *b*), t.u.f., codifica il flusso di informazioni «dall'investitore all'intermediario» e «dall'intermediario all'investitore», disponendo che l'intermediario deve «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che siano adeguatamente informati».

La clausola generale di «diligenza, correttezza e trasparenza» trova, così, la sua concreta specificazione nelle regole di comportamento enunciate in forma di obblighi positivi di informazione standardizzati (c.d. *know your customer rule* di matrice anglosassone).

Gli obblighi informativi presiedono all'esecuzione dei servizi di investimento, vuoi nella fase precontrattuale e di esecuzione del contratto con il cliente – al riguardo, la seconda parte dell'art. 21, 1° co., lett. *b*), t.u.f., dispone che gli intermediari devono operare in modo tale che i clienti siano «sempre adeguatamente informati» – vuoi al di fuori di un rapporto negoziale, giusto il riferimento, ai sensi dell'art. 21, 1° co., lett. *c*), t.u.f., all'obbligo, per gli intermediari, di «utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti».

gini di imprevedibilità e incertezza che hanno sempre le decisioni giudiziarie»; RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, 172; MIOLA, *op. cit.*, 165 s.

Contra, nel contesto delle l. Sim, CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, cit., 23 ss., secondo cui la previsione di regole generali è «inutile e ridondante» e CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare, Banca borsa*, 1993, I, 313 ss.

³⁶ Sul tema v. gli spunti in RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, 174 s.; ALPA, *op. cit.*, 224, che rifiuta un'interpretazione secondo «un'accezione debole» di trasparenza, intesa come mera specificazione della correttezza. Cfr. anche MIOLA, *op. cit.*, 167.

³⁷ Sulla *philosophy of disclosure* sottesa alla normativa in esame v., per tutti, SARTORI, *op. cit.*, 195 ss.

In giurisprudenza, sulla funzionalità delle informazioni alla riduzione del *gap* informativo tra investitori e intermediari v. T. Catania, 22 novembre 2005, *Foro it.*, 2006, 1212.

Le disposizioni di dettaglio in materia di informazioni – in recepimento della direttiva MiFID di 2° livello, 2006/73/CE – sono fissate nel reg. intermediari, al libro III, «Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori», parte II, «Trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi/attività di investimento e dei servizi accessori», capo I, «Informazioni e comunicazioni pubblicitarie e promozionali, e contratti», negli artt. 27-36. Dette disposizioni si articolano in clausole generali e (assai numerose) regole di dettaglio che disciplinano la finalità, il contenuto, le modalità e i termini di adempimento degli obblighi informativi al fine di colmare il *need of protection* dell'investitore in termini di comprensibilità dei rischi connessi all'investimento.

Finalità della disciplina è, ai sensi dell'art. 27, 2° co., reg. intermediari assicurare ai clienti o potenziali clienti informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi, e di conseguenza possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole.

A tal fine, l'art. 28 reg. intermediari individua le *condizioni* affinché le informazioni possano dirsi «corrette, chiare e non fuorvianti», sussumendo, in un lungo articolo, regole in parte già ricavabili dal sistema precedente e in parte innovative³⁸.

Quanto al *contenuto* di tali informazioni, il reg. intermediari, dopo aver dettato, all'art. 28, 2° co., lett. c), la clausola generale della «probabile comprensibilità dell'informazione per un investitore medio del gruppo al quale appartiene», fissa numerosi elementi specifici, oggetto di analitica informazione, che investono: l'intermediario e la tipologia di servizi prestati (art. 29 reg. intermediari); la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro (art. 30 reg. intermediari), avendo riguardo, in particolare, alle

³⁸ V., in particolare, il 4°, 5° e 6° co. dell'art. 28 reg. intermediari, ove il riferimento è ai requisiti delle informazioni che contengono indicazioni di risultati passati, elaborazioni di dati storici o stime di risultati futuri, in linea con quanto disposto nella normativa in materia di offerta al pubblico. Così ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 124.

Sulla necessità che le informazioni siano chiare e intelleggibili, in giurisprudenza, v. T. Firenze, 30 maggio 2004, *Banca borsa*, 2005, 537, ove si considera violato l'obbligo di trasparenza se la comprensione della clausola del contratto relativa alla determinazione della somma da rimborsare richiede «una certa capacità matematica»; T. Firenze, 19 aprile 2005, *Contr.*, 2005, 1010, secondo cui costituisce violazione del principio di trasparenza, di cui all'art. 21 t.u.f., la predisposizione di un contratto finanziario nel quale il testo sia scritto in caratteri minuti e incomprensibili, le clausole sono numerate in modo non progressivo, la penale addebitabile al cliente nel caso di recesso sia determinabile soltanto attraverso calcoli estremamente complessi.

modalità di custodia del patrimonio del cliente (e di eventuale sub deposito) e l'esistenza di garanzia e/o privilegi sul patrimonio stesso; informazioni sulla natura e i rischi degli strumenti finanziari trattati (art. 31 reg. intermediari) e informazioni sui costi e gli oneri connessi alla prestazione dei servizi.

L'imponente flusso di informazioni è disciplinato anche riguardo alle *modalità* e ai *termini* di adempimento degli obblighi informativi dall'art. 34 reg. intermediari che, a tal fine, riconduce i puntuali obblighi di cui gli artt. 29-32 alle differenti fasi, precontrattuale o di esecuzione, del contratto stesso; e al *modo* per la comunicazione delle informazioni che vanno rese su «supporto duraturo», ai sensi dell'art. 36, 1° co., reg. intermediari, o «tramite un sito *Internet*», quando ricorrano le condizioni di cui all'art. 36, 2° co., reg. intermediari. In particolare l'informazione deve essere resa su un supporto cartaceo, salvo che il cliente manifesti il proprio consenso all'impiego di un formato diverso e il suo utilizzo non comprometta il corretto adempimento degli obblighi informativi.

L'acquisizione delle informazioni dal cliente è, nel nuovo sistema, funzionale alla classificazione della clientela e all'applicazione dei criteri di adeguatezza e appropriatezza per i diversi tipi di servizi. La qualità e quantità di informazioni, come evidenziato nei paragrafi che seguono, è, infatti, variabile in base alla tipologia di cliente e di servizio prestato.

Al centro del sistema di tutela si colloca, così, l'informazione, alla cui completa realizzazione è funzionale tutto il complesso, e dinamico, sistema delle regole di condotta. Sicché l'intermediario non diviene debitore di *risultato*, inteso come buon esito dell'operazione, bensì di *mezzi*, cioè di un *agere* corretto, incentrato su un flusso informativo adeguato che consenta al cliente la formazione di scelte consapevoli in ordine alle singole operazioni. In tale contesto, la clausola generale di «diligenza, correttezza e trasparenza» funzionalizza l'attività dell'intermediario a vantaggio del cliente e dell'integrità del mercato³⁹.

Ciò posto, i doveri di diligenza, correttezza e trasparenza sembrano, nella giurisprudenza teorica e pratica, tradursi nell'obbligo di dotarsi di un'organizzazione adeguata che consenta l'efficiente svolgimento dei ser-

³⁹ Così DI MAJO, *op. cit.*, 299; SANTORO, *op. cit.*, 801 e, da ultimo, anche per i numerosi riferimenti alla giurisprudenza, VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia finanziaria, Europa e diritto privato*, 2000, 1049 ss.

L'adeguatezza dell'informazione trova riscontro, nel sistema d'oltreoceano, nell'analogo concetto di *material fact*. Sul tema, anche per la ricostruzioni delle posizioni della giurisprudenza statunitense, si rinvia a SARTORI, *op. cit.*, 197 ss.

vizi finanziari. In altre parole, la prestazione dell'intermediario si qualifica non soltanto per il comportamento finale costituito dalla sua attività con il cliente, ma anche per il modo in cui, all'interno dell'impresa/intermediario è stata «organizzata, predisposta e proceduralizzata» l'attività finanziaria con la clientela⁴⁰.

Stante la complessità dell'attività dell'intermediario e l'asimmetria informativa che caratterizza la posizione del cliente, si rende così necessario presidiare e rafforzare il criterio di diligenza con una serie di obblighi di natura sostanzialmente organizzativa, il cui adempimento diviene il presupposto per la diligente esecuzione della prestazione verso il cliente.

Nel nuovo sistema *post-MiFID*, emerge così con evidenza lo stretto legame tra regole di condotta e regole di organizzazione.

4. *La classificazione dei clienti e lo statuto normativo applicabile: controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio.*

Al fine di garantire un giusto equilibrio tra esigenze di regolamentazione dei servizi di investimento e efficienza e flessibilità della disciplina stessa, il legislatore articola la disciplina in tre livelli di tutela in funzione del bisogno di protezione del cliente.

Il nuovo impianto classificatorio sembra non consentire il ricorso alle dichiarazioni autoreferenziali che hanno caratterizzato la disciplina *pre-MiFID*.

Nel sistema precedente, basato sulla distinzione tra clienti al dettaglio e operatori qualificati – *ex art. 31 vecchio reg. intermediari* – il discrimine per l'applicazione di una normativa di tutela più rigorosa era, ad esclusione degli intermediari e soggetti abilitati, basato su caratteristiche soggettive della controparte, persona fisica o società, da attestare mediante dichiarazione scritta. Si poneva, così, il problema delle conseguenze della mancata veridicità delle dichiarazioni rese dal cliente. Sul tema, da ultimo, si è pro-

⁴⁰ Così INZITARI, *Sanzioni Consob per attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, *Giur. it.*, 2009, 1693 ss. a commento di A. Milano, 13 novembre 2008, sull'applicazione dei criteri di diligenza e correttezza nell'esecuzione di operazioni aventi ad oggetto prodotti finanziari derivati.

Su questo tema, v. la recente comunicazione Consob 2 marzo 2009, n. 9019104 che, nel contesto del 3° livello di consultazione sul reg. intermediari si è pronunciata su «Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi» e il commento di M. RESCIGNO, *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, n. 1, 145.

nunciata la Cassazione secondo cui, ai fini dell'appartenenza del soggetto che stipula il contratto con l'intermediario finanziario alla categoria di operatore qualificato, l'espressa dichiarazione per iscritto da parte dello stesso (società o persona giuridica), di disporre della competenza ed esperienza richieste nel settore dei valori mobiliari, ai sensi dell'art. 31 vecchio reg. intermediari, «esonera l'intermediario da ulteriori verifiche, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso». Inoltre, salvo allegazioni contrarie in ordine alla discordanza tra contenuto della dichiarazione e situazione reale, da provarsi dalla parte interessata, la dichiarazione in oggetto può costituire «argomento di prova che il giudice, ex art. 116 cod. proc. civ., pone alla base della propria decisione, anche come unica fonte di prova»⁴¹.

Con il recepimento delle direttive MiFID si è passati ad un impianto normativo caratterizzato da una triplice ripartizione dei clienti, in funzione del grado di conoscenza ed esperienza nel settore dei mercati finanziari: «controparti qualificate», «clienti professionali» e «clienti al dettaglio»⁴². Classificazione, tuttavia, ancorata a parametri più stringenti che l'intermediario deve valutare, non essendo all'uopo sufficiente una dichiarazione autoreferenziale del cliente da classificare.

⁴¹ Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, *Danno e resp.*, 2009, 1067 ss., con il commento di SANGIOVANNI, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del regolamento Consob*.

Nello stesso senso, cfr. gli orientamenti di merito, T. Vicenza, 12 febbraio 2008, *Banca borsa*, 2009, II, 203, con nota di TATOZZI, *La nozione di "operatore qualificato" tra vecchie incertezze e nuovi assetti normativi*; T. Verona, 22 giugno 2007, *Contr.*, 2007, 1093; T. Milano, 20 luglio 2006, *Nuova giur. comm.*, 2007, I, 809 ss., con nota di TOMMASINI, *La dichiarazione "autoreferenziale" di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*.

Sul tema v. le osservazioni di MOTTI, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, *Giur. it.*, 2008, 1172; SALATINO, *Contratti swap. Dall'"operatore qualificato" al "cliente professionale": il trattamento delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, *Banca borsa*, 2009, I, 201 ss.

Contra, F. BRUNO e ROZZI, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della MiFID*, *Soc.*, 2007, 283, che riconoscono piena efficacia alla dichiarazione rilasciata dal legale rappresentante poiché secondo i quali non sarebbe plausibile far ricadere le conseguenze della lacunosità della disposizione sui soggetti che vengono a contatto con tali operatori qualificati.

⁴² Nella prospettiva comparatista cfr. *The categorisation as a retail client, professional client, or eligible counterparty* di cui al cap. 3 delle Cobs; la distinzione tra *cliente minorista, cliente profesional e controparte elegible*, fissata negli artt. 78 bis, 78 ter nella LMV. Nel sistema francese, per la distinzione tra *clients non professionnels, clients professionnels ou contreparties éligibles*, v. l'art. L. 533-16 del Code e i rinvii al reg. AMF, all'art. 314-4. Per la novità della classificazione della clientela nel sistema tedesco v. la definizione di *Professionelle Kunden* di cui al § 31, sec. 2; *Privatkunden* di cui al § 31, sec. 3; *Geeignete Gegenparteien* § 31, sec. 4, del WpHG.

La classificazione di un cliente nelle tre categorie incide sullo statuto normativo applicabile al cliente stesso. In particolare, per le controparti qualificate vengono disapplicate pressoché tutte le regole di condotta, ad eccezione della disciplina del conflitto di interessi. Nei confronti dei clienti professionali – come si vedrà nei paragrafi che seguono – le regole vengono disapplicate in parte⁴³. La protezione è, invece, massima per i clienti al dettaglio.

La classificazione dei clienti, che avviene a seguito dello scambio di informazioni tra l'intermediario e il cliente stesso nella fase preliminare, è, inoltre, “mobile”, potendo il cliente richiedere, salvo alcune eccezioni, il passaggio ad una categoria superiore o inferiore, anche limitatamente a singoli servizi, attività, strumenti o prodotti. Ne risulta che un medesimo cliente può, nei rapporti con uno stesso intermediario, essere trattato diversamente in funzione di singoli rapporti o operazioni⁴⁴.

Il passaggio ad una diversa categoria non è, tuttavia, libero.

Per ciò che attiene alla classificazione in una categoria “superiore”, se è esclusa la possibilità di una classificazione del cliente come «controparte qualificata» su richiesta, è possibile, invece, la classificazione come «cliente professionale» su richiesta, purché siano soddisfatti una serie di requisiti, anche procedurali, per l'adeguata valutazione dell'esperienza e conoscenze del cliente stesso.

Quanto al passaggio ad una categoria inferiore – la classificazione di una «controparte qualificata» o «cliente professionale» come «cliente al dettaglio» – occorre un accordo scritto con l'intermediario dal quale risultino le operazioni, i servizi e i prodotti ai quali si applica lo statuto normativo dei clienti al dettaglio.

Al riguardo, ai sensi dell'art. 35 reg. intermediari, gli intermediari «comunicano su supporto duraturo ai clienti» l'esito della valutazione in ordine alla sua classificazione e la possibilità di richiedere una diversa classificazione, nonché delle conseguenze che deriverebbero da una siffatta richiesta sotto il profilo della tutela accordata.

Nella individuazione delle differenti categorie di clienti, il dettato normativo è spesso complesso e caratterizzato da un continuo rinvio della normativa primaria a quella secondaria.

⁴³ In particolare continua ad applicarsi la regola dell'adeguatezza, mentre risulta disapplicata la regola dell'appropriatezza. Resta ferma l'applicazione delle norme in materia di conflitti di interesse e di *best execution*.

⁴⁴ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 150, nt. 43 parla di «regola c.d. degli “ascensori”». Sul tema v. anche R. LENER, *Conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 10.

Con riferimento alla categoria delle «controparti qualificate», in virtù del potere regolamentare attribuito, in materia, alla Consob, sentita la Banca d'Italia, dall'art. 6, co. 2-*quater*, lett. d), t.u.f., l'art. 58 reg. intermediari dispone la disapplicazione totale delle regole di condotta di cui agli artt. 27-56 reg. intermediari.

I confini di detta categoria dipendono, tuttavia, vuoi da caratteristiche soggettive dei clienti stessi, vuoi dalla tipologia dei servizi ad essi prestati.

L'art. 6, co. 2-*quater*, lett. d), t.u.f., fornisce, così, l'elenco dei soggetti abilitati che rientrano nella categoria delle controparti qualificate, e chiarisce che la disapplicazione delle regole di condotta investe, unicamente, la prestazione dei servizi di «negoiazione per conto proprio», «esecuzione di ordini per conto del cliente» e «ricezione e trasmissione di ordini». Rientrano in detto elenco – ai sensi dell'art. 6, co. 2-*quater*, lett. d), n. 1, t.u.f. – tutte le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli OICR, le SGR, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 t.u.b., le società di cui all'art. 18 t.u.b., gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i soggetti assimilabili, italiani e comunitari; nonché – ai sensi dell'art. 6, co. 2-*quater*, lett. d), nn. 2 e 3, t.u.f. – le imprese la cui attività principale consista nella negoziazione per conto proprio di merci e strumenti finanziari derivati su merci e le imprese la cui attività esclusiva consista nella negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari derivati; nonché – ai sensi dell'art. 6, co. 2-*quater*, lett. d), nn. 4 e 5, t.u.f. – le categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob e quelle categorie corrispondenti nei Paesi non appartenenti all'Unione europea.

Caratteristica precipua dei «clienti professionali», giusto il riferimento di cui all'all. 3 del reg. intermediari, è, invece, la presunzione di possedere «l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono».

In linea con le direttive MiFID, la normativa interna distingue due sottocategorie: i) i clienti professionali di diritto e ii) i clienti che «su richiesta» possono essere trattati come clienti professionali. Al riguardo l'art. 6, co. 2-*quinquies* e co. 2-*sexies*, t.u.f., attribuisce il potere di individuare con regolamento, rispettivamente, alla Consob «i clienti professionali privati» e al Ministero dell'economia e delle finanze «i clienti professionali pubblici» e nonché i criteri di identificazione dei soggetti che «su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta».

Sono clienti privati *di diritto* professionali, ai sensi della parte I, all. 3 del reg. intermediari, *i*) una serie di intermediari (imprese di investimento, banche, SGR, imprese di assicurazione, OICR, fondi pensione e altri investitori), tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano italiani o esteri, *ii*) le imprese di grandi dimensioni, definite tali in base all'attivo di bilancio o al fatturato netto, nonché *iii*) gli investitori istituzionali la cui attività principale sia l'investimento in strumenti finanziari.

Sono clienti privati professionali *su richiesta*, ai sensi della parte II, all. 3 del reg. intermediari, quei clienti professionali diversi dai clienti professionali di diritto, per i quali è prevista la possibilità di fruire del trattamento riservato ai professionali qualora siano soddisfatte determinate condizioni e ne venga fatta espressa richiesta.

La procedura per la classificazione dei clienti professionali su richiesta si basa su un sistema di dichiarazioni reciproche. L'intermediario dovrà *i*) *in primis*, compiere un'analitica valutazione, tenendo conto della natura e entità dell'operazione, della capacità del cliente di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume e *ii*) successivamente, verificare la sussistenza dei requisiti quantitativi e/o di esperienza professionale, tassativamente indicati.

Ne risulta, così, un meccanismo differente rispetto al precedente, in cui non è più sufficiente «un sistema di dichiarazioni “a incastro” di tipo autoreferenziale, ma è necessario un riscontro concreto della sussistenza dei parametri di legge»⁴⁵.

A tal fine il legislatore secondario fissa, nella parte II.1, all. 3 del reg. intermediari, i «Criteri di identificazione» per la classificazione dei clienti professionali su richiesta.

Non è consentito, di fatti, agli intermediari presumere che tali clienti possiedano le conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle dei clienti professionali di diritto. La disapplicazione delle regole per tali soggetti è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, esperienza e conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente

⁴⁵ Novità che R. LENER, *Conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 10 s., valuta positivamente. Nutre perplessità in ordine alle concrete possibilità applicative di alcuni requisiti per la classificazione dei clienti CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in DE POLI (a cura di), *op. cit.*, 21. Analogamente MORERA, *op. cit.*, 44, che solleva dubbi in ordine all'efficacia della «massificazione del contraente (seppur per categoria), nell'ottica della sua tutela».

le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprenderne i rischi che assume.

Il legislatore secondario indica alcuni requisiti che possono essere considerati come un riferimento per valutare «la competenza e le conoscenze del cliente». In particolare⁴⁶: *i*) il possesso dei requisiti di professionalità previsti per i dirigenti e amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive comunitarie nel settore finanziario; *ii*) la rispondenza a due dei seguenti requisiti: *a*) il cliente ha effettuato operazioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre, nei quattro trimestri precedenti; *b*) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contanti, supera i 500.000 euro; *c*) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni e dei servizi previsti.

La minor tutela riconosciuta ai clienti professionali porta il legislatore a disciplinare con rigore formale – nella parte II.2, all. 3 del reg. intermediari, rubricato «Procedura» – lo scambio di informazioni e di consensi necessario per rendere possibile il passaggio “su richiesta” di categoria.

Il cliente deve, così, comunicare per iscritto all’intermediario che desidera essere trattato come cliente professionale, a titolo generale o rispetto ad un determinato servizio, operazione di investimento, tipo di operazione o di prodotto. L’intermediario deve avvertire il cliente, per iscritto e in forma chiara, delle protezioni e diritti di indennizzo che potrebbe perdere. Il cliente dovrà, in conclusione, dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza di queste conseguenze.

La nozione di «clienti al dettaglio» (o *retail*) si definisce, in via residuale, stante il disposto dell’art. 26, 1° co., lett. *d*), reg. intermediari, come il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata.

Ai clienti al dettaglio, a ragione della minore esperienza e competenza in materia di investimenti, viene riconosciuto un livello di protezione più elevato tanto nella fase precontrattuale quanto nella fase della prestazione dei servizi di investimento. A questi clienti si applicano tutte le disposizioni contenute dall’art. 27 all’art. 56 reg. intermediari, in materia di regole di condotta e gli obblighi informativi in capo all’intermediario.

Se, invece, sono il cliente professionale o la controparte qualificata a chiedere di essere trattati alla stregua di un cliente al dettaglio, la normativa

⁴⁶ Per le persone giuridiche, la valutazione è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima.

prevede esclusivamente un accordo scritto con l'intermediario che individui i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica la più stringente tutela (art. 35, 3° co., reg. intermediari).

5. *La graduazione delle regole di condotta in base alla tipologia dei servizi: la valutazione di adeguatezza.*

Con il recepimento delle direttive MiFID si assiste ad una graduazione delle regole di condotta in base alla tipologia dei servizi di investimento prestati dagli intermediari.

I criteri generali di diligenza, correttezza e trasparenza di cui all'art. 21 t.u.f. trovano specificazione nelle regole di "dettaglio" di cui al titolo II del reg. intermediari, recante disciplina dell'«Adeguatezza, appropriatezza e "mera esecuzione o ricezione di ordini"».

L'indagine sull'adeguatezza dell'operazione rispetto al profilo dell'investitore assurgeva, già nei sistemi precedenti, a parametro generale di riferimento dell'azione dell'intermediario, rafforzando i doveri di trasparenza nei confronti dell'investitore nella prestazione di tutti (indistintamente) i servizi di investimento.

La c.d. *suitability rule*, ai sensi dell'art. 29 vecchio reg. intermediari, rubricato «Operazioni non adeguate», precludeva, infatti, all'intermediario il compimento di operazioni con o per conto degli investitori «non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione», superabile, tuttavia, con l'acquisizione del "consenso informato" del cliente⁴⁷.

L'intermediario, nel sistema *pre-MiFID*, poteva, di fatti, dar corso ad operazioni "inadeguate" rispetto al profilo del cliente se avesse informato il cliente delle circostanze e ragioni per cui non era opportuno procedere all'operazione; e dietro un ordine del cliente stesso, impartito per iscritto, o, se l'ordine avveniva telefonicamente, registrato sul nastro magnetico, o altro supporto equivalente, contenente il riferimento espresso alle avvertenze ricevute.

Con le direttive MiFID, invece, il criterio dell'adeguatezza subisce due mutazioni. Da un lato, vengono fissati, negli artt. 39 e 40 reg. intermediari, parametri più rigorosi di riferimento nell'indagine sull'adeguatezza, che non possono essere superati neppure in presenza di un consenso scritto del

⁴⁷ Sul tema v., *amplius*, R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 169 ss.; SARTORI, *op. cit.*, 201 ss.: cui *adde* DE MARI e L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, *Foro it.*, 2002, I, 858 ss.

cliente all'esecuzione di operazioni inadeguate. Dall'altro, viene limitata l'applicazione della regola dell'adeguatezza ai soli servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli⁴⁸.

Dal complesso procedimento delineato dalla normativa secondaria emerge un sistema che, pur incentrato, come in precedenza, sull'acquisizione delle informazioni rilevanti per la valutazione dell'adeguatezza dell'investimento, tuttavia, impone l'astensione dell'intermediario nei casi di reticenza dell'investitore o di giudizio di inadeguatezza dell'operazione di investimento.

Ai sensi dell'art. 39 reg. intermediari, le informazioni che i clienti devono fornire all'intermediario affinché egli possa valutare l'adeguatezza dell'operazione sono relative a: *i*) conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio; *ii*) situazione finanziaria; *iii*) obiettivi di investimento.

Quando i servizi di consulenza e gestione sono prestati a un cliente professionale, gli intermediari, in virtù dell'art. 40, 2° co., reg. intermediari, «possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze», ai fini dell'adeguatezza e sotto il profilo di comprensione dei rischi⁴⁹.

Se il cliente è classificato tra i «clienti professionali di diritto», gli intermediari possono anche presumere che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento, secondo quanto disposto dall'art. 40, 3° co., reg. intermediari.

Ne risulta che per i clienti professionali di diritto la tutela si arretra in una valutazione dell'adeguatezza nei termini di mera corrispondenza agli obiettivi di investimento.

⁴⁸ In argomento cfr., oltre agli AA. citati in nt. 24, SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, Riv. dir. privato, 2008, 25 ss.

Nel quadro comparatistico v. la nuova *suitability rule* di cui alle Cobs 9.2.1.-9.2.6; per la Spagna l'art. 72 del *Real Decreto* n. 217/2008, in tema di «*Evaluación de la idoneidad*»; nel sistema francese, sulla «*Evaluation de l'adéquation et du caractère approprié du service à fournir*» v. l'art. L. 533-13 del *Code* e l'art. 314-43 del reg. AMF; e, per la valutazione di adeguatezza nel sistema tedesco, cfr. § 31, sec. 4, del WpHG.

⁴⁹ Sul tema v. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di "consulenza in materia di investimenti"* (art. 1, comma 5°, lett. f, d. lgs. n. 58 del 1998), *Contratto e impresa*, 2009, 338; F.S. COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, *Foro it.*, 2008, V, 57 ss.; DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, *Dir. banca e mercato fin.*, 2008, I, 402 ss.; FI. PARRELLA, *La relazione di servizio con il cliente nell'attività distributiva: collocamento e consulenza*, *ivi*, 731.

Per la clientela al dettaglio, la tutela nella disciplina *post-MiFID* si fa più efficace.

L'intermediario, infatti, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli ad un cliente al dettaglio, deve esprimere un giudizio positivo in ordine all'adeguatezza dell'operazione, sulla base dei criteri indicati nell'art. 40, 1° co., reg. intermediari. Il rifiuto del cliente di fornire le informazioni richieste obbliga l'intermediario all'astensione dal compimento dell'operazione, secondo quanto disposto dall'art. 39, 6° co., reg. intermediari.

Sul punto la disciplina innova profondamente rispetto al sistema precedente che consentiva, ai sensi dell'art. 28, 1° co., lett. a), vecchio reg. intermediari, all'intermediario di dare corso alle operazioni anche nell'ipotesi di un «eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste».

Si assiste, così, ad una evoluzione significativa della disciplina, seppur limitatamente ai servizi di consulenza e di gestione, ove lo scambio di «informazioni formali» non è più sufficiente per superare la mancanza della valutazione positiva circa l'adeguatezza dell'investimento⁵⁰.

Si pone, tuttavia, la questione dell'ambito di operatività della regola dell'adeguatezza e ci si chiede, in particolare, se l'indagine dell'intermediario debba spingersi oltre un esame dei meri profili di «legittimità formale» delle dichiarazioni rese dal cliente (verificando, in ultima analisi, la sola esistenza delle informazioni), investendo anche il «merito» delle informazioni fornite (estendendo l'indagine alla fondatezza delle informazioni). Uno spunto letterale, in tal senso, viene dall'art. 39, 5° co., reg. intermediari, secondo cui gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti «a meno che non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete».

In dottrina⁵¹, si è ritenuto che l'intermediario sia tenuto «ad una gestione dinamica del profilo dell'investitore», dovendo integrare le informazioni rilasciate dal cliente con quelle di cui è in possesso, o richiedere al cliente di confermare, modificare o completare le informazioni già comunicate. Grava, comunque, sul cliente stesso l'onere di informare il prestatore del servizio di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare il giudizio di adeguatezza⁵².

⁵⁰ In tal senso R. LENER, *Conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 15.

⁵¹ Così ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 135.

⁵² Per un analogo onere in capo all'investitore, seppur in riferimento alla classificazione su richiesta dei clienti professionali privati, v. l'ult. cpv. della parte II.2, all. 3 del reg. intermediari, in tema di «Criteri di identificazione».

5.1. (Segue). *Il giudizio di appropriatezza.*

La regola dell'appropriatezza, di cui agli artt. 41 e 42 reg. intermediari, governa la prestazione dei servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli e impone all'intermediario l'acquisizione delle informazioni in merito alla conoscenza e esperienza del cliente nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o richiesto. Sono, così, escluse indagini sulla valutazione della capacità finanziaria e sugli obiettivi di investimento del cliente.

La valutazione dell'appropriatezza si risolve, così, in una valutazione dell'adeguatezza conoscitiva⁵³.

Il giudizio di non appropriatezza o l'impossibilità di formulare un giudizio, per l'insufficienza delle informazioni, non pregiudica, ai sensi dell'art. 42, 3° e 4° co., reg. intermediari, la possibilità per l'intermediario di dare corso all'operazione bensì sancisce, a carico dell'intermediario, esclusivamente un obbligo di avvertire il cliente che lo strumento o il servizio sono ritenuti inappropriati. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

Persiste, così, seppur limitatamente ai soli servizi diversi dalla consulenza e gestione di portafogli, il sistema di dichiarazioni "ad incastro" tra cliente ed intermediario che consente di superare ogni ostacolo che limiti l'attività discrezionale dei soggetti abilitati, a detrimento dell'efficacia della tutela dell'investitore⁵⁴.

La classificazione dell'investitore nelle varie tipologie di clienti incide, anche in quest'ambito, sulla portata dell'applicazione della regola dell'appropriatezza. Gli intermediari, infatti, ai sensi dell'art. 42, 2° co., reg. intermediari, possono presumere che la clientela professionale abbia il livello di esperienza e conoscenza minimo per effettuare le operazioni richieste.

⁵³ L'espressione è utilizzata da SARTORI, *op. ult. cit.*, 43.

Nel quadro comparatistico v. la sez. X delle Cobs, dedicata alla «*Appropriateness*»; per la Spagna l'art. 73 del *Real Decreto* n. 217/2008, in tema di «*Test de conveniencia*»; nel sistema francese, sulla «*Evaluation de l'adéquation et du caractère approprié du service à fournir*» v. l'art. L. 533-13 del *Code* e l'art. 314-43 del reg. AMF; e, per la valutazione di appropriatezza nel sistema tedesco, cfr. § 31, sec. 5, del WpHG.

⁵⁴ Così R. LENER, *Conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 15; SARTORI, *op. loc. ult. cit.*, che sottolinea come la regola dell'appropriatezza sia potenzialmente in contrasto con la clausola generale di cui all'art. 21, 1° co., lett. a), t.u.f., dove prescrive agli intermediari di conformare la propria condotta alle regole della diligenza professionale anche per assicurare l'integrità dei mercati.

5.2. (Segue). *I servizi di execution only.*

Il legislatore, con il recepimento delle MiFID, ha delineato, da ultimo, un sistema che, in presenza di limitate condizioni di rischio per il cliente in riferimento a determinate tipologie di servizi e strumenti, garantisce una più rapida modalità di esecuzione dell'operazione, consentendo altresì un contenimento dei costi del servizio⁵⁵.

Per i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti e di ricezione e trasmissione di ordini, di fatti, l'intermediario può prestare il servizio nella modalità c.d. *execution only*, in deroga alla regola dell'appropriatezza, purché siano soddisfatte le condizioni indicate dall'art. 43 reg. intermediari. In particolare: a) i servizi siano connessi a strumenti finanziari «non complessi», intendendosi con detta espressione le azioni quotate, gli strumenti del mercato monetario, le obbligazioni, OICR armonizzati e gli altri strumenti, diversi dai derivati, indicati dall'art. 44 reg. intermediari; b) i servizi siano prestati su iniziativa del cliente⁵⁶; c) il cliente sia stato informato, anche avvalendosi di un supporto standardizzato, che il servizio sarà prestato nella modalità di «mera esecuzione» del servizio; d) l'intermediario rispetti gli obblighi in materia di conflitti di interesse.

6. *Il criterio della best execution nella prospettiva dell'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati.*

La *best execution* è il principio secondo cui l'intermediario deve garantire al cliente l'esecuzione degli ordini alle migliori condizioni in una situazione in cui esistono alternative sedi di negoziazione⁵⁷.

⁵⁵ Sul tema v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 137; CARACINO e FERROLI, *I servizi di execution only*, in *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di Zitiello, cit., 212 ss. e SARTORI, *op. ult. cit.*, 45, che, sul punto, denuncia un abbassamento della qualità dei modi di svolgimento dei servizi di investimento si accompagnerà a costi sociali rilevanti con effetti pregiudizievoli per il mercato.

⁵⁶ Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 137, nt. 21, che pone il problema della individuazione di quando il servizio possa definirsi prestato «su iniziativa del cliente», ai sensi dell'art. 43, 1° co., lett. b), reg. intermediari.

⁵⁷ Nel quadro comparatistico, v. la regola della *best execution* nel cap. 11, «*Dealing and managing*», nella sez. XI.2, «*Best execution*» delle Cobs; per la Spagna l'art. 77 del *Real Decreto* 217/2008, in tema di «*Criterios de mejor ejecución*»; nel sistema francese, v. l'art. L. 533-18 del *Code*; e nel sistema tedesco cfr. § 33a, sec. 1, del WpHG.

Nel sistema precedente, la regola della *best execution*, di derivazione inglese, si risolveva nella concentrazione delle operazioni nei mercati regolamentati⁵⁸.

Con l'abolizione dell'obbligo della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati e la contestuale comparsa di alternative sedi di negoziazione (*alternative trading venues*)⁵⁹, il criterio della *best execution* – cui è dedicato il titolo III, della parte II, del libro III del reg. intermediari – garantisce una forma di tutela per l'investitore, imponendo all'intermediario di adottare «tutte le misure ragionevoli» e mettere in atto i «meccanismi efficaci» per ottenere, allorché eseguono gli ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione⁶⁰.

In piena sintonia con le regole di condotta esaminate precedentemente, anche l'articolata disciplina della *best execution*, di cui agli artt. 45-48 reg. intermediari, affida l'efficacia della tutela del cliente a requisiti organizzativi e procedurali.

La disciplina è suddivisa in base alla tipologie di servizi prestati.

Il rispetto degli obblighi di *best execution* si traduce, nel capo I rubricato «Esecuzione di ordini per conto dei clienti», nella definizione di strategie di esecuzione degli ordini (c.d. *execution policy*) che diano conto della selezione delle sedi di negoziazione e del loro concreto utilizzo in funzione delle tipologie di strumenti finanziari o di operazioni da compiere, anche in

⁵⁸ La *best execution rule*, pur non codificata a livello di legislazione primaria, poteva essere ricavata dall'art. 24, 1° co., reg. n. 5387, nella vigenza della l. Sim, e dall'art. 32, 3° co., vecchio reg. intermediari, che stabiliva che gli intermediari autorizzati «eseguono in conto proprio o in conto terzi le negoziazioni alle migliori condizioni possibili con riferimento alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse». Nell'individuare le migliori condizioni possibili si ha riguardo ai «prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente». Sul tema, cfr. MAZZINI, *op. cit.*, 129; SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 239 ss. e, nel contesto nordamericano, LEVITT, *Best Execution, Price Transparency, and Linkage: Protecting the Investor Interest*, *Washington University Law Quarterly*, 2000, LXVIII, 514.

⁵⁹ Tra cui le varie sedi di negoziazione si segnalano: i mercati regolamentati disciplinati dagli artt. 61 ss. t.u.f.; i sistemi multilaterali di negoziazione, di cui all'art. 77-bis t.u.f.; gli internalizzatori sistematici disciplinati all'art. 78 t.u.f.; i *market maker* e i soggetti che garantiscono la liquidità del sistema; *liquidity provider*; i negozianti per conto proprio.

⁶⁰ Il criterio della *best execution* viene codificato nell'art. 21 della direttiva MiFID 2004/39/CE e dagli artt. 44-46 della direttiva MiFID 2006/73/CE. Sul tema v. MORONI, *La "best execution" degli ordini in mercati azionari frammentati*, *Banca borsa*, 2006, I, 349 ss.

relazione alle caratteristiche del cliente, ai sensi dell'art. 45, 2° co., reg. intermediari. Il criterio *de quo* può essere disatteso se il cliente impartisce specifiche indicazioni in merito alla selezione delle sedi di esecuzione.

Se l'ordine è eseguito per conto di un cliente al dettaglio, la selezione delle sedi di negoziazione è condotta, ai sensi dell'art. 45, 5° co., reg. intermediari, assumendo come parametro di riferimento il «corrispettivo totale», che computa, oltre al costo dello strumento finanziario, anche i costi relativi all'esecuzione.

Ruolo strategico, anche per la funzionalità della *best execution*, gioca l'informazione. Gli intermediari, infatti, ai sensi dell'art. 46, 2° co., reg. intermediari: *i*) forniscono ai propri clienti informazioni appropriate circa la strategia di esecuzione degli ordini adottata, specificando se detta strategia preveda la possibilità che gli ordini siano eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; *ii*) e ottengono il consenso preliminare esplicito del cliente prima di procedere all'esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale.

La procedura impone, altresì, un periodico aggiornamento delle strategie di esecuzione, soprattutto al verificarsi di circostanze rilevanti (art. 49 reg. intermediari).

Per ciò che attiene invece ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini e gestione di portafogli, disciplinati nel capo II, all'art. 48 reg. intermediari, l'organizzazione per il soddisfacimento della *best execution* si sostanzia in una strategia di trasmissione degli ordini che miri ad identificare, per ciascuna categoria di strumenti, i soggetti ai quali gli ordini sono trasmessi in ragione delle strategie di esecuzione adottate da questi ultimi.

Gli obblighi di *disclosure* gravanti sugli intermediari impongono, anche in quest'ambito, la comunicazione, e il periodico aggiornamento, della strategia adottata al cliente.

Un giudizio sulla portata della regola della *best execution* non è agevole. Parte della dottrina sottolinea la difficoltà di provare, *ex post*, il rispetto della regola e la portata relativa della stessa, concretizzandosi nella migliore esecuzione possibile che l'intermediario è in grado di ottenere nell'ambito della anche ristretta cerchia di sedi di esecuzione da esso preventivamente selezionate⁶¹.

⁶¹ Così ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 140.

7. Il conflitto di interessi quale prototipo della traduzione delle regole di condotta in regole di organizzazione.

La relazione di *agency*, che qualifica la relazione tra intermediario e cliente, condiziona fortemente l'esistenza di conflitti di interessi tra le parti. Con l'espressione "conflitti di interessi" ci si riferisce, in particolare, a tutte le situazioni in cui l'interesse perseguito nell'operazione dall'intermediario direttamente (*i.e.* svolgimento concorrente di altri servizi di investimento) o indirettamente (*i.e.* in ipotesi di rapporti di gruppo) sia in conflitto con quello di cui è portatore il cliente.

Come noto, l'art. 6, 1° co., lett. g), l. Sim, vietava alle Sim di effettuare operazioni, con o per conto della clientela, in presenza di un interesse (diretto o indiretto) in conflitto con il cliente, fatta salva l'ipotesi di *i)* comunicazione per iscritto al cliente su «la natura e l'estensione» dell'interesse nell'operazione e *ii)* l'ottenimento di una preventiva ed espressa autorizzazione per iscritto all'operazione in conflitto⁶².

Con l'approvazione della direttiva Isd e il riordino della disciplina interna del mercato finanziario, il quadro normativo muta e, abbandonato il precedente criterio dell'autorizzazione-informata, si impone all'intermediario di organizzarsi in modo da ridurre l'insorgere dei conflitti di interesse, tuttavia, si consente all'intermediario stesso di agire in conflitto a condizione che, ai sensi dell'art. 21, 1° co., lett. c), t.u.f., nel testo previgente, si assicurino «ai clienti trasparenza ed equo trattamento»⁶³.

L'attuale disciplina *post-MiFID*⁶⁴, in continuità con la precedente, persegue la finalità di gestione e non di eliminazione dei conflitti ma evidenzia, in modo esemplare, il legame profondo esistente tra regole di condotta e regole di organizzazione interna.

Da un profilo sistematico, la disciplina sul conflitto di interessi è posta tra i criteri generali, di "natura organizzativa", di cui all'art. 21 t.u.f., al co.

⁶² Sulla disciplina del conflitto di interessi nel quadro della l. Sim si rinvia a MERANI, *Il problema del conflitto di interessi nell'intermediazione mobiliare*, in ALPA (a cura di), *I valori mobiliari*, Padova, 1991, 325 ss. e, dopo l'introduzione della disciplina Isd, MIOLA e PISCITELLO, *op. cit.*, 123 ss.

⁶³ Sulla disciplina dei conflitti di interesse *pre-MiFID* si rinvia, per tutti, a SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 276 ss., ove ampi riferimenti.

⁶⁴ Per una disamina della normativa MiFID sul conflitto di interessi cfr. ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, *Giur. comm.*, 2005, I, 844 ss.; SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interesse fra intermediari e clienti nella direttiva MiFID*, *Banca borsa*, 2007, I, 123, che definisce «endemica, se non fisiologica» la presenza di conflitti di interessi nei rapporti tra intermediari e clienti; FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducement*, *ivi*, 2009, I, 136 ss.

1-bis, e nel reg. 29 ottobre 2007, emanato dalla Banca d'Italia e dalla Consob congiuntamente (d'ora in poi, reg. cong.) e risulta applicabile a tutte le categorie di clienti⁶⁵.

In particolare, si enucleano due fasi: un *momento ricognitivo e organizzativo*, prettamente interno all'intermediario, nel quale gli intermediari, ai sensi dell'art. 21, co. 1-bis, lett. a), t.u.f., adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti che potrebbero sorgere con il cliente o tra i clienti e li gestiscono anche adottando misure organizzative idonee ad evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; e un (eventuale) momento *informativo* verso i clienti, nel quale, se le misure organizzative adottate non garantiscano, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari informano chiaramente i clienti della natura e delle fonti dei conflitti di interesse [art. 21, co. 1-bis, lett. b), t.u.f.].

Ai sensi dell'art. 21, co. 1-bis, t.u.f., i soggetti abilitati a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero sorgere con il cliente o tra i clienti, e li gestiscono, anche adottando misure organizzative idonee, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Quando le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, b) gli intermediari informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei possibili conflitti di interesse.

Ai fini dell'identificazione dei conflitti di interesse, l'art. 24 reg. cong., in linea con le indicazioni della MiFID, fornisce, come *criterio minimo*, un elenco delle situazioni da cui possano originare i conflitti di interesse, che, tuttavia, non esimono l'intermediario da una più ampia indagine.

In particolare, gli intermediari devono considerare se, a seguito della prestazione di servizi, essi, un soggetto rilevante [quale, ai sensi dell'art. 2, 1° co., lett. p), reg. cong., un componente degli organi aziendali, un dirigente, un dipendente, un promotore o chi presti particolari servizi all'intermediario], o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto: a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria a danno del cliente; b) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente me-

⁶⁵ Per l'irrilevanza dello *status* del cliente nell'applicabilità della disciplina del conflitto di interessi v. il 25° considerando della direttiva 2006/73/CE e i commenti di MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, *Dir. banca e mercato fin.*, 2008, 587.

desimo; *c*) abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato; *d*) svolgano la medesima attività del cliente; *e*) ricevano o possano ricevere da persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite⁶⁶.

Individuate le possibili situazioni di conflitto di interessi, l'intermediario deve elaborare idonee *politiche di gestione dei conflitti di interesse*, secondo i criteri e gli obiettivi indicati all'art. 25, 2° co., reg. cong. In particolare, dette politiche devono: *i*) essere efficaci, formulate per iscritto e in linea con il principio di proporzionalità (art. 25, 1° co., reg. cong.); *ii*) consentire di individuare, in relazione ai servizi e alle attività di investimento prestati, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interessi pregiudizievole per gli interessi dei clienti e, conseguentemente, definire le procedure da seguire e le misure da adottare idonee a garantire, ai soggetti rilevanti, un svolgimento della loro attività con un appropriato grado di indipendenza, tenuto conto delle dimensioni e dell'attività dell'intermediario (art. 25, 2° e 3° co., reg. cong.).

Per garantire l'indipendenza dei soggetti coinvolti nelle operazioni da cui può sorgere un conflitto di interessi la normativa *post-MiFID* propone, all'art. 25, 4° co., reg. cong., alcune *procedure* che l'intermediario può applicare, se le ritiene appropriate, volte a: *a*) impedire o controllare lo scambio di informazioni tra soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportano un conflitto di interessi; *b*) garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti; *c*) eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti rilevanti che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare tra loro situazioni di potenziale conflitto di interessi; *d*) impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sullo svolgimento da parte di un soggetto rilevante di servizi o attività di investimento; *e*) impedire la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante a distinti servizi o attività di investimento, quando la partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse.

⁶⁶ Rileva R. LENER, *Conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 16, come la fattispecie degli *incentivi* vada integrata con quanto disposto dall'art. 52 reg. intermediari, che riproduce l'art. 26 della direttiva di 2° livello, che individua le caratteristiche delle "commissioni e competenze" che possono legittimamente essere corrisposte all'intermediario in quanto *i*) normalmente previste per l'erogazione del servizio, oppure *ii*) sono funzionali al miglioramento della qualità del servizio prestato, e il cliente ne sia adeguatamente informato, *iii*) non confliggono con il dovere di agire in modo onesto, equo, professionale, al servizio dell'interesse del cliente.

La *disclosure* verso il cliente delle situazioni di conflitto di interessi parrebbe, dalla lettera della norma, imposta all'intermediario nei soli casi in cui l'organizzazione non si riveli idonea a neutralizzare i rischi per il cliente⁶⁷.

Complesso il giudizio sulle novità della disciplina in materia.

Tra gli aspetti di implementazione della tutela del cliente si segnala l'affidamento all'intermediario del compito di identificare e gestire i conflitti di interesse che così introduce un parametro di riferimento utilizzabile anche in sede di valutazione *ex post* da parte del giudice o dell'autorità amministrativa del comportamento dell'intermediario⁶⁸. In senso contrario, invece, la nuova disciplina sembra rendere più opaca la gestione del conflitto, che viene, solo in via residuale, comunicata al cliente, se le misure organizzative e di gestione dei conflitti si rivelano inefficaci⁶⁹.

8. La violazione delle regole di condotta: i rimedi risarcitori.

La giurisprudenza teorica e pratica si è interrogata, con esiti in direzioni anche contrastanti, sul tema delle conseguenze della violazione delle regole di condotta di cui all'art. 21 t.u.f. e alle norme regolamentari. Ne è risultato un dibattito ricchissimo e estremamente vivace, in cui le soluzioni proposte possono essere sintetizzate in: i) nullità virtuale, *ex art.* 1418, 1° co., c.c., del contratto di acquisto degli strumenti finanziari per violazione di norme im-

⁶⁷ *Contra*, per una diversa interpretazione della norma, MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, cit., 599, secondo cui «se l'intermediario non è tenuto ad informare il cliente, non è perché una situazione di pericolo dipende dalla presenza di un interesse in conflitto c'è, ma non deve essere comunicata, bensì è perché (e solo se) le misure organizzative hanno sortito l'effetto di prevenire la stessa insorgenza della situazione di conflitto di interessi (...) e pertanto non ci sarebbe nulla da comunicare». V., a commento della Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, ID., *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, Riv. dir. civ., 2007, II, 71 ss.

⁶⁸ Così R. LENER, *Conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 19.

⁶⁹ Così ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 133. Critico, in riferimento al dettato delle direttive MiFID, SCOTTI CAMUZZI, *op. cit.*, 129, secondo cui «quella di organizzare in compartimenti stagni (o separare con muragli cinesi) le varie attività di un operatore polifunzionale è misura atta – in teoria – ad evitare il conflitto di interessi, non a gestirlo quando vi sia». L'A., *ivi*, 132, propone «un'autoregolazione etica» da parte degli intermediari. V., altresì, ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse, Banca borsa*, 2008, I, 20, che critica l'attuale «privatizzazione dell'eterotutela» posta nelle mani dell'intermediario e MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, cit., 595, secondo cui «l'organizzazione sarà uno solo degli elementi del giudizio complessivo di responsabilità».

perative; *ii*) annullabilità per vizi di volontà; *iii*) risoluzione per inadempimento⁷⁰.

Tra queste, in particolare, è parsa prevalere nella giurisprudenza teorica e pratica, la tesi della nullità del contratto, per i vantaggi che la tutela restitutoria presenta nei termini di un recupero integrale delle somme impiegate nell'operazione⁷¹.

Sul tema è, da ultima, intervenuta a fini chiarificatori la Cassazione, con gli interventi del 29 settembre 2005, n. 19024⁷² e, a Sezioni Unite, del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725⁷³.

La Suprema Corte ha affrontato *ex professo* il tema del rapporto tra regole di validità e regole di condotta e, pur non negando il carattere im-

⁷⁰ Per una ricostruzione delle posizioni della giurisprudenza di merito si rinvia a CORTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, *Giur. it.*, 2006, 537 ss., che nota come «il dato che emerge è non solo quantitativamente impressionante ma anche qualitativamente rivelatore – oltre che di serie disfunzioni del sistema – di una accentuata diversificazione di soluzioni, dai crescenti margini di incertezza sia per chi adisce l'autorità giudiziaria sia per chi ne subisce le iniziative». Per ulteriori riferimenti agli orientamenti giurisprudenziali precedenti all'intervento delle Sezioni Unite, v., altresì, A. TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari tra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, *Banca borsa*, 2007, II, 632 ss.; ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, *Contratto e impresa*, 2005, 896 ss.; GOBBO e SALODINI, *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, *Giur. comm.*, 2006, II, 5 ss. e, da ultimo, INZITARI e PICCININI, *op. cit.*, *passim*.

⁷¹ A favore della tutela restitutoria PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, *Riv. società*, 2005, 1012 ss. e SARTORI, *Le regole di condotta*, *cit.*, 51 ss.

Contra sui limiti della tutela restitutoria ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, *Corriere giur.*, 2008, 107 ss., secondo cui l'individuazione dei rimedi deve dipendere non da valutazioni di convenienza e opportunità, ma deve trovare fondamento nelle regole dell'ordinamento positivo.

⁷² La sentenza si può leggere in: *Foro it.*, 2006, I, 1105 ss., con nota di SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*; *Giur. comm.*, 2006, II, 626, con nota di SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari e risarcimento del danno: la Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*; *Danno e resp.*, 2005, 25 ss., con nota di ROPPO e AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione sulla nullità virtuale*.

⁷³ Le pronunce si possono leggere, fra l'altro, in: *Dir. banca e mercato fin.*, 2008, I, 691 ss., con nota di MAZZINI, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*; *Giur. it.*, 2008, 353, con nota di COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*; *Foro it.*, 2008, I, 779, con nota di SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*, *Danno e resp.*, 2008, 525 ss., con nota di ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2008, II, 1189, con nota di CALISAI, *La violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari finanziari – il contratto di intermediazione davanti ai giudici, fino alla tanto attesa (o forse no) pronuncia delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione*.

perativo di queste ultime, ha disposto che la violazione delle regole di condotta può essere fonte di responsabilità precontrattuale o contrattuale a seconda che la violazione si collochi nella fase che precede la stipulazione del contratto di investimento o in quella successiva.

In particolare, si è disposto che la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può, invece, dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto in questione.

In nessun caso, sottolinea la Suprema Corte, la violazione dei doveri di comportamento può determinare la nullità del contratto di intermediazione o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, 1° co., c.c. L'inevitabile radicamento dei doveri di comportamento alle circostanze del caso concreto li rende, infatti, inadeguati ad assurgere a requisiti di validità⁷⁴. Ne risulta che le regole di comportamento non attengono alla struttura o all'oggetto del contratto, ma si collocano nella fase delle trattative o nella fase esecutiva e sono finalizzate a consentire all'investitore la valutazione sulla convenienza dell'operazione.

Il doppio regime di responsabilità precontrattuale e contrattuale è connesso con la qualificazione dei contratti di negoziazione come "contratti quadro", mediante i quali le parti prestabiliscono, in conformità alle norme di settore, gli aspetti e le modalità del contenuto dei successivi negozi. Ne deriverebbe che solo la violazione delle regole informative antecedenti alla stipulazione del contratto quadro – riconducibile ad una violazione di cui all'art. 137 c.c. – si traduce in una responsabilità di tipo precontrattuale. La violazione di tutte le altre regole comportamentali che devono essere rispettate successivamente alla stipulazione del contratto quadro integrano la fattispecie dell'inadempimento e dunque una responsabilità contrattuale, ferma la possibilità da parte del cliente di invocare,

⁷⁴ Sull'inidoneità del dovere di buona fede, e delle regole di comportamento in generale, ad assurgere a requisiti di validità del contratto v. D'AMICO, "Regole di validità" e principio di correttezza nella formazione del contratto, *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 37 ss.; MENGONI, *Autonomia privata e costituzione, Banca borsa*, 1997, I, 9 s.

Contra SACCO, *Il contratto*, Torino, 1975, 669 ss., secondo cui la sanzione per la violazione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede deve ravvisarsi nell'invalidità del contratto.

qualora l'inadempimento non abbia scarsa importanza *ex art.* 1445 c.c., il rimedio risolutorio⁷⁵.

Tra gli *obiter dicta* mette conto segnalare la riconduzione della disciplina del conflitto di interessi alle regole di condotta: il divieto di compiere operazioni inadeguate o in conflitto di interessi attiene, così, alla fase esecutiva del contratto e costituisce al pari del dovere di informazione, una specificazione del primario dovere di diligenza, correttezza e professionalità nella cura degli interessi del cliente⁷⁶.

Il percorso argomentativo delle Sezioni Unite, che poggia sull'affermazione del tradizionale principio di non interferenza tra norme di comportamento e norme di validità del contratto, non è andato esente da rilievi critici incentrati, per lo più, su una considerazione di maggior efficienza dei rimedi restitutori nella materia *de qua*⁷⁷.

Il rimedio risolutorio, indicato dalla Suprema Corte, sembra presentare il vantaggio di consentire di commisurare la tutela del risparmiatore alla concreta dimensione del pregiudizio subito, attribuendo eventualmente rilevanza anche al concorso di colpa del cliente danneggiato *ex art.* 1227, 1° co., c.c. o all'ipotesi di evitabilità, in tutto o in parte, del danno⁷⁸.

⁷⁵ Sulla questione della forma del contratto quadro e degli ordini esecutivi dello stesso v., per tutti, A. TUCCI, *Il problema della forma dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento*, *Riv. trim. dir. economia*, 2009, II, 39 ss.

⁷⁶ Per una critica in particolare a questa posizione assunta dalla Suprema Corte v. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, *Dir. fall.*, 2008, II, 1 ss.

⁷⁷ Per una critica alle posizioni assunte dalla Suprema Corte v. SARTORI, *op. loc. ult. cit.*; PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, cit., 1012 ss.; ID., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmio incolpevole o "copertura assicurativa" per l'investimento sfortunato*, *Banca impresa*, 2008, 389 ss.; ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, cit., 536 ss.; MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, *Contr.*, 2008, 403 ss.; MAZZINI, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, cit., 719 ss.

⁷⁸ Così C. SCOGNAMIGLIO, *Regole di validità e di comportamento: i principi e i rimedi*, *Europa e diritto privato*, 2008, 624; ALBANESE, *op. cit.*, 107.

In argomento v., altresì, LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, *Riv. critica dir. priv.*, 2009, 107 ss.