

RAFFAELE LENER – PAOLA LUCANTONI

Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?

1. Il problema (fra diritto italiano e diritto comunitario).

Le caratteristiche strutturali dei prodotti finanziari complessi impongono all'intermediario, a seguito del recepimento della MiFID, stringenti doveri di trasparenza in merito alla composizione dei diversi elementi che concorrono al complessivo investimento del cliente (c.d. *unbundling*).

Quanto al regime di protezione del contraente debole, l'autorità di controllo non ha, almeno in via astratta, escluso che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione di ordini relativi a strumenti finanziari derivati siano prestati senza essere accompagnati da un'attività di consulenza, con conseguente applicazione, in luogo del più stringente canone dell'*adeguatezza*, della più limitata valutazione di *appropriatezza*.

La prospettiva dinamica dell'operazione, inoltre, impone di tener conto del fatto che il *pricing* dei prodotti derivati, correlato al *mark to market* al momento della stipulazione del contratto, si basa su previsioni relative all'andamento del parametro sottostante; previsioni che ontologicamente scontano il requisito dell'incertezza.

In recenti pronunce giurisprudenziali, tuttavia, la mano pubblica si fa più evidente, legittimando una valutazione, sul piano funzionale, delle operazioni in derivati centrata sulla *sterilizzazione del rischio* come elemento tipologico e/o normativo della categoria in esame.

Ci sta (inavvertitamente) spostando da un sistema in cui qualsiasi offerta è in principio lecita, purché siano soddisfatti standard minimi di trasparenza, a un sistema in cui le operazioni ritenute (da un regolatore superiore) più a rischio sono invece precluse, quanto meno a determinate categorie di clienti?

Il dubbio è fondato. Il sistema tradizionale, basato sul principio della *disclosure* preventiva delle informazioni, si è infatti dimostrato insoddisfacente quando è stato messo alla prova dalla crisi dei mercati finanziari. Si è capito, infatti, che vi sono prodotti finanziari a tal punto complessi da non poter essere "spiegati" a un cliente medio, anche perché in molti casi lo stesso «terminale» dell'offerente (promotore finanziario, operatore bancario, operatore postale) non è in grado di capire appieno le complesse formule matematiche sottese al calcolo dei costi e dei rendimenti dell'investimento che propone.

Con fatica si sta facendo, per ciò, strada un approccio più «protettivo» (per taluni «classista»), che introduce veri e propri divieti di offerta al pubblico accanto a regole di condotta e obblighi di informazione. E' un cammino complesso e non privo

di contraddizioni, che vede tanto il regolatore secondario italiano (si pensi alla posizione della Consob sugli *strumenti illiquidi*) quanto la giurisprudenza italiana (si pensi ad alcune decisioni di giudici di merito sugli *interest rate swaps* o alla recente decisione del Consiglio di Stato sulla vendita di strumenti derivati agli enti locali) in posizioni di “prima linea” in Europa nella difesa *paternalistica* del cliente.

Il rischio è che questo *goldplating implicito* ci isoli dalle altre piazze finanziarie.

2. L'impianto “italiano” delle regole di condotta.

Le caratteristiche tipologiche dell'attività di prestazione dei servizi di investimento impongono un modello di tutela centrato tanto sugli *aspetti soggettivi* della riserva di attività agli intermediari abilitati, quanto sugli *aspetti oggettivi* riguardanti le c.d. “regole di condotta”¹, caratterizzate, sotto il profilo strutturale, da un sistema di norme, di fonte primaria e secondaria, interna e comunitaria, che regolamentano i profili informativi, genetici e esecutivi del rapporto obbligatorio tra intermediario e cliente. Nella prospettiva funzionale, l'istanza di tutela del contraente c.d. debole mira, sul piano negoziale, a riequilibrare la posizione di asimmetria informativa tra le parti e a contenere i costi di agenzia connessi all'attività di investimento e, nella prospettiva macroeconomica, a garantire la corretta allocazione del risparmio e l'efficienza dei mercati finanziari².

¹ Mette conto segnalare che il legislatore non utilizza, nella disciplina attuale, l'espressione “regole di condotta” che, invece, si trovata nella l. 2 gennaio 1991, n. 1, c.d. l. SIM, nella rubrica dell'art. 6 e, nella direttiva europea c.d. ISD (*Investment Service Directive*), n. 93/22/CEE, all'art. 11, comma 1°. Il rilievo non è solo terminologico, involvendo profili di qualificazione della normativa in punto di obblighi degli intermediari tra le due macro categorie logico-sistematiche delle “regole di validità” e “regole di condotta”. Sul tema, tra i primi, DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 290, che evidenzia 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 *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» (corsivo dell'A.).

² Sull'utilizzo del modello economico dell'*agency* per interpretare la relazione cliente/intermediario si veda, per, tutti SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, *passim*; EASTERBROOK-FISCHEL, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 *J. & L. Econ.* 425 (1993). Per un inquadramento dei profili dell'asimmetria informativa si rinvia alla lettura classica di AKERLOF, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 *Q.L. Econ.* 488 (1970) e, nella letteratura interna, si rinvia a DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002; PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 372 ss.; ID., *Obblighi informativi, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MiFID*, in PERRONE (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 1 ss.; ID., *Gli obblighi informativi*, in D'APICE, (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Padova, 2010, p. 499 ss. e SARTORI, *Autodeterminazione e formazione etoronomica del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 93 ss.

Quanto alla tecnica legislativa, il sistema si caratterizza per la standardizzazione delle regole comportamentali, incentrate precipuamente sul flusso informativo tra le parti e su stringenti doveri di organizzazione dell'intermediario, e per una elevata delegificazione dell'intera materia, affidata ai regolamenti emanati, in virtù della delega di cui all'art. 6, comma 2, TUF, alla Consob.

L'impianto sistematico delle regole di condotta si snoda intorno a criteri generali e a regole di condotta di dettaglio, graduate in base alla tipologia di servizi e di clienti. Con l'attuazione delle direttive MiFID la struttura complessiva è mutata, non solo e non tanto a livello di normativa primaria del TUF³, ma soprattutto a livello di normativa secondaria, che si presenta minuziosamente dettagliata e funzionale a realizzare una armonizzazione massima tra gli ordinamenti europei in punto di regole di condotta⁴. Ne risulta una statuto dei servizi di investimento caratterizzato da una

³ Nella prospettiva storica, un primo embrione di normativa sulle *conducts of business* si trova già nella l. SIM che all'art. 6 dettava i «Principi generali e le regole di comportamento» e nel regolamento 2 luglio 1991, n. 5387 emanato dalla Consob in virtù della delega regolamentare di cui all'art. 9, co. 2, l. Sim. Sulla disciplina interna incise la direttiva ISD, che seppur precipuamente finalizzata all'armonizzazione essenziale dei sistemi di vigilanza e al mutuo riconoscimento delle autorizzazioni all'esercizio dell'attività, all'art. 11 delineava il contenuto minimo delle “norme di comportamento”, da applicarsi in modo da tener conto della «natura professionale della persona a cui è ricolto il servizio»; regole modellate in gran parte sui principi IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), elaborati nel 1990. Il c.d. decreto Eurosim, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, recepisce la direttiva ISD e fissa all'art. 17 le regole di condotta, confluite poi, con il riordino dell'intera materia dei mercati finanziari, nell'art. 21 del TUF e dettagliate nel reg. intermediari, emanato con delibera Consob n. 11522/1998. Il successivo ammodernamento del sistema è spinto dalle istanze comunitarie di armonizzazione delle regole di condotta di cui all'art. 11 direttiva ISD. Cfr., al riguardo, il documento FESCO (*Forum for European Securities Commissions*), *Implementation of article 11 of the ISD: Categorisation on investors for the Purpose of Conduct of Business Rule*, marzo 2000. L'11 gennaio 1999, la Commissione Europea approva il *Financial Services Action Plan*, piano di armonizzazione europea della disciplina dei servizi di investimento e nel 2001 istituisce il CESR (*Committee of European Securities Regulators*), in sostituzione del FESCO, con compiti, tra gli altri, di studio dell'armonizzazione delle *conducts of business*. Si vedano, al riguardo, i documenti CESR, aprile 2002, ref. CESR/01-014d, *A European Regime for Investor Protection. The Harmonization of Conduct of Business Rules*; CESR, luglio 2002, ref. CESR/02-098b, *A European Regime of Investor Protection. The Professional and the Counterparty Regimes*. L'esito dell'acceso dibattito è il complesso della normativa c.d. MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) che, in applicazione della Risoluzione del Consiglio Europeo di Stoccolma del marzo 2001, elaborata dal Comitato dei saggi, c.d. comitato Lamfalussy, in materia di regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari, è strutturata su tre livelli di armonizzazione. Nel primo livello, corrispondente alla direttiva 2004/39/CE vengono fissati i principi generali della regolamentazione; nel secondo livello, le misure di esecuzione elaborate dalla Commissione Europea in due provvedimenti: il regolamento «*pre-trade e post-trade trasparenza*» delle operazioni e la direttiva n. 2006/73/CE, che fissa le disposizioni di dettaglio delle regole di condotta e di organizzazione degli intermediari che prestano servizi e attività di investimento. Il terzo livello di armonizzazione, c.d. livello di *supervisory convergence*, viene affidato al CESR, sostituito, il 1° gennaio 2011, dall'ESMA (*European Securities and Markets Authority*). Il legislatore recepisce le direttive MiFID con il d.lgs. 19 settembre 2007, n. 164 e la Consob, in virtù del potere regolamentare di cui all'art. 6, co. 2, TUF, detta nel regolamento n. 16190 del 20 ottobre 2007 (d'ora in poi reg. intermediari), la disciplina di dettaglio.

⁴ In tema di armonizzazione europea, nel sistema inglese, la FSA (*Financial Services Authority*) ha introdotto, dal 1° novembre 2007, il nuovo *Conduct of Business Sourcebook* (d'ora in poi, *COBS*), che ha sostituito i precedenti *COB* e *ECO*. In Germania, il recepimento delle direttive MiFID si deve al *Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz* (FRUG), del 1° novembre 2007, integrato con la *Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung* (WpDVerOV), come emendata

spiccato formalismo, orientato a garantire al cliente una adeguata informazione sulla natura e i rischi dell'operazione.

Le regole di condotta presentano una struttura piramidale al cui vertice sono poste le clausole generali di cui all'art. 21 TUF e alla cui base si collocano le prescrizioni in punto di obblighi informativi contenute nel reg. intermediari della Consob, agli artt. 26-59. Ne discende un regime di protezione del cliente che poggia, come risulta di particolare evidenza nella disciplina del conflitto di interessi, largamente su obblighi dell'intermediario di tipo informativo e procedimentale, accentuando la complessità della materia la relazione tra regole di condotta e regole di organizzazione interna⁵.

3. Il paradigma dell'azione di intermediazione: l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati.

Al vertice della piramide delle norme di rango primario si pone l'art. 21, comma 1°, TUF, rubricato «Criteri generali», che struttura il rapporto intermediario/cliente secondo tre classi di obbligazioni: (i) clausole generali di «diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati», (ii) obblighi informativi e (iii) obblighi organizzativi.

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

Per un primo commento si rinvia a BUISSON, *La transposition de la directive européenne Marchés d'Instruments Financiers (MIF) en droit français*, in *Rev. trim. droit. fin.*, 2007, 6 ss.; DÍAZ RUIZ - RUIZ BACHS, *Transposición de MiFID en España*, in *Actualidad Jurídica*, 2008, 21 ss. BARRY - BRACHT H., *The implementation of the MiFID into the WpHG*, in *German Law Journal*, 2008, 1177 ss.

⁵ In argomento si vedano ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 4^a ed., Torino, 2008, 127, che sottolinea come intere aree della disciplina dei comportamenti di traducano, nel sistema post-MiFID, oltre che in regole di condotta in sé, nella proceduralizzazione dell'agire; INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. it.*, 2009, 1693 ss.

La lettera della norma, nella prospettiva diacronica, non ha subito rilevanti mutamenti e presenta un dettato che - ad eccezione della disciplina del conflitto di interessi che risulta, nel disposto *post*-MiFID, codificata nel comma 1-*bis* dell'art. 21 - corrisponde all'art. 17, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, c.d. decreto Eurosim - che recepiva, nel sistema interno, l'art. 11 della direttiva n. 93/22/CE, c.d. ISD - e riprende parzialmente l'art. 6, l. Sim⁶.

Con la direttiva MiFID di primo livello, n. 2004/39/CE, il legislatore europeo, all'art. 19, individua nuovamente il parametro dell'agire «*in modo onesto, equo e professionale*». L'art. 21 TUF, *post*-MiFID, tuttavia, mantiene invariato, nei criteri generali, il riferimento alla «*diligenza, correttezza e trasparenza*».

Discussa è, nella giurisprudenza teorica e pratica, la portata applicativa, nel quadro delle regole di condotta, del riferimento alle categorie civilistiche della diligenza, correttezza e trasparenza. Diligenza e correttezza, come noto, sembrano dividersi, nella prospettiva civilistica, 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. Quanto alla trasparenza, sembrerebbe funzionalmente connessa ai doveri informativi⁷.

In attuazione della direttiva MiFID di primo livello, il TUF fissa il parametro di riferimento dell'attività degli intermediari abilitati nell'obiettivo di «*servire al meglio gli interessi dei loro clienti*», ove l'avverbio “al meglio” segna decisamente la prospettiva funzionale in termini di ampliamento della tutela del cliente, denotando con caratteri di specialità, rispetto ai contratti di puro scambio, il rapporto obbligatorio che intercorre tra intermediario e investitore⁸. La formula utilizzata dal legislatore evidenzia la relazione esistente tra le due finalità, in considerazione dell'incidenza che la correttezza nei rapporti negoziali tra intermediario e cliente può avere

⁶ Per un commento alla disposizione *de qua* cfr. MINERVINI, *Sim e organizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, in *Corr. giur.*, 1991, 129 ss.; COSTI, *Prime note esegetiche in tema di società di intermediazione mobiliare*, in *Dir. banc.*, 1992, I, 149 ss.; DI CATALDO, *Lo «statuto speciale» delle Sim*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, 765 ss.; ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforma dei mercati*, Milano, 1993, *passim*; REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, 617 ss.; SCALISI, *Doveri di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, 167 ss.; SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1994, 791 ss.; ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, 63 ss.

⁷ Sul tema si vedano le osservazioni di DI MAJO (nt. 1), 293; MIOLA-PISCITELLO (nt. 10), 121; ALPA, *Commento sub art. 21*, in ALPA-CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, tomo 1°, Padova, 1998, 212 ss.

⁸ In argomento si veda COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro it.*, 2008, V, 61 che sottolinea il rafforzamento dell'obbligo di comportamento secondo diligenza, correttezza e trasparenza «ora non più rapportato al generico interesse dei clienti ma “per servire al meglio l'interesse dei clienti”».

sull'efficienza complessiva dei mercati finanziari e, specularmente, sulla funzione che l'integrità dei mercati possa avere sulle singole negoziazioni degli investitori⁹.

Dubbia è, tuttavia, la funzione tecnica che gli *standard* di correttezza, diligenza e trasparenza sono destinati ad assolvere soprattutto dopo il recepimento delle direttive MiFID che prevedono regole particolarmente analitiche in punto di obblighi gravanti sui soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, funzionali a ridurre il contenzioso in materia¹⁰. Prevedere, in applicazione delle suddette clausole generali, ulteriori obblighi in capo agli intermediari, oltre a creare notevoli incertezze nel mercato, legate all'inevitabile discrezionalità dell'amministrazione delle clausole di correttezza e diligenza in sede giudiziaria¹¹, parrebbe inoltre contrastare con l'obiettivo di armonizzazione massima fortemente voluto dal legislatore europeo in punto di regole di condotta che implica che, a livello

⁹ Nella disciplina *post-MiFID*, CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in E. GABRIELLI –R. LENER (a cura di) *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, vol. 2°, t. I, 2ª ed., Torino, 2011, 216.

¹⁰ Nella disciplina *pre-MiFID*, MIOLA (nt. 12), 165 osserva che la presenza delle clausole generali di "diligenza e correttezza" «lungi dal risultare ridondante o inutile, facilita, anche attraverso l'intervento della normativa regolamentare, la fissazione dei complessivi *standards* di comportamento cui sono tenuti gli intermediari nello svolgimento dei servizi»; così anche MAZZINI, *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in A. PATRONI GRIFFI-M. SANDULLI-SANTORO (a cura di), Torino, 1999, 128 ss. *Contra*, CERA (nt. 5), 32; Per l'opinione che detti principi sarebbero stati ugualmente applicabili senza la ripetizione esplicita dei contenuti cfr. SANTORO (nt.7), 795.

Nella disciplina *post-MiFID*, v. GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in E. GABRIELLI –R. LENER (a cura di) (nt. 15), 70 che sottolinea che «sarebbe più opportuno continuare a far riferimento al principio di buona fede e correttezza» ad evitare il rischio di proceduralizzazione e burocratizzazione dell'attività dell'intermediario cui conducono norme di comportamento «minuziosamente regolamentate»; CIAN (nt. 15), 215, secondo cui «la normativa di settore interviene capillarmente a regolare la materia, definendo nel dettaglio contenuto ed estensione dei doveri informativi, e così dando al rapporto, sotto questo profilo, una veste assai più particolareggiata di quella che offrirebbe la semplice applicazione della clausola generale» e, a pag. 218 s., sulla dialettica tra *standards* e *rules*. In argomento anche PERRONE, *Obblighi informativi, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MiFID* (nt. 2), 4 ss., ove la considerazione che se la fissazione di *rules* pone problemi di *under-* e *over-inclusion*, una strategia per clausole generali «sconta l'incertezza del quadro normativo di riferimento, essendo evidente come la maggiore discrezionalità del giudicante nell'applicazione della norma lasci potenzialmente spazio a eventuali precomprensioni, difetti di specializzazione o al possibile impiego di argomentazioni sulla base del "senno di poi" (*hindsight bias*)». Per un approfondimento di queste argomentazioni, si rinvia KAPLOW, *Rules versus Standards: An Economic Analysis*, in 42 *Duke L. Rev.* 579 (1992); SULLIVAN, *The Justice of Rules and Standards*, in 106 *Harv. L. Rev.* 63 (1992) e KOROBKIN, *Behavioral Analysis and Legal Form: Rules v. Standards Revisited*, in 79 *Or. L. Rev.* 35 (2000).

¹¹ Già sotto la vigenza della l. SIM DI MAJO (nt. 1), 295 sottolinea come il «reticolo» di norme previsto abbia l'obiettivo «di evitare che l'applicazione delle regole di correttezza e diligenza venga amministrata dai giudici, con il margine di imprevedibilità e incertezza che hanno sempre le decisioni giudiziarie». Nello stesso senso MIOLA (nt. 12), 166; RABITTI BEDOGNI (nt. 13), 174; LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari: profili di tutela civile nei servizi di investimento*, Napoli, 1999, 136.

di legislazione domestica, si debbano evitare norme aggiuntive, il c.d. *goldplating*, nemico del “livellamento del terreno di gioco” per gli operatori europei¹².

Con il recepimento della direttiva MiFID di secondo livello, n. 2006/73/CE, l'imponente flusso informativo è standardizzato, quanto a contenuto, modalità e termini dell'adempimento, nel reg. intermediari (artt. 27-36)¹³.

Finalità della disciplina è assicurare, ai sensi dell'art. 27, comma 2°, reg. intermediari, ai clienti o potenziali clienti informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi, e di conseguenza possano assumere 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 una norma, che si caratterizza per una notevole attenzione ai dettagli, regole in parte già ricavabili dal sistema precedente, in parte innovative, nella prospettiva funzionale di una «probabile comprensibilità dell'informazione per un investitore medio del gruppo al quale appartiene», ai sensi l'art. 28, comma 2°, lett. c)¹⁴.

Quanto al *contenuto* delle informazioni, la disciplina di rango secondario impone all'intermediario la *disclosure* su elementi standardizzati quali: l'intermediario e la tipologia di servizi prestati (art. 29 reg. intermediari); la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro (art. 30 reg. intermediari), avendo riguardo alla modalità di custodia del patrimonio del cliente e di eventuale *sub*-deposito e all'esistenza di garanzia e o privilegi sul patrimonio stesso; natura e rischi degli strumenti finanziari trattati (art. 31 reg. intermediari) e costi e oneri connessi alla prestazione dei servizi.

Quanto alle *modalità*, 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.

¹² Così il *considerando 7* della direttiva di secondo livello 2007/73/CE, secondo cui «gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all'atto del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva». In argomento si veda anche CIAN (nt. 15), 220 e ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 491.

¹³ Critico sulla previsione di cui all'art 27, comma 2, reg. intermediari di un'informazione su formato standardizzato CIAN (nt. 15), 216, poiché «la protezione attesa sembra risultare quella non già del *cliente*, individualmente e soggettivamente considerato, ma *della clientela*, ossia del cliente-medio, appartenente alla classe di investitori per la quale le informazioni erogate sono predisposte».

¹⁴ Nella giurisprudenza di merito cfr. Trib. Firenze, 30 maggio 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 537 che si è pronunciato sulla sussistenza della violazione dell'obbligo di trasparenza nell'ipotesi di un contratto con clausola relativa alla determinazione della somma da rimborsare la cui comprensione richieda «una certa capacità matematica»; Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Contratti*, 2005, 1010, che ravvisa una violazione al principio di trasparenza nel contratto finanziario il cui testo sia redatto con caratteri minuti e incomprensibili, le clausole siano numerate in modo non progressivo, la penale addebitabile al cliente nel caso di recesso sia determinabile solo a seguito di calcoli estremamente complessi.

Il complesso sistema informativo, chiaramente basato sulle note regole del *know your customer* e *know your merchandise*, sembrerebbe più che orientato a garantire la *full disclosure* al cliente, a consentire una corretta classificazione della clientela in relazione alla tipologia di tutela e all'applicazione selettiva delle regole di condotta, in base alla tipologia dei servizi, che si articolano secondo le tre categorie della adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione. L'effettiva tutela del cliente non risiede, infatti, nell'abbondanza delle informazioni disponibili ma nell'affidamento sulla correttezza dell'agire dell'intermediario, cui sono funzionali i nuovi criteri di classificazione delle regole di condotta¹⁵.

4. La *climax* della tutela in funzione dei soggetti.

L'impianto sistematico delle regole di condotta *post-MiFID* si caratterizza per una accentuazione, rispetto al passato, della graduazione delle misure di tutela in funzione della tipologia del cliente. Vengono, così, fissati «requisiti di informazione appropriati e proporzionati che tengano conto dello *status* del cliente» al fine di «assicurare un giusto equilibrio tra la tutela degli investitori e gli obblighi di comunicazione che si applichino alle imprese di investimento (*considerando 44*, direttiva MiFID 2004/39/CE)»¹⁶.

L'applicazione selettiva delle regole di condotta in considerazione delle diverse tipologie di clienti non costituisce, per vero, una novità, posto che il TUF nella versione originaria aveva, nell'art. 6, comma 2°, indicato alla Consob, quale criterio direttivo nella disciplina regolamentare, proprio la differente modulazione della disciplina in funzione delle «differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi»¹⁷. Il sistema risultava, così, centrato, *ex art. 31* reg. intermediari previgente (n.11522/1998), sulla distinzione tra *clienti al dettaglio* e *operatori qualificati* e prevedeva la disapplicazione pressoché totale delle regole di condotta nei rapporti tra intermediari e operatori qualificati, «ad eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti»¹⁸.

¹⁵ In argomento cfr. COSTANTINO (nt. 14), 62, si domanda se nonostante l'analiticità della disciplina sull'informazione finanziaria nei servizi di investimento ed accessori «i clienti al dettaglio traggano effettivo vantaggio da questa disciplina ovvero se, inondati di informazioni, non corrano il rischio di naufragare».

¹⁶ Cfr. il *considerando 31* della direttiva MiFID n. 2004/39/CE secondo cui «le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specialità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti qualificate)»; nello stesso senso il *considerando 5*, direttiva MiFID 2006/73/CE. Per qualche spunto sulla normativa comunitaria in argomento si vedano RUGGERI, *L'operatore qualificato con particolare riguardo ai contratti swap*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 413 ss. e CHIONNA, *L'accertamento della natura di «operatore qualificato» del mercato finanziario rispetto ad una società*, *ivi*, 2005, I, 413 ss.

¹⁷ Già la direttiva ISD disponeva che le norme di comportamento dovessero essere lette tenendo conto delle «varie esigenze di tutela degli investitori e del loro livello di esperienza professionale» (*considerando 32*).

¹⁸ Critico sulla disapplicazione anche della disciplina in punto di conflitto d'interesse tra intermediario e cliente MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, in *Dir. banc. e mercato fin.*, 2008, 587.

Erano state, tuttavia, evidenziate le incertezze in punto di qualificazione della categoria di operatori qualificati incentrata sulla valutazione della pregressa “esperienza professionale” desumibile in relazione all’attività svolta dall’investitore. Per le persone fisiche assumeva rilevanza la documentazione del possesso dei requisiti di professionalità richiesti per ricoprire incarichi direttivi o di controllo presso società di intermediazione mobiliare o fondazioni bancarie, ovvero lo svolgimento dell’attività di promotore finanziario; per le persone giuridiche, di contro, la qualifica di operatore qualificato era riconosciuta a un elenco di operatori del mercato finanziario cui si aggiungeva la categoria residuale costituita da «ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza e esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante».

Il meccanismo di imputazione alla classe di operatori qualificati e la conseguente esclusione dall’applicazione delle regole di condotta nei rapporti negoziali con l’intermediario si fondava, di sovente, su *dichiarazioni autoreferenziali* del cliente stesso. Ne risultava, così, un sistema, alquanto debole, che rimetteva la valutazione sulla fondatezza della imputazione alla classe di tutela non all’attività istruttoria dell’intermediario ma all’accertamento giudiziale in sede di contenzioso¹⁹.

Nella disciplina post-MiFID, si è passati a un impianto normativo caratterizzato da una triplice ripartizione dei clienti, in funzione del grado di conoscenza ed esperienza del settore dei mercati finanziari: *controparti qualificate*, *clienti professionali* e *clienti al dettaglio*²⁰. Tripartizione che impatta sulla rigidità, progressivamente crescente, dei meccanismi di tutela dell’investitore²¹.

¹⁹ Sul tema, da ultimo, è intervenuta la Suprema Corte, disponendo che la dichiarazione resa dal legale rappresentante della persona giuridica sulla disponibilità della competenza ed esperienza richieste nel settore dei valori mobiliari, «esonera l’intermediario da ulteriori verifiche, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso». Così Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Giur. it.*, 2009, 2711 ss. Per una lettura critica della posizione della Suprema Corte si rinvia a A. TUCCI, “Servizio” e “contratto” nel rapporto tra intermediario e cliente, in E. GABRIELLI – R. LENER (a cura di) (nt. 15), 185; SALATINO, *Contratti swap. Dall’operatore qualificato al “cliente professionale”: il trattamento delle dichiarazioni autoreferenziali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 201 ss.; MOTTI, *L’attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008, 1172. Favorevole, invece, al riconoscimento della piena efficacia alla dichiarazione rilasciata dal legale rappresentante F. BRUNO, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell’autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *Corr. merito*, 2008, 1263; F. BRUNO -RUOZZI, *Il destino dell’operatore qualificato alla luce della MiFID*, in *Società*, 2007, 277.

Negli orientamenti di merito, nel senso della rilevanza della dichiarazione autoreferenziale di essere operatore qualificato, cfr. Trib. Vicenza, 12 febbraio 2008, in *banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 203, con nota di TATOZZI, *La nozione di «operatore qualificato» tra vecchie incertezze e nuovi assetti normativi*; Trib. Verona, 22 giugno 2007, in *Contratti*, 2007, 1093; Trib. Milano, 20 luglio 2006, in *Nuova giur. civ. 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*.

²⁰ Nella prospettiva comparatista l’armonizzazione è massima. Cfr., nel sistema inglese, *the categorisation as a retail client, professional client, or eligible counterparty*, di cui a cap. 3 delle COBS; la distinzione tra *cliente minorista*, *cliente profesional* e *controparte elegibile*, fissata, nell’ordinamento spagnolo, negli artt. 78-bis, 78-ter nella LMV. Nel sistema francese, per la distinzione tra *clients non professionnels*, *clients professionnels* ou *contrepertes éligibles* si veda l’art. L. 533-16

Nella delimitazione delle categorie normative di clienti l'interprete si avvale di una disciplina complessa, con forti elementi di standardizzazione e di procedimentalizzazione, che deriva da norme tortuosamente intrecciate, di rango primario e secondario, emanate in virtù del potere regolamentare attribuito alla Consob, sentita la Banca d'Italia.

Con riferimento alla categoria delle *controparti qualificate*, l'art. 58 reg. intermediari prevede la disapplicazione totale delle regole di condotta di cui agli artt. 27-56. I confini di tale categoria dipendono, tuttavia, da caratteristiche soggettive dei clienti e dalla tipologia dei servizi prestati. Quanto alla *tipologia dei servizi prestati*, in particolare, l'art. 6, comma 2-*quater*, lett. d), TUF chiarisce che la disapplicazione delle regole di condotta investe, unicamente, la prestazione dei servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto del cliente e ricezione e trasmissione di ordini.

Parametro di riferimento sotteso alla classificazione dei *clienti professionali* è 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 armonia 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.

Il minor grado di tutela previsto per i clienti professionali porta il legislatore a disciplinare con rigore formale lo scambio di informazioni e di consensi necessario per rendere possibile il passaggio alla categoria di clienti professionali su richiesta (parte II. 2, Allegato n. 3, reg. intermediari).

Ritorna, quindi, inevitabilmente il sistema delle «dichiarazioni a incastro». L'intermediario, prima di accettare la richiesta del cliente, dovrà compiere un'approfondita valutazione sostanziale, che tenga conto della natura e dell'entità dell'operazione, della capacità del cliente di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. In più dovrà verificare la sussistenza di determinati requisiti quantitativi e/o di esperienza professionale, tassativamente indicati. Qui indubbiamente si è fatto un passo avanti rispetto al sistema previgente: non bastano le dichiarazioni a incastro di tipo autoreferenziale, ma è necessario un riscontro concreto della sussistenza dei parametri di legge. E questa novità va valutata positivamente²².

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, a sec. 3; *Geeignete Gegenparteien* § 31° sec.4, WpHG.

²¹ In argomento si veda PERRONE, *La classificazione della clientela*, in D'APICE a cura di (nt. 2).

²² Così R. LENER, *Conflitti di interesse tra intermediario e cliente*, in E. GABRIELLI – R. LENER (a cura di) (nt. 15), 323; analogamente CIAN (nt. 15), 221. Nello stesso senso PERRONE, *Obblighi informativi, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MiFID* (nt. 2), 25, ove l'osservazione che «le nuove norme superano alla radice le incongruenze della disciplina precedente, assicurando un'adeguata proporzione fra diminuzione di protezione legale (e, per conseguenza, dei costi del servizio) e caratteristiche soggettive dell'investitore». Muove obiezioni in ordine alle concrete possibilità applicative di alcuni requisiti per la classificazione dei clienti CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in DE

Clients al dettaglio sono, infine, i clienti che essendo in possesso di minore esperienza e competenza in materia di investimenti, necessitano del livello di protezione più elevato, tanto nella fase precontrattuale quanto nella fase della prestazione dei servizi di investimento. Pertanto è nei rapporti con questi soggetti che trovano completa applicazione le disposizioni contenute negli artt. 27-56 reg. intermediari, concernenti le regole di condotta e gli obblighi informativi in capo all'intermediario. La categoria di clienti *retail* viene definita in via residuale: l'art. 26, comma 1°, lett. e), si limita a precisare che un soggetto è tale quando non è cliente professionale, né controparte qualificata.

Il meccanismo di classificazione di derivazione comunitaria riduce l'efficacia delle dichiarazioni autoreferenziali dei clienti, è centrato su parametri più stringenti affidati alla valutazione dell'intermediario, e si prospetta in una versione "dinamica", potendo il cliente richiedere, salvo alcune eccezioni, il passaggio a una categoria superiore o inferiore, anche limitatamente a singoli servizi, attività, strumenti o prodotti negoziati. Il passaggio a una diversa categoria è regolato da rigide procedure formali standardizzate: è esclusa la possibilità di una classificazione del cliente come «controparte qualificata» su richiesta, mentre è possibile la classificazione come «cliente professionale» su richiesta, purché siano soddisfatti i requisiti, anche procedurali, per l'adeguata valutazione dell'esperienza e della conoscenza del cliente stesso²³.

La nuova classificazione incide sullo statuto normativo applicabile all'attività di prestazione dei servizi di investimento. Talune regole di comportamento sono di applicazione generale, e segnatamente quelle concernenti le informazioni, le comunicazioni pubblicitarie e promozionali (artt. 27-28 reg. intermediari) e le informazioni sugli strumenti finanziari (art. 31), pur se, in quest'ultimo caso, è previsto che l'intermediario debba tener conto della classificazione dei clienti. Per il resto la disciplina è diversamente tarata in ragione del "tipo" di cliente al quale si applica un determinato statuto normativo, tenuto conto del particolare servizio di investimento offerto. Il livello minimo di protezione si ha per le controparti qualificate, per le quali è prevista una generale disapplicazione di tutte le regole di comportamento, anche se, come notato sopra, limitatamente ai servizi di esecuzione di ordini, di negoziazione per conto proprio e di ricezione e trasmissione di ordini.

POLI (a cura di), *La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009, 21. In argomento cfr. anche SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, (nt. 2), ove l'affermazione che «si è scelto apertamente la strada eterodeterminata dell'effettività della conoscenza, soppiantando definitivamente il principio dell'autoresponsabilità che giustificava la rilevanza giuridico-sociale della dichiarazione».

²³ Sul tema A. TUCCI (nt. 27), 197, si domanda se la «"possibilità" per l'intermediario di "convenire" l'applicazione di un regime di maggiore protezione con un soggetto che rientrerebbe fra i clienti professionali di diritto [art. 35, 3° co., lett. b), reg. intermediario] sia da intendere in termini di mera *facoltà* ovvero non debba essere considerata come fonte di un *obbligo* (e, pertanto, di un'eventuale *responsabilità*) in capo all'intermediario, che, in concreto, disponga di informazioni sull'effettiva capacità del cliente di porre in essere "scelte consapevoli", anche in considerazione delle specificità della singola operazione e di eventuali conoscenze "privilegiate", in virtù di rapporti pregressi» (*corsivo* dell'A.).

Il livello massimo di protezione è, invece, offerto ai *clienti al dettaglio*, per i quali soltanto trova applicazione la regola generale della necessità di un contratto quadro, redatto per iscritto, per poter fornire tutti i servizi di investimento diversi dalla consulenza (art. 37 reg. intermediari), nonché la disciplina speciale dei contratti relativi alla gestione di portafogli (art. 38 reg. intermediari).

5. La “graduazione” dei servizi nella disciplina *post-MiFID*.

La tutela accordata ai clienti e i corrispondenti obblighi degli intermediari sono articolati intorno alle nuove categorie della «adeguatezza», della «appropriatezza» e della “mera esecuzione o ricezione di ordini”²⁴.

L’indagine sull’adeguatezza dell’operazione rispetto al profilo dell’investitore assurgeva già nel sistema precedente a parametro generale di riferimento dell’azione dell’intermediario, rafforzando i doveri di correttezza nei confronti dell’investitore nella prestazione di tutti indistintamente i servizi di investimento. La c.d. *suitability rule*, ai sensi dell’art. 29 del vecchio reg. intermediari, rubricato «Operazioni non adeguate», precludeva all’intermediario il compimento di operazioni con o per conto degli investitori «non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione». Il meccanismo, tuttavia, era ampiamente superabile con l’acquisizione del c.d. “consenso informato del cliente”; l’intermediario di fatti era tenuto ad informare il cliente delle circostanze e ragioni che rendevano inadeguato il servizio ma poteva procedere, nonostante l’inadeguatezza, all’operazione se avesse ottenuto un ordine impartito dal cliente stesso, per iscritto o telefonicamente, registrato su supporto magnetico o altro supporto equivalente, contenente il riferimento espresso alle avvertenze ricevute. La giurisprudenza teorica e pratica prevalente sosteneva, tuttavia, in ipotesi di informazione non adeguata, che l’autorizzazione ed il consenso prestato all’operazione non precludessero comunque l’azione di responsabilità contro l’intermediario²⁵.

Nella nuova disciplina regolamentare, invece, il criterio dell’*adeguatezza* subisce due notevoli mutamenti. Da un lato, viene limitata l’applicazione della regola ai soli servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, in considerazione della necessaria personalizzazione del servizio; dall’altro, 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 cliente all’esecuzione dell’operazione inadeguata²⁶.

²⁴ Per un inquadramento della materia si rinvia a BRESCIA MORRA, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione*, in D’APICE (a cura di), *L’attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, 517 ss. e SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in E. GABRIELLI-R. LENER (a cura di) (nt. 15), 281 ss.

²⁵ Cfr. per tutti MAFFEIS, *Forme informative, cura dell’interesse ed organizzazione dell’attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 575 ss.

²⁶ Nel quadro comparatistico si veda, nel sistema inglese, la nuova *suitability rule* di cui alle COBS 9.2.1.-9.2.6; per la Spagna l’art. 72 del *Real Decreto* 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*.

Ai fini della valutazione dell'adeguatezza dell'operazione l'intermediario, ai sensi dell'art. 39, comma 1°, reg. intermediari, infatti, deve acquisire dal cliente le informazioni 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*. Sulla base delle informazioni così ricevute l'intermediario deve esprimere un giudizio, ai sensi dell'art. 40, comma 1°, reg. intermediari, sull'adeguatezza della «specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli». Il rifiuto del cliente di fornire le informazioni richieste obbliga l'intermediario all'astensione dal compimento dell'operazione, secondo quanto disposto dall'art. 39, comma 6°, reg. intermediari²⁷.

Quando i servizi di consulenza e di gestione di portafogli sono prestati a un cliente professionale, gli intermediari, *ex art. 40, comma 2°, 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 della valutazione dell'adeguatezza e sotto il profilo di comprensione dei rischi. 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; ne risulta che, per i clienti professionali di diritto la tutela si riduce ad una valutazione dell'adeguatezza nei termini di mera corrispondenza dell'operazione agli obiettivi dell'investimento.

Rimane aperta la questione se, nel procedimento di scambio di informazioni con il cliente, all'intermediario sia richiesta un'indagine sui meri profili di *legittimità formale* delle dichiarazioni rese dal cliente, da intendersi come verifica in ultima analisi della sola esistenza delle informazioni, ovvero l'agire del soggetto abilitato debba investire anche la *legittimità sostanziale* delle informazioni rese dal cliente, estendendo l'indagine alla fondatezza dell'informazioni correlate all'operazione di investimento. Sul tema, l'art. 39, comma 5°, reg. intermediari, statuisce che gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti «a meno che non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete». Se ne deduce così che l'intermediario è tenuto ad integrare le informazioni rilasciate dal cliente con quelle in suo possesso, o richiedere al cliente di confermare, modificare o completare le informazioni già comunicate. Grava, comunque, sul cliente stesso l'onere di informare l'intermediario sui cambiamenti eventuali che potrebbero influenzare il giudizio di adeguatezza²⁸.

Nella prospettiva della differenziazione delle regole di condotta, la disciplina regolamentare post-MiFID introduce, negli artt. 41 e 42 reg. intermediari, la regola dell'*appropriatezza* a governo della prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli che si traduce nell'acquisizione, da parte dell'intermediario, delle informazioni in merito alla «*conoscenza e esperienza*

²⁷ In senso opposto, il vecchio reg. intermediari che all'art. 28, comma 1°, lett. *a*), consentiva all'intermediario di dare corso alle operazioni anche nell'ipotesi di un «eventuale rifiuto di fornire richieste».

²⁸ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare* (nt. 6), 135, si esprime nel senso della necessità di una «gestione dinamica del profilo dell'investitore».

del cliente nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio proposto o chiesto», mentre restano escluse indagini sulla capacità finanziaria e sugli obiettivi di investimento del cliente²⁹. Il giudizio di non appropriatezza o l'impossibilità di formulare un giudizio, per l'insufficienza delle informazioni, non pregiudica, ai sensi dell'art. 42, commi 3 e 4, reg. intermediari, la possibilità per l'intermediario di dare corso all'operazione bensì sancisce, a carico del soggetto abilitato alla prestazione del servizio, 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.

Permane, così, seppur limitatamente ai soli servizi diversi dalla consulenza e gestione di portafogli, il ricordato sistema di dichiarazioni "a 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'investitore³⁰. Non appare condivisibile il tentativo di parte della dottrina di svalutare la distinzione tra i criteri di adeguatezza e appropriatezza, prospettando un'estensione della consulenza in materia di investimenti a tutti i servizi³¹, con l'intento di evitare il c.d. "suicidio economico dell'investitore"³². L'approccio paternalistico a difesa dell'investitore trova, infatti, un limite nel dettato letterale della norma che si inserisce nel sistema di regole di condotta incentrato su una differenziazione dei sistemi di tutela, e una riduzione dei costi in capo al cliente, anche in funzione del tipo di servizio reso dall'intermediario.

²⁹ In argomento cfr. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 43, secondo cui la valutazione dell'appropriatezza si risolve, così, in una valutazione dell'«adeguatezza conoscitiva»

Nella prospettiva della armonizzazione massima voluta dalle direttive MiFID si vedano le omologhe discipline comunitarie fissate nei seguenti provvedimenti legislativi: la sezione 10 delle COBS, dedicata alla «*Appropriateness*»; per la Spagna l'art. 73 del *Real Decreto* 217/2008, in tema di «*Test de conveniència*»; 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*.

³⁰ Così R. LENER, *Conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., p. 15; SARTORI, *op. loc. ultt. citt.*, che sottolinea come la regola dell'appropriatezza sia potenzialmente in contrasto con la clausola generale di cui all'art. 21, comma 1, lett. a), TUF, dove prescrive agli intermediari di conformare la propria condotta alle regole della diligenza professionale anche per assicurare l'integrità dei mercati. Cfr. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009, 123, che denuncia il «concreto arretramento di tutela del risparmiatore determinato dall'introduzione della MiFID».

³¹ Così SARTORI, *Autodeterminazione e formazione etonomica del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, (nt. 2), che argomentando dalle caratteristiche strutturali del servizio di consulenza così come emergono dal documento Consob, *Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti – Esito delle consultazioni – 30 ottobre 2007*, esclude «in concreto, la possibilità di configurare servizi di negoziazione, esecuzione e collocamento, etc. privi della componente consulenziale». In argomento cfr., altresì, PARRELLA, *La relazione di servizio con il cliente nell'attività distributiva: collocamento e consulenza*, in *Dir. banc.*, 2008, I, 731 ss. e SCIARRONE – ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banc.*, 2009, I, 383 ss.

³² Tesi elaborata da BLACK - GROSS, *Economic Suicide: The Collision of Ethics and Risks in Securities Law*, 64 *University of Pittsburgh Law Review* 483 (2003).

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 servizio³³. 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 cliente³⁴; *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. I rimedi giudiziari nella prospettiva dei piani di tutela: regole di validità *versus* regole di condotta.

Il quadro delle tutele giudiziali predisposte dal diritto speciale, interno e comunitario, in punto di violazione delle regole di condotta è largamente incompleto.

La giurisprudenza si è interrogata, con esiti contrastanti, sul tema delle conseguenze della violazione delle regole di condotta di cui all'art. 21 TUF 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, comma 1, c.c., del contratto di acquisto degli strumenti finanziari per violazione di norme imperative; (ii) annullabilità per vizi di volontà; (iii) risoluzione per inadempimento³⁵.

³³ Sul tema si vedano ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare* (nt. 6), 137; CARACINO-FERROLI, *I servizi di execution only*, in *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, 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.

³⁴ Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare* (nt. 6), 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, comma 1, lett. b), reg. intermediari.

³⁵ Per una ricostruzione delle posizioni della giurisprudenza di merito si rinvia a COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *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, si vedano, altresì, A. TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari tra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 632 ss.; ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e imp.*, 2005, 896 ss.; GOBBO - SALODINI, *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 5 ss. e, da ultimo, INZITARI - PICCININI, *La tutela dl cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., *passim*. Sul rimedio della

Tra queste, in particolare, è parsa prevalere la tesi della nullità c.d. virtuale del contratto, argomentando dalla difformità del contratto dal paradigma che ne determina la perfezione strutturale ovvero dalla sua contrarietà contenutistico – funzionale ad interessi ritenuti inderogabili dal legislatore. Dalla prospettiva del cliente, poi, la tutela restitutoria presenta i vantaggi nei termini di un recupero integrale delle somme impiegate nell'operazione.

La soluzione della nullità appare tuttavia criticabile poiché esclude ogni considerazione sul rapporto di causalità fra il pregiudizio patrimoniale lamentato dall'investitore e la condotta dell'intermediario nonché sul possibile concorso di colpa del fatto dell'investitore, con il rischio di traslare sull'intermediario anche la componente di rischio dipendente dal generale andamento del mercato³⁶.

Dal punto di vista dogmatico, poi, derivare la nullità del contratto dalla violazione delle regole di condotta equivarrebbe a trasformare in regole di validità norme che sono invece dirette a imporre un determinato “contegno” nella fase delle trattative e nell'esecuzione del contratto stesso³⁷.

Sul tema è, come è noto, intervenuta la Cassazione, con le sentenze del 29 settembre 2005, n. 19024³⁸ e, a Sezioni Unite, del 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725³⁹.

La Suprema Corte ha affrontato il rapporto tra regole di validità e regole di condotta e, pur non negando il carattere imperativo di queste ultime, ha affermato 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.

risoluzione si rinvia a LUCANTONI, *L'inadempimento di “non scarsa importanza” nell'esecuzione del contratto c.d. quadro tra teoria generale della risoluzione e statuto normativo dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, 783 ss. e GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di condotta da parte dell'intermediario finanziario: lo stato dell'arte dopo le Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 241 ss.

³⁶ L'osservazione, condivisibile, è di PERRONE, *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori* (nt. 8), 87 ss. e ID., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, 1017 ss.

³⁷ Così già DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 290, che evidenzia 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 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» (corsivo dell'A.); VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1997, 158 ss. e PERRONE, *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori* (nt. 8), 90.

³⁸ 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*; in *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*; in *Danno e resp.*, 2005, 25 ss., con nota di ROPPO-AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione sulla nullità virtuale*.

³⁹ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725 (nt. 3).

In particolare, si è detto 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, comma 1, c.c. L'inevitabile radicamento dei doveri di comportamento alle circostanze del caso concreto li rende, infatti, inidonei ad assurgere a requisiti di validità. 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. 1337 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, integra la fattispecie dell'inadempimento e dunque una responsabilità contrattuale, ferma la possibilità da parte del cliente di invocare, qualora l'inadempimento non abbia scarsa importanza *ex art. 1445 c.c.*, il rimedio risolutorio.

Discutibile appare, tuttavia, il rimedio della risoluzione per grave inadempimento, prospettato dalle sentenze gemelle delle Sez. Un., ove la violazione delle regole di comportamento presenti la gravità richiesta dall'art. 1455 c.c. per il venire meno del rapporto sinallagmatico, con i conseguenti effetti restitutori della somma erogata dal cliente all'intermediario per la prestazione del servizio di investimento. Questo rimedio, che pur presenta il vantaggio di una semplificazione nella determinazione delle somme dovute al cliente, sembra di difficile applicazione nelle ipotesi di violazione dei doveri informativi, anche in punto di adeguatezza e appropriatezza, che necessariamente si collocano in una fase che precede la stipulazione dei contratti⁴⁰

⁴⁰ Critico nei confronti del rimedio della risoluzione per grave inadempimento PERRONE, *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori* (nt. 8), 96 ove l'osservazione che con la sola eccezione delle regole sull'esecuzione e gestione di ordini e sulla specifica disposizione sugli obblighi di informazione *post*-contrattuali di cui all'art. 55 reg. intermediari in materia di gestione di portafogli e operazioni con passività potenziali, gli obblighi informativi sono funzionali a decisioni di investimento da assumersi in modo consapevole, art. 27, comma 2, reg. intermediari, e adeguate e appropriate, artt. 39 ss.; di qui il loro carattere evidentemente pre-contrattuale e l'impossibilità di fondare la risoluzione

Tra gli *obiter dicta* delle citate sentenze va segnalata 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 cliente.

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. La tradizionale distinzione tra regole di validità e regole di condotta è stata, infatti, contestata come «datata»⁴¹ e si è proposto di ricondurre le regole di condotta a «obblighi legali di fattispecie», collocati nell'ambito della costruzione della fattispecie contrattuale come momenti strutturali⁴². Se ne è così dedotto che, in ipotesi di operazioni inadeguate o in conflitto di interessi, la sanzione più appropriata dovrebbe essere la nullità per illiceità della causa⁴³, per non meritevolezza della causa in concreto⁴⁴ o per mancanza dell'accordo⁴⁵.

dell'accordo sulla violazione di obblighi che ne precedono la conclusione. Conforme ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e Tango bond)*, in *Danno resp.*, 2005, 629 e ALBANESE (nt. 40), 65 ss. che nega il ricorso al rimedio risolutorio nei rapporti aventi ad oggetto obblighi di protezione e non prestazioni corrispettive.

⁴¹ Così MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 404, che si esprime nei termini di «fedeltà datata ad una concezione rigida tra regole di validità e regole di comportamento» e DOLMETTA, *La violazione di obblighi di «fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 80 ss. Nello stesso senso RICCIO, *La clausola generale di buona fede è dunque un limite generale all'autonomia contrattuale*, in *Contratto e impr.*, 1999, 21 ss. che sottolinea come «alla violazione della regola di buona fede possa conseguire un effetto invalidante del contratto» e GALGANO, *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contratto e impr.*, 1997, 423 che osserva che «da quando la Cassazione ha equiparato il dolo omissivo al dolo commissivo» si deve ritenere che «la violazione della buona fede precontrattuale può produrre effetto invalidante del contratto».

⁴² Così DOLMETTA (nt. 34), 81, ove l'osservazione che gli obblighi di comportamento degli intermediari, da definirsi nei termini propri di «obblighi di fattispecie», paiono «collocarsi (non in un quadro di trattative, in fatto per di più inesistenti, bensì) nell'ambito della costruzione della fattispecie contrattuale, come momento proprio della stessa». Secondo l'A., 85, «la posizione di un rimedio restitutorio risulta coerente con una funzione sanzionatoria della violazione dell'obbligo della legge imposto all'intermediario».

⁴³ MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce il denaro investito*, in *Contratti*, 2008, 557; ID., *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere* (nt. 34); ID., *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 71 ss. e ID., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 67 ss. Così anche SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, in *Dir. fall.*, 2008, II, 1 ss.; PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocazione di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo dell'investitore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1031, secondo cui «oltre al comportamento serbato nella fase formativa, è proprio il contenuto complessivo del negozio che resta intriso di contrarietà ai principi di ordine pubblico del contratto» e G. DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005, 709, per l'affermazione perentoria che «sul piano contrattuale il rimedio è quello della nullità e delle restituzioni». Critico sulle posizioni della Suprema Corte anche CALVO, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1431 ss.

Questa soluzione, superando il tradizionale paradigma liberale dell'autonomia privata, rischia di configurare una tutela paternalistica del debitore⁴⁶. Sotto il profilo dogmatico, poi, solo il legislatore, come sottolineato nelle sentenze della Cassazione, può «isolare specifiche fattispecie comportamentali elevandole al rango di norme di validità»⁴⁷. Tradizionalmente si è sempre negato che le regole di comportamento, e in particolare la clausola di buona fede, possano decidere dell'esistenza di un rapporto obbligatorio⁴⁸.

Sul piano della funzione, le regole della «validità», attenendo alla struttura del contratto, stabiliscono le condizioni a cui l'atto negoziale deve corrispondere per essere vincolante tra le parti e «hanno per fine di garantire la certezza dell'esistenza

⁴⁴ A. TUCCI, "Servizio" e "contratto" nel rapporto tra intermediario e cliente, in E. GABRIELLI – R. LENER (a cura di) (nt. 2), 208 s.

⁴⁵ Così GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 23 ss.

⁴⁶ Così 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, 6 e nt. 15.

⁴⁷ Così Cass. Sez. Unite n. 26726 e 26726 (nt. 3). Conforme all'orientamento della Suprema Corte PERRONE, *Less in more: regole di comportamento e tutele dell'investitore* (nt. 29), 93; ALBANESE, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari e regime dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati*, in PERRONE (a cura di) (nt. 39), 56; V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, 235 s.

Contra cfr. la posizione precedentemente assunta da Cass., 16 febbraio 2007, n. 3683, in *Corr. giur.*, 2007, 634, che argomentando da alcune norme speciali afferma il «tendenziale inserimento, in sede normativa, del comportamento contrattuale delle parti tra i requisiti di validità del contratto».

⁴⁸ Così D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 37 ss. per la sussistenza di un rigoroso principio di autonomia tra regole di validità e regole di comportamento; SCOGNAMIGLIO (nt. 2) 599 ss.; G.B. FERRI, *Appunti sull'invalidità del contratto (dal codice civile del 1865 al codice civile del 1942)*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, 389, ove l'osservazione che «il 1° comma dell'art. 1428 c.c. disciplina il caso della contrarietà a norma imperativa da parte di un negozio giuridico (e cioè di un regolamento di interessi), non già di un comportamento»; MENGONI, *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 9, secondo cui «in nessun caso comunque, secondo la dogmatica del nostro codice civile, la violazione della buona fede è causa di invalidità del contratto, ma solo fonte di responsabilità per i danni» e, 11, la clausola della buona fede «non è mai criterio di nullità del contratto o di singole clausole»; PIETROBON, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990, 104 ss. e VILLA (nt. 30), 158 ss. Sotto il codice del 1865 TRABUCCHI, *Il dolo nella teoria dei vizi del volere*, Padova, 1937, 107. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, 9^a ed., 1966 (rist. 1981), 171, ove l'osservazione che «la contravvenzione al principio di buona fede esplica la sua influenza in altre maniere, obbligando al risarcimento dei danni, o riflettendosi sull'interpretazione o sull'esecuzione del negozio, ma non ne compromette la validità».

Contra, per l'opinione che la sanzione per la violazione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede nella formazione del contratto debba ravvisarsi nella invalidità del prodotto del comportamento lesivo, SACCO, *Il contratto*, Torino, 1975, 669; ID., in SACCO-DE NOVA, *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ.* diretto da Sacco, 3^a ed., TORINO, 2004, 244, ove l'affermazione che «là dove l'evento lesivo che corona la condotta illecita sia la prestazione, da parte della vittima, di un consenso viziato, la rimozione degli effetti del contratto può essere il rimedio adatto per neutralizzare la lesione».

di fatti giuridici»⁴⁹. Dall'esigenza di certezza si ricava la necessità di formalizzazione delle regole di validità e l'esigenza che operino su un piano riservato alla valutazione esclusiva dell'ordinamento e ne sia sottratta la competenza ai privati.

Le regole di condotta, invece, sono funzionali ad assicurare la correttezza nelle contrattazioni e «sono (o dovrebbero essere) regole “elastiche” perché risultanti dalla “concretizzazione” (*giudiziale*) di una “clausola generale” dal contenuto (com'è proprio di tutte le clausole generali) non formalizzato/non formalizzabile»⁵⁰. Da ciò l'incertezza di una prassi giurisprudenziale che ammettesse che l'invalidità di un atto possa dipendere dalla qualificazione di un comportamento dell'intermediario⁵¹.

Nel contesto specifico dei mercati finanziari, poi, la clausola generale deve tener conto dell'interesse all'integrità dei mercati finanziari. Ammettere che l'invalidità del contratto avente a oggetto un servizio di investimento possa dipendere dalla qualificazione del comportamento dell'intermediario alla stregua di mutevoli criteri valutativi extralegali, cui rimanda la regola della correttezza, porterebbe una seria minaccia all'integrità e all'efficienza dei mercati finanziari⁵².

Sembra perciò preferibile il rimedio risarcitorio, suggerito dalla Suprema Corte, sia per la possibile rilevanza causale della condotta colposa dell'investitore secondo il paradigma dell'art. 1227, comma 1, c.c.,⁵³ sia per la possibile considerazione, nella determinazione del pregiudizio patrimoniale risarcibile, della causalità alternativa costituita dall'andamento complessivo del mercato⁵⁴.

⁴⁹ PIETROBON, (nt. 41), 118.

⁵⁰ Così testualmente D'AMICO (nt. 41), 43.

⁵¹ In argomento sui problemi connessi all'applicazione degli *standards* valutativi FALZEA, *Gli standards valutativi e la loro applicazione*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1987, 1 ss.

⁵² A favore della tecnica risarcitoria come «forma elettiva di tutela» in caso degli obblighi di condotta che discendono vuoi dalla normativa regolamentare, vuoi dalle clausole generali VENUTI, *Le clausole generali di correttezza. Diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione mobiliare*, in *Europa e dir. priv.*, 2000, 1049 ss.

⁵³ In dottrina PERRONE, *Less in more: regole di comportamento e tutele dell'investitore* (nt. 29), 94; PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazioni degli obblighi informativi e protezione dell'investitore non professionale*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 526; SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. civ.*, 1994, II, 194. In giurisprudenza Trib. Biella, 12 luglio 2005, in www.ilcaso.it; Trib. Milano, 25 luglio 2005, *ivi*; Trib. Parma, 3 marzo 2006, *ivi*; Trib. Parma, 21 marzo 2007, *ivi*. Per la rilevanza del concorso di colpa dell'investitore in materia di responsabilità della Consob per vigilanza sul prospetto, v. Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II, 19, con nota di PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob; in materia di responsabilità dell'intermediario per il fatto del promotore*; Cass., 29 settembre 2005, n. 19166, in *Danno e resp.*, 2006, 141, con nota di FRUMENTO, *Responsabilità (ex 2049) dell'intermediario finanziario per illecito del promotore-agente*.

Contra, nel senso che l'omissione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario è assorbente, sotto il profilo causale *ex art. 1227 c.c.* di un onere di diligenza informativa del cliente Trib. Udine, 21 marzo 2007, in www.ilcaso.it; Trib. Venezia, 15 giugno 2007, *ivi*. In dottrina MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere* (nt. 34), 410.

⁵⁴ ROPPO *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)* (nt. 28), 904, in riferimento all'art 23, comma 6, tuf osserva «la norma indica che il legislatore non ha dimenticato la vecchia buona distinzione tra regole di validità e

La regola della responsabilità permette, così, di conseguire un maggior equilibrio nel valutare le circostanze del caso concreto⁵⁵, evitando di creare allarmismi nel mercato, dovuti a un arbitrario ampliamento delle cause di nullità ad opera giurisprudenziale⁵⁶.

7. Profili strutturali e funzionali delle operazioni in derivati.

L'interprete trova negli strumenti finanziari derivati un terreno fertile per sperimentare l'applicazione del complesso sistema delle regole di condotta. Il problema dell'asimmetria informativa, infatti, si accentua in relazione soprattutto al mercato c.d. OTC (*over the counter*) in cui i conflitti di interesse tra intermediario e cliente sono enfatizzati dall'assenza di standardizzazione dei prodotti negoziati e dalla complessità del sistema di calcolo dei diritti incorporati negli strumenti unitamente

regole di comportamento/responsabilità, e le è pur sempre affezionato: dimostrando di aver ben chiaro che quando è in gioco la violazione di regole di condotta diligente, la ricaduta naturale non si produce sul terreno della validità del contratto, ma sul diverso terreno della responsabilità del contraente. La soluzione della nullità appare non convincente anche per ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 4^a ed., Torino, 2008, 155, che la definisce «una scorciatoia di “comodo”, in quanto aggira lo spinoso problema della quantificazione del danno nei giudizi di risarcimento danni per la violazione degli obblighi di condotta».

In dottrina, privilegia la qualificazione in termini di responsabilità precontrattuale PERRONE, *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori*, cit., 99. L'A. osserva che non si deve contenere la responsabilità precontrattuale nelle strettoie del recesso ingiustificato dalle trattative e di un risarcimento limitato al c.d. interesse contrattuale negativo. A ciò si oppone l'art. 1440 c.c. che nel consentire il ristoro del *deceptus* rispetto alle peggiori condizioni contrattuali derivanti dal dolo incidente, positivamente dimostra la possibilità di una responsabilità precontrattuale, pur quando dalla violazione della buona fede nelle trattative faccia seguito la valida conclusione del contratto. La responsabilità precontrattuale diverrebbe, così, il rimedio risarcitorio capace di compensare l'investitore per il pregiudizio conseguente ad una decisione di investimento assunta senza adeguata consapevolezza. Rimedio di portata generale, non limitato alla sola violazione degli obblighi che precedono e accompagnano la stipulazione del contratto quadro. Per un inquadramento della responsabilità precontrattuale in funzione correttiva del contratto MENGONI, *Autonomia privata e costituzione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 19.

⁵⁵ Per l'opposta opinione che il rimedio risarcitorio sia poco agevole per gli investitori, MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, cit., 403 ss.; ID., *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 71 ss. e SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche* (nt. 36), 38: ove l'affermazione che la ripetizione dell'indebito, comportando una completa internalizzazione dei costi in capo all'impresa di investimento che ha causato il pregiudizio al mercato costituisce un «robusto deterrente contro future azioni infedeli».

⁵⁶ Sul *trade off* tra rimedi risolutivi e rimedi risarcitori e sul conseguente impatto sulla sfera comportamentale del cliente cfr. LEWINSOHN-ZAMIR, *The Choice Between Property Rules and Liability Rules Revisited: Critical Observations from Behavioral Studies*, in 80 *Tex. L. Rev.* 223 (2001); HYLTON, *Property Rules and Liability Rules, Once Again*, 2 *Rev. L. & Econ.* 137 ss. (2006).

alla circostanza che, di sovente, l'intermediario assume anche il ruolo di emittente dello strumento derivato⁵⁷.

In argomento il legislatore si limita a disporre, al comma 5 dell'art. 21 TUF, che nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati non si applica la disciplina delle eccezioni di gioco di cui all'art. 1933 c.c.⁵⁸.

Risultano così sottratti all'eccezione di gioco i servizi di investimento prestati dall'intermediario che abbiano a oggetto strumenti finanziari derivati⁵⁹.

Sul piano della normativa secondaria, invece, la Consob, con la Comunicazione del 2 marzo 2009, n. 9019104, ha disciplinato «il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi», declinando così i doveri dell'intermediario, di cui all'art. 21 TUF e reg. Intermediari, in relazione alle caratteristiche strutturali del mercato primario e secondario dei prodotti derivati.

In particolare, nel mercato primario l'emittente riveste spesso direttamente anche «il ruolo di distributore, o comunque forma con il distributore un unitario soggetto economico, anche se organizzato in più entità giuridiche»; la mancanza o la debolezza del mercato secondario, poi, compromettono la «*price discovery*» e la possibilità di smobilizzo delle posizioni⁶⁰.

Quanto alle misure di trasparenza *ex ante*, la Consob si raccomanda di effettuare la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'acquisto del prodotto, distinguendo il *fair value*, con separata indicazione della componente derivativa, e i costi, anche a manifestazione differita, che gravano implicitamente o esplicitamente sul cliente. All'investitore deve, inoltre, essere fornita una indicazione del valore di smobilizzo dell'investimento, ipotizzandone le regole di *pricing*. Al fine di migliorare la possibilità di apprezzamento, da parte del cliente, del profilo di rischio-rendimento, l'intermediario deve, altresì, inserire nel *set* informativo confronti

⁵⁷ In argomento cfr. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione etonomica del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 93 ss. e M. RESCIGNO, *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in *AGE*, 2009, 145 ss.

⁵⁸ La l. SIM, n. 1/1991, all'art. 23 si era occupata della materia, sottraendo però alle eccezioni di gioco solamente gli strumenti finanziari derivati uniformi, negoziabili nel mercato regolamentato mediante contratti uniformi a termine. In argomento si veda (ROVITO)-PICARDI (nt. 10), 209 e D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Diritto comm. intern.*, 1992, 171 ss.

⁵⁹ Sembra essere così escluse le negoziazioni di derivati in cui una delle parti non sia un intermediario. Così LOBUONO, *Intermediazione mobiliare e mercati a termine: l'esperienza italiana e tedesca*, in *Contratto e impr.*, 1992, 249 ss., in base alla rilevanza degli obblighi informativi che gravano sull'intermediario; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 641, sulla considerazione della presenza di sistemi di vigilanza sugli intermediari abilitati. In tono dubitativo, invece, COSTI-ENRIQUES (nt. 21), 365, nt. 154.

⁶⁰ Testualmente Consob, Comunicazione del 2 marzo 2009, n. 9019104, 4. Sulle implicazioni della determinazione unilaterale del contenuto dei contratti derivati cfr. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 15 ss.

con prodotti semplici, di analoga durata, con adeguata liquidità. Anche la rendicontazione *ex post*, ai sensi dell'art. 56 reg. intermediari, n. 16190/2007, è centrata su informazioni dettagliate⁶¹.

In riferimento ai presidi di correttezza, gli intermediari che offrono prodotti di propria emissione, o che comunque operano in contropartita diretta della clientela, devono dotarsi di strumenti di determinazione del *fair value* basati su metodologie riconosciute e diffuse sul mercato, proporzionate alla complessità del prodotto. Il processo di determinazione delle condizioni da applicare alle operazioni deve essere strutturato in modo da guidare *ex ante* la discrezionalità degli addetti mediante la fissazione di precisi criteri che contemplino, ove possibile, anche il ricorso a *provider* esterni. In particolare, le procedure aziendali devono predefinire il livello delle maggiorazioni eventualmente da applicare al titolo quali commissioni per l'intermediario (c.d. *mark up*).

In relazione alla graduazione delle regole di condotta, la Consob non ha escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione di ordini relativi a strumenti finanziari derivati siano realizzati senza essere accompagnati da un'attività consulenziale⁶², con conseguente applicazione del regime di appropriatezza di cui all'art. 42 reg. intermediari, in virtù del quale l'intermediario dovrà raffrontare le caratteristiche del prodotto al grado di conoscenza finanziaria e di esperienza del cliente.

Tuttavia, con riferimento ai derivati negoziati OTC, l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create "su misura" per il cliente, pur se in una logica di standardizzazione, «presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti»⁶³.

In tale prospettiva, l'organizzazione dell'intermediario acquista un ruolo preminente. Il processo di valutazione dell'adeguatezza dovrà prevedere l'utilizzazione di una pluralità di variabili afferenti vuoi alle caratteristiche del cliente, vuoi a quelle del prodotto, in relazione al quale dovranno essere valutate separatamente le conseguenze delle diverse tipologie di rischio determinate dall'eventuale assunzione della posizione in derivati: rischio emittente/controparte, rischio di mercato e rischio di liquidità. Al riguardo, è raccomandato all'intermediario di valutare adeguatamente l'*holding period* del cliente e, nella "mappatura" dei prodotti, di considerare il livello di costi della struttura, c.d. *upfront*, che determinano, fin dal momento della genesi dello strumento, costi che incidono sul *pricing* del prodotto.

Nel caso di prodotti con prevalente finalità di copertura (c.d. *hedging*), l'intermediario dovrà valutare «l'adeguatezza dell'operazione raccomandata rispetto

⁶¹ Così Consob, Comunicazione del 2 marzo 2009, n. 9019104, 7.

⁶² Cfr. *Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti* – Esito delle consultazioni – 30 ottobre 2007.

⁶³ Consob, con la Comunicazione del 2 marzo 2009, n. 9019104, 9.

alle reali necessità di *hedging* del cliente»⁶⁴. Dopo la conclusione del contratto, le regole di condotta impongono all'intermediario di attivare procedure aziendali che consentano di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, e sulla base dell'aggiornamento delle informazioni fornite dal cliente o comunque disponibili, l'evoluzione di posizione coperte o di copertura⁶⁵.

Risulta così rafforzato, in riferimento ai prodotti derivati, quel nesso tra regole di condotta e procedure di organizzazione interna che permea l'impianto sistematico delle norme sulla prestazione dei servizi di investimento⁶⁶.

L'eventuale difetto genetico di strutturazione del prodotto finanziario è, così, qualificabile come violazione dei doveri di correttezza e trasparenza; violazione che, con particolare riferimento ai prodotti derivati, consegue alla carenza dei profili organizzativi funzionali a una valutazione adeguata del prodotto consigliato o offerto.

Resta, per ciò, qualche perplessità il tentativo, pur motivato dalla comprensibile volontà di tutelare al massimo grado la clientela "debole", di riportare la prospettiva d'indagine sul terreno della nullità dei contratti, per "mancanza" ovvero "non meritevolezza" della causa in concreto⁶⁷.

La stipulazione di un contratto derivato, a differenza di un contratto di mero scambio di strumenti finanziari, costituisce a un tempo atto negoziale e mezzo di generazione dello strumento derivato⁶⁸. Superate, anche in giurisprudenza, le teorie che valorizzavano la distinzione tra operazioni di "copertura" e operazioni "speculative" al fine di individuare la causa meritevole di tutela soltanto nell'esigenza di copertura dalla variazione del sottostante, la causa e la sua meritevolezza risultano

⁶⁴ Consob, con la Comunicazione del 2 marzo 2009, n. 9019104, 10.

⁶⁵ In argomento si rinvia anche alla Circolare ABI, Serie tecnica n. 39 del 7 agosto 2009, *Linee guida validate dalla Consob – 5 agosto 2009. Linee guida interassociative per l'applicazione delle misure CONSOB di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi*.

⁶⁶ In argomenti si rinvia a INZITARI, *sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle regole delle c.d. rimodulazioni*, in *Giur. it.*, 2009, 1693 a commento del decreto della Corte di Appello, 13 novembre 2008, che respinge l'opposizione promossa da un intermediario contro i provvedimenti sanzionatori della Consob che, ad esito di una articolata ispezione, aveva accertato diverse violazioni delle norme in materia di regole di condotta, di cui all'art 21 TUF, in particolare riguardo all'obbligo gravante sull'intermediario di dotarsi di procedure interne idonee a consentirgli di effettuare in modo corretto, trasparente ed efficiente l'attività in derivati.

⁶⁷ In giurisprudenza Trib. Bari, 15 luglio 2010, in *Contratti*, 2011, 244, con note di GIULIA OREFICE, *Operatore qualificato e nullità virtuale o per mancanza di causa*, 250 ss., e A. PISAPIA, *Rinegoziazione del contratto e nullità per mancanza di causa*, 260 ss.; Trib. Milano, 14 aprile 2001, inedita ma disponibile sul sito www.ilcaso.it che dispone la nullità dei contratti i per difetto di "causa concreta" poiché il *mark to market* negativo, tanto più se non collegato un corrispettivo *up front*, attribuisce ai contratti in parola una funzione speculativa, in contrasto con la tipologia di contratti derivati rimessi alla possibile stipulazione da parte degli Enti locali dall'art. 3 del D.M. 389/2003, secondo quanto disciplinato dell'art. 41 l. n. 448/2001.

⁶⁸ In argomento si veda LOBUONO, *I «nuovi beni» del mercato finanziario*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 48 ss e, da ultimo, P. FERRO-LUZZI, *Attività e «prodotti» finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 133 ss.

svincolate dal richiamo alle finalità soggettive⁶⁹. La causa, infatti, viene individuata, sotto il profilo dello *swap*, «nello scambio di due rischi connessi, riferiti a parametri sottostanti»⁷⁰ e, sotto il profilo dell'opzione, «nell'assunzione da parte di ciascun contraente del rischio di variazione del valore del sottostante, con alla fine lo scambio dei rischi secondo il valore del sottostante». Da ciò emerge una sostanziale differenza tra i contratti commutativi e i contratti aleatori, al cui *genus* sono ricondotti i contratti aventi a oggetto strumenti finanziari derivati⁷¹. Il sinallagma negoziale e la commutatività delle prestazioni, concretatisi nel reciproco impegno allo scambio del differenziale, sussistenti in siffatte operazioni nel momento genetico, possono portare, eventualmente, nel corso del rapporto a uno squilibrio anche imponente delle prestazioni⁷².

Ma v'è di più. Il rischio di *fluttuazioni* del valore delle obbligazioni e dell'alterazione delle reciproche prestazioni è in qualche misura elemento strutturale “naturale” del rapporto negoziale in esame e non sembra possano desumersi *dalla causa* elementi che impongano una valutazione, peraltro impossibile, del *quantum* dell'alea tale da distribuire in modo teoricamente “equo” il rischio tra le parti e rendere il contratto meritevole di tutela.

Ne risulta che, sotto il profilo dogmatico, non può considerarsi vizio attinente alla meritevolezza della causa l'eventuale “difetto” genetico di “strutturazione” del contratto che preveda una differenza tra i rischi assunti dalle parti. Il vizio, sovente, non attiene alla ripartizione “equa” del rischio -che peraltro, come detto, appare una sorta di *contradictio in terminis*- ma alla violazione dei doveri di informazione sulle componenti del prezzo e sulle modalità di “costruzione” dello strumento finanziario derivato.

Nei casi in cui l'*unbundling* della costruzione iniziale del prodotto riveli l'occultamento di costi a svantaggio del cliente, tanto per una valutazione iniziale sfavorevole all'investitore (*mark to market* negativo), quanto per la (apparente) erogazione di somme a parziale indennizzo della posizione sfavorevole assunta dal cliente (c.d. *upfront*⁷³), sembra ci si collochi sul piano della violazione delle regole di

⁶⁹ Così da ultimo Trib. Milano, 19 aprile 2011, in www.ilcaso.it che rinvia, per l'irrelevanza sotto il profilo della causa del contratto della finalità speculativa, alle pronunce del Trib. Milano, 3 aprile 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, 530; Trib. Torino, 27 gennaio 2000, in *Giur. it.*, 2001, 548; 20 febbraio 1997, in *Giust. civ.*, 1997, 1263

⁷⁰ Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, in *Rep. Foro it.*, 2005, Borsa, 11.

⁷¹ Sulla qualificazione dei contratti derivati cfr. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 28 ss.; PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, 2007, 334 ss. e, da ultimo, GIRINO, *I contratti derivati*, 2^a ed., Milano, 2010, 281 ss. e COSSU-SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – Divagazione del giurista nel mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 401 ss.

⁷² Trib. Milano, 19 aprile 2011 (nt. 70), 21 del dattiloscritto.

⁷³ In riferimento alla prassi di celare dietro l'*upfront* una erogazione di un finanziamento cfr. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2010, 779 ss.

condotta, sia in punto di obblighi informativi sia, ove l'intermediario collochi in contropartita diretta i prodotti derivati, in relazione al conflitto di interessi⁷⁴.

In tema di "strutturazione" di prodotti finanziari derivati si segnala un'importante pronuncia del *Bundesgerichtshof* del 22 marzo 2011, nella quale la Corte Federale tedesca, ha dichiarato responsabile una banca dei danni subiti da una società municipalizzata di medie dimensioni dalla stipulazione di uno *spread ladder swap* (*CMS Swap*).

La Corte ha respinto, tuttavia, la richiesta di dichiarare la nullità dei contratti in derivati in violazione dell'obbligo di agire secondo *bonos mores* (*Sittenwidrigkeit*) di cui al Par. 138, BGB, sulla base dell'argomentazione che, seppur un contratto di *swap* presenta un profilo di rischio/rendimento asimmetrico, ciascuna delle parti ha una possibilità di guadagno, posto che il guadagno o la perdita dipende dallo sviluppo futuro delle variabili cui è collegato lo *swap*: ne risulta che il contratto non può dichiararsi nullo perché "*immorale in natura*", ai sensi del Par. 138, BGB, poiché "l'autonomia privata consente l'esecuzione di operazioni ad alto rischio" e aggiunge che "transazioni ad alto rischio" non sono *immorali* neppure ove i guadagni siano collegati a circostanze favorevoli eventuali". La Corte ha anche respinto la richiesta di nullità dei contratti per la mancanza di trasparenza nella "strutturazione" dello strumento derivato. Infatti il Par. 307, BGB, secondo cui i termini e le condizioni di un contratto devono essere trasparenti, si applica ai contratti con formule standardizzate, mentre non trova applicazione, ai sensi del Par. 305 b BGB, ove le parti espressamente manifestino il consenso sulle specifiche condizioni contrattuali. La Corte ha respinto anche la richiesta di nullità del contratto per "rappresentazione scorretta", ex Par. 123 BGB.

La banca, invece, è stata dichiarata responsabile per aver consigliato un'operazione di investimento inadeguata al profilo di rischio del cliente e per aver violato i doveri di informazione, non rendendo noto il *mark to market* iniziale negativo. In particolare, negoziando in contropartita diretta gli *swap* con vantaggi competitivi iniziali a suo favore, avrebbe violato le disposizioni in materia di conflitto di interessi (Par. 31, 1, n. 2, WpHG).

Nell'ordinamento inglese merita di essere segnalata la pronuncia resa il 12 aprile 2010 dalla *High Court of Justice*, nel caso *Titan Steel Wheels Ltd v. The Royal Bank of Scotland plc*, che ha respinto la domanda del cliente nei confronti della banca, in relazione alla vendita di *currency swap derivative products*. La Corte, in particolare, ha negato che la banca prestasse un servizio di consulenza (*advisory service*) e che le

⁷⁴ Complessa appare, altresì, per l'ipotesi del consenso "disinformato", la praticabilità dei rimedi contro i vizi della volontà, condizionata alla prova, quanto al dolo, della condotta maliziosa che abbia determinato la decisione a contrattare e, quanto all'errore, alla prova del suo carattere determinante sul consenso a contrarre. Posto che la qualità di un investimento dipende dal suo rendimento atteso, condizionato da variabili non perfettamente conoscibili al momento della stipulazione del contratto, è ardua la dimostrazione della rilevanza di un errore su una qualità che al momento della stipulazione del contratto è ignota. In argomento si rinvia, per i profili civilistici, a saggio di PIETROBON, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Milano, 1963, 104 ss.. In argomento si vedano le posizioni, non coincidenti, di PERRONE, *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori* (nt. 29), 93 e GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 400 ss.

opinioni espresse telefonicamente dal funzionario della banca sessa potessero qualificarsi come informazioni sull'adeguatezza dell'investimento, negando così l'esistenza di specifici *duties of care*. La Corte ha altresì negato che ci fossero *contractual terms exclusion clauses* soggette al *Unfair Contract Terms Act* del 1977.

Un tema analogo torna nella sentenza della *Court of Appeal* nel caso *Springwell Navigation Corporation v. JP Morgan*, del novembre 2010. L'attore lamentava di aver subito notevoli perdite a seguito dell'acquisto di titoli di debito complessi riferiti a paesi emergenti. In particolare, per l'attore la banca aveva agito come *investment adviser* nei confronti di un cliente caratterizzato da un *low risk approach*. La banca, di contro, negava l'esistenza di una *advisory relationship* con l'attore, che definiva *highly experienced investor* e che, a suo dire, aveva scelto in piena consapevolezza dei rischi i prodotti da sottoscrivere. La Corte d'Appello ha negato la responsabilità della banca per *negligent misstatement*, negando che vi fosse una *fiduciary relationship* tra le parti e arrivando a definire le richieste della società attrice *fantasy* e *commercially unreal*.

Nel contesto europeo l'approccio dei *regulators* nella materia dei derivati è improntato alla filosofia della massima trasparenza. Al riguardo, si segnala che il 22 luglio 2011 la neoistituita *authority* europea ESMA ha sottoposto a pubblica consultazione alcuni indirizzi sulla regolamentazione degli ETF, *Exchange traded funds*⁷⁵. Si tratta di una tipologia di fondi comuni di investimento collocati sui mercati regolamentati, concepiti per replicare l'andamento di indici (azionari, obbligazionari e materie sulle prime), che la prassi moderna ha spesso trasformato in prodotti complessi e rischiosi per i clienti al dettaglio. La posizione dell'autorità comunitaria, nelle 45 proposte al vaglio del mercato, è nella direzione non del divieto, ma di una *full disclosure*. Nella stessa direzione paiono peraltro muoversi le principali autorità di vigilanza europee⁷⁶.

⁷⁵ Cfr., ESMA/2011/220, *ESMA policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS*, disponibile sul sito <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7682>. In particolare viene richiesto di distinguere tra gli ETF che replicano un indice acquistando un paniere di titoli sottostanti da quelli che, nell'ottica del contenimento dei costi di transazione, sottoscrivono un contratto *swap* con l'intermediario. L'ESMA ha, poi, posto un tetto all'effetto leva, non potendo essere promesso più di un doppio ritorno.

⁷⁶ Nel contesto dei *regulators* europei si registra un atteggiamento di estrema prudenza nei confronti del mercato dei derivati. La FSA inglese (*Financial Services Authority*) dopo aver avviato nel dicembre 2005 un dibattito sulle prospettive di riforma del mercato dei derivati OTC – cfr. FSA & HM TREASURY, *Reforming OTC Derivative Markets. A UK perspective*, in http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/reform_otc_derivatives.pdf - hanno lanciato una consultazione pubblica che mira a standardizzare le modalità di informazione sugli strumenti derivati OTC. Si veda, al riguardo, FSA, *Change of guidance: reporting of on-exchange derivative transactions conducted through Exchange platforms*, may 2011, in http://www.fsa.gov.uk/pubs/guidance/gc11_11.pdf

In argomento, l'autorità belga FSMA (*Financial Services and Markets Authority*), il 26 giugno 2011 ha lanciato una "warning", in http://www.fsma.be/en/FsmaNews/Article/pressdiv/2011-06-29_forex.aspx invitando gli intermediari a distribuire i prodotti strutturati solo «to investors who are pursuing strictly speculative objectives and who are prepared to lose more than the initial sum invested».

Nella stessa direzione cfr. le prospettive delineata, nel sistema Francese, dall'AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) nel documento *What are the priorities for financial markets?* in http://www.amf-france.org/documents/general/9913_1.pdf

