

Norme di comportamento

Le nuovissime norme di comportamento (e la responsabilità civile) dei consulenti finanziari

di **Valerio Sangiovanni**

La recentissima delibera Consob n. 17130/2010 ha dato attuazione agli artt. 18-*bis* e 18-*ter* T.u.f. in materia di consulenti finanziari. Di particolare interesse è l'art. 12 di tale regolamento che disciplina le norme di comportamento. Il rapporto fra il consulente finanziario e i suoi clienti si deve caratterizzare per l'osservanza delle regole di condotta. Laddove tali norme non vengano rispettate, il consulente può essere chiamato a risponderne civilmente. Così come gli intermediari finanziari sono stati frequentemente citati in giudizio dagli investitori negli ultimi anni, non si può escludere che ciò avverrà nei prossimi anni anche con riferimento ai consulenti finanziari. Di qui l'esigenza di una precisa conoscenza e di una rigorosa osservanza delle disposizioni che regolano il loro comportamento, norme che si vanno a esaminare nel presente articolo.

Introduzione

L'art. 18-*bis* T.u.f. disciplina la neo-istituita figura dei consulenti finanziari (1). In particolare la legge prevede che «la riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ed iscritte nell'albo di cui al comma 2, di prestare la consulenza in materia d'investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti» (art. 18-*bis*, comma 1, T.u.f.). Inoltre il testo legislativo stabilisce che la Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi a una serie di circostanze, fra cui le «regole di condotta che gli iscritti nell'albo devono rispettare nel rapporto con i clienti, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati» (art. 18-*bis*, comma 7, T.u.f.) (2).

L'art. 18-*bis* T.u.f. omette dunque di occuparsi direttamente delle norme di comportamento dei consulenti finanziari e rinvia a un apposito regolamento attuativo. La Consob, dopo aver fatto circolare due documenti di consultazione (uno del giugno 2008 (3) e uno del novembre 2009 (4)), ha approvato

molto recentemente il reg. n. 17130/2010 (5). In questo articolo ci si vuole soffermare sulle norme di comportamento dei consulenti finanziari così come risultanti dal reg. n. 17130/2010. Al fine di sottolineare il rilievo pratico di questa materia, va ricordato che buona parte del contenzioso sorto negli ulti-

Note:

(1) In materia di consulenza finanziaria cfr. A. Sciarone Alibrandi, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banca mer. fin.*, 2009, 383 ss.; A. Vizzari, *Le problematiche della consulenza finanziaria*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, 2009, fasc. 2, 137 ss.; L. Zitiello, *La consulenza in materia di investimenti*, in *Aa.Vv., La MiFID in Italia*, a cura di L. Zitiello, Torino, 2009, 433 ss.; L. Zitiello, *I consulenti finanziari*, in *Aa.Vv., La MiFID in Italia*, cit., 473 ss.

(2) La seconda disposizione di legge in materia di consulenza finanziaria è l'art. 18-*ter* T.u.f., dedicato alle società di consulenza finanziaria. Su tali società cfr. M.-T. Paracampo, *Le società di consulenza: una disciplina in itinere*, in *Società*, 2009, 1459 ss.

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

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

(5) Delibera n. 17130. Adozione del regolamento recante norme di attuazione degli articoli 18-*bis* e 18-*ter* del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari persone fisiche e società di consulenza finanziaria, 12 gennaio 2010, in www.consob.it.

mi anni fra investitori e intermediari finanziari è fondato sull'asserita violazione di norme di comportamento, che si sarebbero - invece - dovute osservare nella formazione e nell'esecuzione del contratto (6). Non si può escludere che, in futuro, anche la categoria dei consulenti finanziari venga chiamata a fronteggiare contestazioni di vario genere da parte dei risparmiatori. Il modo migliore per prevenire tali reclami e possibili azioni in giudizio è l'instaurazione di un corretto rapporto contrattuale (7), rispettoso - sia nella sua fase formativa sia in quella esecutiva - delle diverse norme di comportamento prescritte dall'ordinamento.

In via introduttiva è utile ricordare che i consulenti finanziari sono soggetti chiamati a prestare uno dei possibili servizi d'investimento (8): il "servizio di consulenza in materia di investimenti". Secondo la definizione legislativa, per consulenza in materia d'investimenti si intende «la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta al cliente o è basata sulla considerazione delle caratte-

Note:

(6) La materia delle norme di comportamento degli intermediari finanziari e della connessa responsabilità è stata trattata in alcuni recenti volumi: Aa.Vv., *I soldi degli altri*, a cura di A. Perrone, Milano, 2008; G. Bersani, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008; C. Carbone, *Le ragioni dei risparmiatori nelle cause contro le banche per la cessione delle obbligazioni "corporate"*, Napoli, 2009; F. Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009; B. Inzitari, V. Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008; M. Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007. Inoltre della tematica si sono occupati, a vario titolo, G. Alpa, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *Contratti*, 2006, 927 ss.; F. Autelitano, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 1157 ss.; F. Azzari, *Contratti finanziari e categorie civilistiche*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 672 ss.; A. Barengi, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta*, in *Giur. mer.*, 2007, 59 ss.; E. A. Emiliozzi, *Vendita alla clientela retail di titoli prima dell'emissione ed omessa acquisizione da parte dell'intermediario dell'offering circular*, in *Giur. it.*, 2007, 1673 ss.; A. Gentili, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, fasc. 3, 23 ss.; M. Guernelli, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 360 ss.; A. M. Mancini, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51 ss.; C. Marchiandi, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 376 ss.; M. Marianello, *Bonds argentini e responsabilità dell'intermediario finanziario: corrispondenza diacronica o sincronica?*, in *Obbl. contr.*, 2007, 1009 ss.; G. Meruzzi, *La responsabilità precontrattuale tra regola di validità e regola di condotta*, in *Contr. impr.*, 2006, 944 ss.;

P. Morandi, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. contr.*, 2009, 47 ss.; P. Morandi, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. contr.*, 2008, 919 ss.; M. Pellegrini, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 171 ss.; L. Picardi, *Nuovi sviluppi giurisprudenziali in tema di responsabilità degli intermediari*, in *Dir. giur.*, 2007, 192 ss.; G. Ponzanelli, *Immissioni e risparmio tradito: applicazioni divergenti della lettura costituzionale del danno non patrimoniale*, in questa *Rivista*, 2008, 85 ss.; E. Righini, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 150 ss.; V. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, 896 ss.; V. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in questa *Rivista*, 2005, 624 ss.; V. Roppo, G. Afferri, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: due punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in questa *Rivista*, 2006, 29 ss.; V. Sangiovanni, *Obbligazioni Lehman Brothers e tutele degli investitori*, in *Contratti*, 2010, 221 ss.; V. Sangiovanni, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 1682 ss.; V. Sangiovanni, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, in questa *Rivista*, 2009, 503 ss.; V. Sangiovanni, *Il caso "My Way" e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giur. mer.*, 2008, 3116 ss.; V. Sangiovanni, *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, in *Contratti*, 2008, 653 ss.; V. Sangiovanni, *Acquisto di obbligazioni e risoluzione del contratto*, in *Contratti*, 2008, 5 ss.; V. Sangiovanni, *Contratto di negoziazione, forma convenzionale e nullità per inosservanza di forma*, in *Contratti*, 2007, 778 ss.; V. Sangiovanni, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *Contratti*, 2006, 1133 ss.; V. Sangiovanni, *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, in *Contratti*, 2006, 966 ss.; V. Sangiovanni, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in questa *Rivista*, 2006, 874 ss.; V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *Contratti*, 2006, 686 ss.; V. Sangiovanni, *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in *Corr. mer.*, 2006, 737 ss.; V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, in *Società*, 2006, 605 ss.; C. Scognamiglio, *Regole di validità e di comportamento: i principi ed i rimedi*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 599 ss.; G. Serraino, *Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, fasc. 3, 55 ss.; M. Sesta, *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in Aa.Vv., *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, vol. 2, Padova, 2009, 727 ss.; F. Signorelli, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 55 ss.; M. Todorova, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008, 1307 ss.

(7) Per un più ampio esame dei profili contrattuali del rapporto intercorrente fra consulente finanziario e cliente sia consentito il rinvio a V. Sangiovanni, *Aspetti contrattuali della nuova consulenza finanziaria*, in *Contratti*, 2010, 175 ss.

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

ristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione» (art. 1, comma 5-septies, T.u.f.).

Le norme di comportamento dei consulenti finanziari sono contenute nell'art. 12 reg. n. 17130/2010, rubricato "regole generali di comportamento". Le regole di condotta degli intermediari finanziari sono invece regolate nell'art. 21 T.u.f. Le norme di comportamento dei consulenti finanziari vengono disciplinate in un apposito regolamento della Consob, in quanto tale disposizione del T.u.f. non è loro applicabile. L'art. 21 T.u.f. fissa le regole di condotta dei "soggetti abilitati". Lo stesso testo normativo determina, all'art. 1, comma 1, lett. r, cosa si debba intendere per "soggetti abilitati": «le SIM, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le SGR, le società di gestione armonizzate, le SICAV nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento». In questo elenco non rientrano i consulenti finanziari, il cui operato non è pertanto assoggettato a specifiche norme di comportamento in forza di tale disposizione di legge.

La legge demanda invece alla Consob di determinare, con regolamento, fra le altre cose le «regole di condotta che gli iscritti nell'albo devono rispettare nel rapporto con i clienti, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati» (art. 18-bis, comma 7, lett. d T.u.f.). In altre parole, secondo la legge, l'art. 21 T.u.f. doveva servire da punto di riferimento per il lavoro di attuazione della Consob. Come si avrà modo di verificare, le norme di comportamento dei consulenti finanziari fissate dal regolamento n. 17130/2010 si avvicinano molto alle regole di condotta stabilite per i soggetti abilitati dalla legge.

Diligenza, correttezza e trasparenza quali principi-cardine dell'agire dei consulenti finanziari

Il regolamento contiene anzitutto il principio secondo cui «nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza» (art. 12, comma 1, reg. n. 17130/2010). Questa disposizione si riferisce alla "prestazione" del servizio di consulenza. Con tale termine la Consob

vuole comprendere l'intera durata del rapporto, dal momento dei primi contatti fra il consulente finanziario e il cliente (che è ancora "potenziale", finché non è concluso il contratto) fino alla cessazione della relazione. Si tratta di una scelta dei regolatori mirante a tutelare il più possibile, anche dal punto di vista dell'estensione temporale, il fruitore dei servizi. Se si pone attenzione all'art. 21 T.u.f. (sulle norme di comportamento dei soggetti abilitati), non si trova nulla di diverso, specificandosi in tale sede che le norme di comportamento vanno rispettate "nella prestazione" dei servizi e delle attività d'investimento. L'ambito temporale di applicazione delle regole di condotta, vuoi per i consulenti finanziari vuoi per i soggetti abilitati, è dunque molto ampio.

L'art. 12, comma 1, reg. n. 17130/2010 richiama "diligenza", "correttezza" e "trasparenza", al fine di determinare quale debba essere il buon comportamento dei consulenti finanziari. Nel diritto civile la "diligenza" viene menzionata in materia di adempimento, laddove si prevede che «nell'adempire l'obbligazione il debitore deve usare la diligenza del buon padre di famiglia» (art. 1176, comma 1, c.c.). Lo stesso articolo specifica che «nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata» (art. 1176, comma 2, c.c.). Il consulente finanziario svolge un'attività professionale e, dunque, la diligenza che gli è richiesta deve essere commisurata alla natura dell'attività esercitata. La "correttezza" è un termine usato nell'art. 1175 c.c.: «il debitore e il creditore devono comportarsi secondo le regole della correttezza». La "trasparenza" non costituisce invece una nozione classica del diritto civile; essa ricorre nelle leggi speciali preposte a disciplinare i mercati assicurativo, bancario e finanziario.

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

In materie così tecniche come l'intermediazione finanziaria e la consulenza finanziaria non è possibile lasciare a mere clausole generali la funzione di determinare quali siano i "giusti" comportamenti degli operatori del settore. Ecco allora che intervengono normative, di rango sia legislativo sia regolamentare, a dettare norme più dettagliate. Qui di seguito

esamineremo le principali regole di condotta dei consulenti finanziari risultanti dal reg. n. 17130/2010.

L'acquisizione e la dazione d'informazioni

Il regolamento sui consulenti finanziari si occupa di dazione d'informazioni agli investitori, prevedendo che i consulenti finanziari «forniscono al cliente o potenziale cliente informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate affinché il cliente o potenziale cliente possa ragionevolmente comprendere la natura e le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti e dello specifico strumento finanziario raccomandato e possa adottare decisioni di investimento informate» (art. 12, comma 1, lett. a reg. n. 17130/2010) (9). Il flusso informativo non va però solo dal consulente finanziario al cliente, ma anche in senso opposto, ossia dal cliente al consulente. In questo senso dispone la previsione secondo cui i consulenti finanziari «acquisiscono dai clienti o potenziali clienti le informazioni necessarie al fine della loro classificazione come clienti o potenziali clienti al dettaglio o professionali ed al fine di raccomandare gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente» (art. 12, comma 1, lett. b reg. n. 17130/2010). L'ordine temporale del flusso informativo è dunque: 1) prima informazioni dal cliente al consulente finanziario; 2) poi informazioni dal consulente al cliente. Iniziamo allora l'analisi del regolamento con la disposizione che impone al consulente finanziario di raccogliere informazioni dal cliente. A questa norma di comportamento ci si riferisce con l'espressione inglese, largamente diffusa, di "know your customer" ("conosci il tuo cliente"). Al riguardo la disposizione in esame distingue fra "clienti" e "potenziali clienti". Il cliente può essere già stato acquisito, e allora si parla semplicemente di "cliente", oppure può essere in fase di acquisizione, e allora si parla di "potenziale cliente". La differenza è che nei confronti del "cliente" sussiste già un rapporto contrattuale, mentre nei confronti del "potenziale cliente" non sussiste un rapporto contrattuale (giocando con le parole, si può affermare che esiste un mero "contatto", che può poi divenire "contratto").

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

In merito alla classificazione dei clienti giova osservare che il nostro ordinamento ha ora introdotto la

distinzione fra "cliente al dettaglio" e "cliente professionale". La definizione di cliente professionale è contenuta nel regolamento Consob n. 16190 del 2007 (10) e, in particolare, nel suo allegato n. 3 (ru-

Note:

(9) Si noti che buona parte del contenzioso fra investitori e soggetti abilitati degli ultimi anni è riconducibile alla violazione delle disposizioni legislative e regolamentari che impongono d'informare il cliente. Fra i tanti contributi pubblicati in materia cfr. D. Achille, *Contratto d'intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi d'informazione: tra nullità del contratto e responsabilità dell'intermediario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1451 ss.; P. Bartolomucci, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, II, 440 ss.; R. Bruno, *L'esperienza dell'investitore e l'informazione "adeguata" e "necessaria"*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 391 ss.; V. Bulfaro, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per violazione del dovere di informazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 1092 ss.; I. A. Caggiano, *I doveri d'informazione dell'intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazioni e rimedi*, in *Dir. giur.*, 2006, 453 ss.; R. Calvo, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1431 ss.; V. Crescimanno, *Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra code de la consommation e code civil*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 483 ss.; G. D'Alfonso, *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.*, 2008, 965 ss.; E. A. Emiliozzi, *La responsabilità della banca per omessa informazione del deterioramento del rating di obbligazioni acquistate da un cliente*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 118 ss.; F. Greco, *Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1140 ss.; S. Guadagno, *I confini dell'informazione precontrattuale e la "storia infinita" dei contratti di intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 241 ss.; R. Maragno, *L'orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 1280 ss.; R. Natoli, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio"*, in *Contratti*, 2010, 67 ss.; S. Panzini, *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contr. impr.*, 2007, 982 ss.; V. Sangiovanni, *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corr. mer.*, 2009, 973 ss.; G. Spadaro, *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 506 ss.; M. Ticozzi, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2007, 363 ss.

(10) Sulla MIFID e sulla relativa normativa di attuazione cfr. S. Bastianon, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2008, 255 ss.; F. Durante, *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta "flessibili" per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. mer.*, 2008, 628 ss.; L. Frumento, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella direttiva Mifid*, in *Contratti*, 2007, 583 ss.; L. Pontiroli, P. Duvia, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 151 ss.; F. Regaldo, *La responsabilità delle banche nel collocamento di obbligazioni ai risparmiatori. Una comparazione tra Italia e Regno Unito in seguito all'adozione del sistema MIFID*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, 211 ss.; A. Rinaldi, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambia-*
(segue)

bricato “clienti professionali privati”). La nozione è alquanto complessa e non pare opportuno riprodurla o descriverla in dettaglio in questa sede. Ai fini che qui interessano basta rilevare che, secondo detto allegato, «un cliente professionale è un cliente che possiede l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume». Tali clienti vengono poi distinti in “clienti professionali di diritto” e “clienti professionali su richiesta”. Il regolatore ritiene non opportuno che i clienti al dettaglio e quelli professionali vengano trattati allo stesso modo, dal momento che i primi hanno bisogno di un livello di protezione maggiore di quello di cui necessitano i secondi. Al fine di garantire a ciascuno la tutela adatta, il primo passo che deve compiere il consulente finanziario è quello di accertarsi di quali siano le caratteristiche del soggetto con cui sta per instaurare un rapporto professionale. Tramite la raccolta d’informazioni, il consulente ricostruisce la natura del cliente con cui ha a che fare; a seconda degli esiti dell’indagine, il cliente viene classificato come al dettaglio piuttosto che come professionale e riceve il corrispondente trattamento.

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

Non basta dunque una descrizione sommaria, ma occorre un certo livello di specificità. Dall’altro lato non è tuttavia consentito eccedere nella dazione d’informazioni: a ciò osta il requisito del “sufficiente” dettaglio. Nelle materie tecniche capita non di rado che l’interlocutore del professionista debba confrontarsi con informazioni particolarmente analitiche, rispetto alle quali è talvolta difficile operare una sintesi (11). Complessivamente si deve ritenere che il consulente finanziario che informa “in modo perfetto” è quello che fornisce relativamente poche informazioni al cliente: quelle che sono effettivamente rilevanti per la decisione d’investimento, omettendo di soffermarsi su dettagli.

Note:

(continua nota 10)

menti, in *Società*, 2008, 12 ss.; V. Roppo, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485 ss.; V. Sangiovanni, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell’intermediazione finanziaria dopo l’attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785 ss.; V. Sangiovanni, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l’attuazione della MIFID*, in *Contratti*, 2008, 173 ss.; V. Sangiovanni, *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363 ss.; V. Sangiovanni, *Operazione inadeguata dell’intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contratti*, 2007, 243 ss.; F. Sartori, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.

(11) Proprio per facilitare la comprensione degli elementi essenziali, la legge - in materia di prospetto - prevede che “il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell’offerta” (art. 94, comma, 2 T.u.f.). In tema di prospetto e di offerta al pubblico cfr., fra i tanti, F. Accetella, *Rivendita di obbligazioni collocate presso investitori professionali in assenza di prospetto informativo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 454 ss.; A. Bertolini, *Negoziante degli strumenti finanziari in Grey Market e violazione della disciplina sulla sollecitazione all’investimento*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2096 ss.; S. Bruno, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 785 ss.; R. Cugnasco, *L’offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, in *Società*, 2008, 803 ss.; E. Franza, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *Contratti*, 2009, 74 ss.; E. Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Aa.Vv.*, *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, vol. 2, Padova, 2009, 793 ss.; V. Sangiovanni, *La nuova responsabilità da prospetto nell’art. 94 TUF*, in *Giur. mer.*, 2010, 880 ss.; V. Sangiovanni, *Commento all’art. 94 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, in *Commentario breve al diritto dei consumatori*, a cura di G. De Cristofaro, A. Zaccaria, Padova, 2010, 1589 ss.; V. Sangiovanni, *Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell’art. 100 bis TUF*, in *Giur. it.*, 2008, 2889 ss.; V. Sangiovanni, *Manca la pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in questa *Rivista*, 2008, 965 ss.; R. Viglione, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 43 ss.; R. Viglione, *Nullità e risarcimento del danno nell’art. 100 bis T.U.F.: quale tutela per l’investitore non professionale?*, in *Contr. impr.*, 2008, 55 ss.

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

L’oggetto dell’informazione che il consulente deve rendere è duplice: la natura e le caratteristiche 1) del servizio di consulenza in materia di investimenti e 2) dello specifico strumento finanziario raccomandato. Il consulente deve dunque, in un primo momento, spiegare in cosa consiste il suo lavoro. In un secondo momento occorre tratteggiare la natura e le caratteristiche dello strumento finanziario che intende proporre al cliente. Se vengono raccomandati più strumenti finanziari in un unico contesto, la disposizione in esame va interpretata nel senso che il consulente deve illustrare la natura e le caratteristiche di ogni singolo strumento (12).

La valutazione di adeguatezza

Uno dei principali doveri che fanno capo ai consulenti finanziari è la c.d. “valutazione di adeguatezza” (13). Il regolamento dispone difatti che i consulenti finanziari “valutano, sulla base delle informazioni acquisite dai clienti, la adeguatezza delle operazioni raccomandate” (art. 12, comma 1, lett. c reg. n. 17130/2010).

Cosa si intende con l’espressione di “adeguatezza”, un termine - a dire il vero - non particolarmente ricorrente nella terminologia giuridica? Il vocabolo “adeguatezza” richiama un giudizio di proporzionalità. Adeguato è qualcosa rispetto a qualcosa d’altro. Nel caso di specie si tratta, nella sostanza, di rapportare l’operazione proposta alle caratteristiche del cliente cui viene raccomandata. La corrispondente espressione inglese, di ampia diffusione, è “*suitability rule*” (appunto: regola dell’adeguatezza).

Il regolamento dice che l’adeguatezza delle operazioni raccomandate va valutata “sulla base delle informazioni acquisite dai clienti”. Questa disposizione pare quasi offrire una scappatoia ai consulenti finanziari rispetto a ipotesi di loro possibile responsabilità

civile. A leggere questa norma al di fuori del contesto in cui essa si colloca, sembrerebbe che l’unico parametro di riferimento per i consulenti debbano essere le informazioni fornite dal cliente. Questa soluzione non pare invero accettabile e non trova conforto nella giurisprudenza che, seppure in vigore della normativa previgente e in relazione ai soggetti abilitati, è giunta a esiti diversi. Finora l’orientamento giurisprudenziale è nel senso che l’intermediario finanziario non può determinare la sua proposta d’investimento esclusivamente sulla base delle informazioni ricevute dal cliente. Sulla banca incombe invece un obbligo d’indagare che va al di là del flusso informativo proveniente dall’investitore. In altre parole l’intermediario non può andare esente da responsabilità limitandosi ad affermare di avere investito “fidandosi” di quanto rappresentato dal cliente. La dovuta diligenza professionale impone al consulente finanziario (e non solo al soggetto abilitato) di accertare, almeno sommariamente, se le affermazioni dell’investitore corrispondono a verità.

La valutazione di adeguatezza è oggetto di un’altra, apposita, disposizione del regolamento: «sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari valutano che la specifica operazione consigliata soddisfi i seguenti requisiti: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all’investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all’operazione» (art. 19, comma 1, reg. n. 17130/2010).

In via preliminare bisogna notare che la valutazione di adeguatezza deve intervenire in riferimento a

Note:

(12) Cfr. L. Pontiroli, *Osservazioni al documento di consultazione*, 23 giugno 2008, in www.consob.it.

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

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

Per il resto al consulente finanziario viene chiesto di operare più verifiche. In un primo momento il consulente deve accertare che la specifica operazione corrisponda agli obiettivi d'investimento del cliente. Il consulente deve avere pertanto prima accertato quali siano tali obiettivi: se l'operazione si colloca all'interno degli obiettivi, essa è adeguata; se invece l'operazione non rispetta tali obiettivi, essa è inadeguata. In secondo luogo il consulente deve verificare che il cliente sia in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento. Se, ad esempio, la somma da investirsi è eccessivamente elevata per il cliente, non potrà essere consigliata l'operazione. In terzo luogo occorre che il cliente sia in grado, per esperienza e conoscenza, di comprendere i rischi inerenti all'operazione. Nel caso di prodotti finanziari complessi, ciò tende a succedere raramente (14). L'ingegneria finanziaria degli ultimi anni ha creato prodotti di una tale complessità da essere comprensibili solo agli addetti ai lavori. Rispetto a tali strumenti è lecito assumere che siano poche le persone in grado di apprezzarne tutti i rischi. Non è un caso che, in diversi processi cui si è assistito negli ultimi anni, il giudice e le parti siano dovuti ricorrere all'aiuto di consulenti tecnici per comprendere le reali caratteristiche delle operazioni effettuate. Un'interpretazione stringente della disposizione in esame depone dunque nel senso che i consulenti finanziari non possano consigliare prodotti complessi, salvo nei rari casi in cui abbiano a che fare con persone con reale "esperienza" e "conoscenza" (probabilmente, però, questi soggetti non hanno bisogno di un consulente e sono in grado di gestire autonomamente il proprio portafoglio).

Il regolamento specifica poi che "una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avvenga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente" (art. 19, comma 2, reg. n. 17130/2010). Questa norma impone al consulente di non suggerire di compiere un numero di operazioni che, rispetto all'interesse del cliente, risulta eccessivo. Una disposizione del genere è peraltro ragionevole quando vi è un conflitto d'interessi (si tratta del caso dell'intermediario finanziario, il quale potrebbe avere interesse a movimentare in continuazione il portafoglio del cliente, al fine di lucrare commissioni). Questo

rischio non sussiste invece (o è comunque minore) nell'ipotesi del consulente finanziario, che non può detenere somme di pertinenza del cliente.

Le procedure interne

Sui consulenti finanziari incombono anche obblighi di natura organizzativa. Il regolamento prevede infatti che essi "istituiscono e mantengono procedure interne e registrazioni idonee" (art. 12, comma 1, lett. d reg. n. 17130/2010).

Al fine di svolgere "diligentemente" una determinata attività professionale è necessaria non solo una certa competenza in materia, ma anche la creazione di strutture organizzative idonee. La disposizione in commento deve essere letta congiuntamente all'art. 24 reg. n. 17130/2010, secondo cui "i consulenti finanziari adottano, applicano e mantengono: a) procedure adeguate alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta che siano idonee a

Note:

(14) Si pensi ai contratti derivati, che hanno dato origine a un ampio contenzioso negli ultimi anni. In materia cfr. Aa.VV., *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, a cura di A. Sirotti Gaudenzi, Santarcangelo di Romagna, 2009; M. Aiello, *L'operatore professionale: una qualificazione controversa*, in *Giur. it.*, 2009, 2713 ss.; F. Autelitano, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*, in *Contratti*, 2009, 869 ss.; C. Brescia Morra, *I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di swap dichiarando di essere operatori qualificati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, II, 133 ss.; F. Bruno, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *Corr. mer.*, 2008, 1261 ss.; F. R. Fantetti, *I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, fasc. 11, 53 ss.; P. Fiorio, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss.; C. Motti, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008, 1167 ss.; A. Piras, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss.; G. Salatino, *Contratti di swap. Dall'operatore qualificato al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 201 ss.; V. Sangiovanni, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 39 ss.; V. Sangiovanni, *Conclusioni di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Società*, 2010, 26 ss.; V. Sangiovanni, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 1133 ss.; V. Sangiovanni, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del regolamento Consob*, in questa *Rivista*, 2009, 1067 ss.; V. Sangiovanni, *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giur. mer.*, 2009, 1516 ss.; V. Sangiovanni, *Contratti derivati e dichiarazione del rappresentante legale*, in *Corr. mer.*, 2008, 41 ss.; V. Sangiovanni, *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contratti*, 2007, 1093 ss.; M. Sesta, *L'operatore qualificato del regolamento Consob arriva in Cassazione*, in *Corr. giur.*, 2009, 1614 ss.; M. Sesta, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoreponsabilità del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, 1751 ss.; R. Tarolli, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

garantire l'adempimento degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti; b) procedure che consentono di ricostruire i comportamenti posti in essere nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti" (art. 24, comma 1, reg. n. 17130/2010).

La disposizione in commento impone inoltre l'istituzione e il mantenimento di "registrazioni idonee", materia disciplinata analiticamente nell'art. 26 reg. n. 17130/2010 (15).

Il conflitto d'interessi

In materia di conflitto d'interessi, il regolamento prevede che i consulenti finanziari "agiscono nell'interesse dei clienti e, ogni volta in cui le misure organizzative adottate per la gestione dei conflitti di interesse non siano sufficienti ad assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti stessi sia evitato, li informano chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano" (art. 12, comma 1, lett. e reg. n. 17130/2010) (16).

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

Nell'area dell'intermediazione finanziaria il problema del conflitto d'interessi ricorre, in particolare, quando le banche che svolgono attività d'intermediazione sono - allo stesso tempo - finanziatrici (e dunque creditrici) del soggetto emittente. Alcune vicende degli ultimi anni hanno evidenziato la rilevanza di questa problematica (paradigmatico al riguardo è il caso delle società emittenti facenti parte del gruppo Cirio). La banca esposta con un emittente, al fine di rientrare dalla propria esposizione debitoria, può spingere l'emittente a emettere obbligazioni che vengono poi collocate presso il pubblico (17). L'intermediario collocatore si trova in una situazione di conflitto rispetto ai compratori finali delle obbligazioni. Il contrasto sussiste in quanto la banca, mediante il collocamento delle obbligazioni, consente all'emittente di ottenere quelle risorse che gli permettono di ripianare i debiti esistenti nei con-

fronti della medesima banca. Questo meccanismo è stato ben descritto in una sentenza del Tribunale di Milano del 2006 (18). Il conflitto d'interessi, lampante nel caso appena esposto, è certamente più sfumato nell'ipotesi dei consulenti finanziari. La legge dice difatti espressamente che i consulenti finanziari operano «senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti» (art. 18-bis, comma 1, T.u.f.). I consulenti inoltre non agiscono come finanziatori dei propri clienti. Ciò nonostante la Consob vuole evitare qualsiasi possibile situazione di conflitto e statuisce la disposizione che si sta esaminando (19).

In materia di conflitto d'interessi, le regole che fanno capo ai consulenti finanziari sono di carattere organizzativo e informativo: in primo luogo i consulenti devono dotarsi di misure organizzative per la

Note:

(15) Secondo l'art. 26, comma 1, reg. n. 17130/2010 «i consulenti finanziari tengono nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti e per tutte le operazioni raccomandate registrazioni adeguate e ordinate delle attività svolte, idonee a consentire all'organismo di verificare il rispetto delle norme dettate dal presente regolamento ed, in particolare, l'adempimento degli obblighi nei confronti dei clienti o potenziali clienti».

(16) In materia di conflitto d'interessi nell'intermediazione finanziaria cfr., fra i tanti, L. Calvi, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1016 ss.

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

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

(19) La materia del conflitto d'interessi è disciplinata più in dettaglio nell'art. 25 del regolamento. Qui viene statuito, fra l'altro, che «i consulenti finanziari adottano ogni misura ragionevole, adeguata alla natura, alla dimensione ed alla complessità dell'attività svolta, per identificare i conflitti di interesse che potrebbero sorgere con il cliente o tra i clienti, al momento della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti» (art. 25, comma 1, reg. n. 17130/2010). Inoltre si prevede che «i consulenti finanziari gestiscono i conflitti di interesse anche adottando idonee misure organizzative, adeguate alla natura, alla dimensione ed alla complessità dell'attività svolta, e assicurando che l'affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti» (art. 25, comma 2, reg. n. 17130/2010). Infine si stabilisce che «quando le misure adottate ai sensi del comma 2 non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, i consulenti finanziari li informano chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano» (art. 25, comma 4, reg. n. 17130/2010).

gestione dei conflitti; se ciò non basta, in secondo luogo devono informare chiaramente su natura e fonti dei conflitti. L'art. 12, comma 1, lett. e reg. n. 17130/2010 non arriva invece a fissare un dovere di astenersi dal prestare il servizio di consulenza in materia d'investimenti in presenza di un conflitto d'interessi non risolto. La scelta che è stata dunque effettuata dal regolatore non giunge a tutelare il cliente ad ogni costo, impedendo il compimento dell'operazione in presenza di un conflitto d'interessi non risolto.

Bisogna chiedersi quali siano le conseguenze di un comportamento dei consulenti finanziari in violazione delle norme di comportamento (organizzative e informative) in merito al conflitto d'interessi. Il rimedio più appropriato appare essere il risarcimento del danno (e non la richiesta di nullità dell'operazione). Anche in questo contesto dovrebbe risultare applicabile quanto statuito dalle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007 della Corte di cassazione (20). Tali pronunce hanno affermato il principio di diritto secondo cui la violazione dei doveri d'informazione del cliente può dar luogo a responsabilità precontrattuale (21), con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tale violazione avvenga nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti fra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazione riguardante le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei doveri di comportamento può determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, comma 1, c.c.

L'osservanza di leggi, regolamenti e codici di autodisciplina

Merita di essere menzionata anche la clausola di chiusura dell'elencazione delle norme generali di comportamento dei consulenti finanziari. Ci si riferisce alla regola per cui i consulenti «osservano le disposizioni legislative, regolamentari e i codici di autodisciplina relativi alla loro attività» (art. 12 comma 1, lett. f, reg. n. 17130/2010).

In primo luogo, secondo l'art. 12, comma 1, lett. f, reg. n. 17130/2010, i consulenti finanziari devono rispettare tutte le leggi che li riguardano. Questa disposizione è inutile. Non si capisce difatti come pos-

sa un regolamento "ordinare" a certi soggetti di rispettare la legge. Attesa una precisa gerarchia delle fonti - nel nostro ordinamento - che fa prevalere le leggi rispetto ai regolamenti (l'art. 4, comma 1, delle preleggi recita: «i regolamenti non possono contenere norme contrarie alle disposizioni delle leggi»), il regolamento non può derogare alla legge ed è dunque inutile affermare in un regolamento che un certo soggetto deve rispettare la legge. Tuttavia la disposizione, per quanto non particolarmente riuscita dal punto di vista formale, non nuoce e ha una duplice funzione: "mnemonica" (ricordare che è necessario osservare la legge) e "pedagogica" (invitare al rispetto della legge). Nulla cambierebbe nell'ordinamento se non vi fosse il richiamo all'osservanza delle leggi; tuttavia nulla nemmeno cambia se si ripete *ad abundantiam* che non si possono violare le leggi.

In secondo luogo la norma in commento esige il ri-

Note:

(20) Cass., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. Il testo di queste sentenze (o almeno le massime) è pubblicato, fra l'altro, in questa *Rivista*, 2008, 525 ss., con note di V. Roppo e di F. Bonaccorsi; in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133 ss., con nota di A. Bove; in *Contratti*, 2008, 221 ss., con nota di V. Sangiovanni; in *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., con nota di V. Mariconda; in *Dir. banca merc. fin.*, 2008, 691 ss., con nota di F. Mazzini; in *Dir. giur.*, 2008, 407 ss., con nota di A. Russo; in *Giur. comm.*, 2008, II, 604 ss., con nota di F. Bruno, A. Rozzi; in *Giust. civ.*, 2008, I, 2775 ss., con nota di T. Febbrajo; in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 155 ss., con nota di F. Calisai; in *Società*, 2008, 449 ss., con nota di V. Scognamiglio. Si occupano di tali sentenze anche D. Cesiano, *Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 614 ss.; C. Chessa, *A proposito della violazione degli obblighi di informazione nel contratto di investimento finanziario dopo l'intervento della Suprema Corte a Sezioni Unite*, in *Riv. giur. sarda*, 2008, 734 ss.; G. D'Amico, *Nullità virtuale - Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contratti*, 2009, 732 ss.; A. Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss.; D. Maffei, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contratti*, 2008, 555 ss.; F. Prosperi, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. impr.*, 2008, 936 ss.

(21) In materia di responsabilità precontrattuale cfr. F. Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010. V. inoltre, a vario titolo, G. Afferni, *Responsabilità precontrattuale e rottura delle trattative: danno risarcibile e nesso di causalità*, in questa *Rivista*, 2009, 469 ss.; M. Conforti, *Responsabilità precontrattuale e dovere di informazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 207 ss.; F. Napoli, *Responsabilità precontrattuale: il dictum delle sezioni unite al collaudo di un giudizio applicativo*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, II, 275 ss.; V. Roppo, *L'informazione precontrattuale: spunti di diritto italiano, e prospettive di diritto europeo*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 747 ss.; E. Scoditti, *Responsabilità precontrattuale e conclusione di contratto valido: l'area degli obblighi di informazione*, in *Foro it.*, 2009, I, 440 ss.; C. Scognamiglio, *Responsabilità precontrattuale e danno non patrimoniale*, in *Resp. civ. prev.*, 2009, 1450 ss.

spetto delle disposizioni regolamentari. La regola si riferisce ad altri regolamenti che dovessero risultare applicabili ai consulenti finanziari.

In terzo luogo la disposizione del regolamento si riferisce ai "codici di autodisciplina". In sede di prima consultazione sulla bozza di regolamento era stato proposto d'inserire l'obbligo del consulente finanziario di consegnare al cliente una copia di tali codici (22). La proposta rischiava tuttavia di aggravare eccessivamente gli adempimenti cui è assoggettato il consulente e non è stata accolta. Ciò non significa ovviamente che il consulente non possa aderire a un codice di autodisciplina. Nel caso in cui lo faccia, il consulente è tenuto (indipendentemente dalla consegna di una copia del codice) a osservare quanto previsto nel codice. L'inosservanza delle disposizioni del codice di autodisciplina potrebbe determinare responsabilità civile (23).

Il dovere di riservatezza

L'art. 12, comma 2, reg. n. 17130/2010 statuisce infine un dovere di riservatezza. Si prevede difatti che «i consulenti finanziari sono tenuti a mantenere la riservatezza sulle informazioni acquisite dai clienti o dai potenziali clienti o di cui comunque dispongano in ragione della loro attività, salvo che nei casi previsti dall'articolo 18-bis, comma 6, lettere e) ed f), del Testo Unico ed in ogni altro caso in cui l'ordinamento ne consenta o ne imponga la rivelazione. È comunque vietato l'uso delle suddette informazioni per interessi diversi da quelli strettamente professionali» (art. 12, comma 2, reg. n. 17130/2010).

Anzitutto giova rilevare che il dovere di riservatezza del consulente finanziario opera non solo nei confronti dei clienti attuali (rispetto ai quali è già venuto a esistenza un rapporto contrattuale), ma anche nei confronti dei clienti potenziali. Può cioè capitare che un consulente intrattenga trattative con un determinato soggetto, ricevendo dallo stesso informazioni, e che poi il rapporto contrattuale non si perfezioni, in quanto - ad esempio - il cliente alla fine preferisca non avvalersi di tale consulente. Il consulente non può comunque fare uso delle informazioni ricevute.

Il regolamento fa un'eccezione in riferimento all'art. 18-bis, comma 6, lettere e) ed f), T.u.f. Tali disposizioni prevedono che l'organismo «può richiedere agli iscritti nell'albo la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, secondo le modalità e nei termini dallo stesso determinati» (lett. e); inoltre «può effettuare nei confronti degli iscritti ispezioni e richiedere l'esibizione dei docu-

menti e il compimento degli atti necessari, nonché procedere ad audizione personale» (lett. f). Il divieto di dare informazioni relative ai clienti non opera dunque nei confronti dell'organismo e l'eccezione è ben comprensibile, in quanto - altrimenti - l'organismo avrebbe considerevoli difficoltà nell'esercitare la sua funzione di controllo.

Un'ulteriore eccezione viene fatta dal regolamento per i casi in cui l'ordinamento "consente" oppure "imponga" la rivelazione di certi dati. La disposizione è vaga, facendo riferimento all'"ordinamento". L'ordinamento opera attraverso delle regole, che possono avere fonte diversa. Se si tratta della legge, è evidente che il regolamento non può a essa derogare (e la disposizione è dunque sostanzialmente inutile). La norma in commento può invece risultare di utilità pratica nei casi in cui siano altre disposizioni regolamentari a consentire o imporre la rivelazione di certi dati: la regola chiarisce, a scanso di equivoci, che la rivelazione d'informazioni è consentita o - addirittura - imposta.

Note:

(22) In questo senso il suggerimento di Italian CFA Society (IC-FAS), *Osservazioni al documento di consultazione, 27 giugno 2008*, in www.consob.it.

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