

Jus Civile

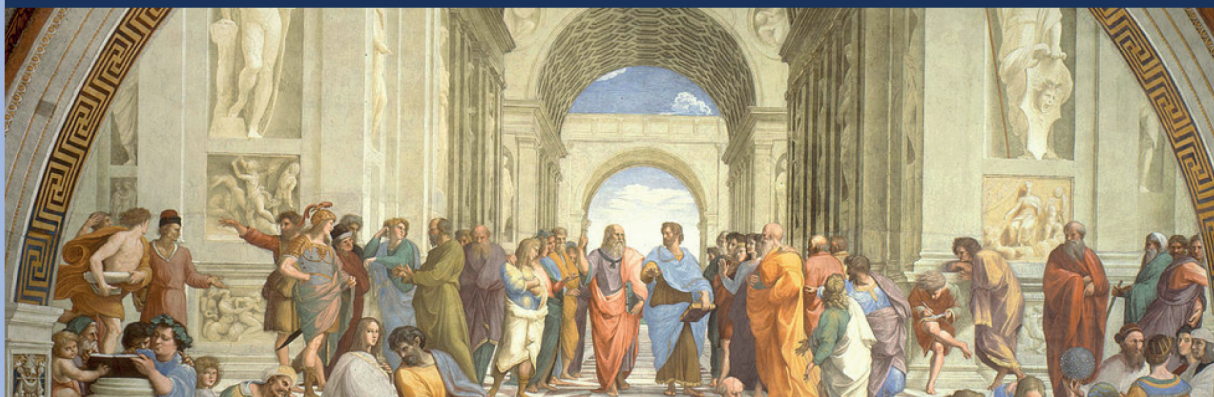
Studi

diretti da F. Addis, R. Alessi, C. Camardi, A.M. Benedetti, V. Caredda,
R. Caterina, M. Confortini, G. D'Amico, G. De Cristofaro, M. Franzoni,
E. Gabrielli, C. Granelli, M. Maggiolo, S. Monticelli, E. Navarretta,
M. Orlandi, S. Pagliantini, P. Sirena, M. Trimarchi, S. Troiano

Monografie

Antonio di Biase

Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento



Giappichelli

Capitolo I

Mercato finanziario, intermediari e ruolo dell'informazione come autonomo bene giuridico

Sommario: 1. Il mercato finanziario e le sue peculiarità: premesse introduttive. – 2. L'oggetto del mercato finanziario: i prodotti finanziari. – 3. L'incontro tra la domanda e l'offerta ed il ruolo degli intermediari finanziari. – 4. La natura giuridica del rapporto tra intermediari e clienti. – 5. I servizi di negoziazione ed i servizi di gestione: il mutato ruolo dell'intermediario finanziario. – 6. L'informazione e le asimmetrie informative nei rapporti di intermediazione finanziaria. – 7. L'informazione nel mercato dei servizi finanziari quale autonomo bene giuridico oggetto di tutela. – 7.1 (*Segue*). L'obbligo di informarsi e l'obbligo di informare. – 8. Il corretto assolvimento dell'obbligo informativo tra clausole di stile e “sovrainformazione”.

1. Il mercato finanziario e le sue peculiarità: premesse introduttive

Pur nella consapevolezza della impossibilità di identificare ed elaborare una nozione univoca ed onnicomprensiva di “mercato finanziario”¹, data la indubbia polisemanticità e polivalenza del più

¹Nozione che costituisce soltanto il presupposto per affrontare le tematiche che il presente studio si propone di trattare. Per una compiuta analisi della nozione di “mercato finanziario” si rinvia, su tutti, ai seguenti scritti: R. COOTER-U. MATTEI-P.G. MONATERI-R. PARDOLESI-T. ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999; G. GUIZZI, *Mercato Finanziario*, in *Enc. dir.*, Agg. V, Milano, 2001, p. 744 ss.; M. BESSONE, *Mercati mobiliari*, Milano, 2002; M. NUZZO, *Regole di condotta degli intermediari finanziari e best execution*, in AA.VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo-E. Capobianco-P.A. Cucurachi, Napoli, 2010.

generale concetto di mercato², dal punto di vista strettamente giuridico può correttamente definirsi “mercato finanziario” quel complesso di norme che regolano l'insieme delle attività volte alla produzione ed alla negoziazione di prodotti finanziari; che disciplinano cioè le operazioni finanziarie, ossia, in un'accezione sicuramente tecnica e con valenza meramente descrittiva, tutte quelle operazioni volte ad un'ottimale allocazione del risparmio, ossia alla destinazione della ricchezza in esubero (appunto: risparmio) in impieghi di vario genere e natura, ma comunque accumulati dall'idea di fondo di una valorizzazione ed accrescimento della quantità di moneta investita. Trattasi quindi, in prima approssimazione, di uno “statuto normativo”, quanto mai variegato e disarticolato, avente ad oggetto lo scambio di beni e la prestazione di servizi a mezzo dei quali si realizza, in ultima analisi, il trasferimento di ricchezza da settori di economia in avanzo a settori in disavanzo, in modo tale da garantire il buon funzionamento e la crescita del sistema economico nel suo complesso e giungere così ad una più equilibrata distribuzione delle risorse³.

Chiarito ciò, va da subito evidenziato che questo complesso di norme deve necessariamente operare a più distinti livelli, rispondendo ad una pluralità di esigenze, tutte riassumibili nella primaria e fondamentale necessità di garantire un'ottimale allocazione del risparmio, intesa tanto come interesse pubblico e collettivo all'efficiente funzionamento del mercato e ad una crescita “ordinata” del sistema economico nel suo complesso⁴, quanto, in chiave privati-

Va ricordato che il “mercato finanziario” viene tradizionalmente distinto in “mercato creditizio”, “mercato assicurativo” e “mercato dei valori mobiliari”.

² Cfr., su tutti: G. SANTINI, *Commercio e servizi*, Bologna, 1988, p. 47 ss.; V. SAMBUCCI, *Il contratto dell'impresa*, Milano, 2000, p. 68 ss.; N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2004.

³ Per approfondimenti si vedano, tra i tanti: R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1999, p. 769 ss.; G. FORESTIERI-P. MOTTURA, *Il sistema finanziario. Istituzioni, mercati e livelli di intermediazioni*, Milano, 2000, p. 18 ss.; M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, 2000, p. 28 ss.; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercato finanziario*, Milano, 2000, p. 7 ss.

⁴ Da qui tutto il complesso sistema di poteri di controllo e sanzionatori previsti dall'ordinamento, in primo luogo in capo alla Autorità di vigilanza del settore, ossia la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – Consob. La tematica fuoriesce dal presente studio.

stica, quale interesse del singolo investitore, ossia di colui che dispone di un saldo finanziario attivo, ad una corretta gestione dei propri risparmi, basata su scelte economiche consapevoli e adeguatamente ponderate⁵.

Tali esigenze si pongono in maniera decisa in un settore, quale quello in esame, caratterizzato da una sempre maggiore complessità e peculiarità dell'oggetto delle negoziazioni finanziarie, che giammai attengono ad una *res* "tangibile" e fisicamente individuata, bensì a posizioni contrattuali complesse ed articolate, o comunque a beni giuridici di non semplice conoscibilità ed accessibilità. Ciò non fosse'altro perché il contratto a mezzo del quale si negozia un prodotto finanziario prevede di regola il trasferimento immediato ed attuale di una somma di danaro da parte del risparmiatore avverso la titolarità, in suo favore, di una mera aspettativa, la cui realizzazione e "consolidamento" nel corrispondente diritto sono in parte rimessi al comportamento del soggetto che tale aspettativa dovrebbe soddisfare, in parte ad indici ed andamenti dei mercati, spesso incontrollabili ed imprevedibili. Trattasi, il più delle volte, di un contratto a mezzo del quale si scambia un bene presente, ossia il denaro dell'investitore, con un bene futuro, la cui esistenza e consistenza sfugge in larga misura al controllo del soggetto cui è destinata la futura prestazione⁶.

È chiaro infatti che in questi casi non si tratta di "scambiare", avverso denaro, un bene facilmente e chiaramente visibile e "percepibile ad occhio nudo" da un osservatore "medio", come ad esempio un bene immobile, bensì di negoziare uno strumento finanziario che ha proprie caratteristiche strutturali ed economiche (in termini, ad esempio, di rapporto contrattuale sottostante, di caratteristiche dell'emittente, di valuta di denominazione, di tasso di interesse, di co-

⁵ Pongono l'accento sulla necessità di tutela del risparmiatore, tra gli altri: G. ALPA, *Investimento finanziario e contratti dei consumatori. Il controllo delle clausole abusive*, in *Quaderni*, diretti da M. Bessone, Milano, 1995, p. 131 ss.; L. RINELLA, *Servizi finanziari e tutela degli investitori nella Comunità europea*, in *Società*, 1998, p. 357 ss.; E. CAPOBIANCO, *Contrattazione bancaria e tutela del consumatore*, Napoli, 2000, p. 91 ss.; P. PERLINGIERI, *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato*, Napoli, 2003, p. 443 ss.

⁶ Cfr., R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, p. 720.

sti complessivi del servizio di investimento prestato e negoziabilità) e di disciplina (come, ad esempio, le modalità di pagamento dei dividendi e delle cedole, le modalità di liquidazione, la durata del rapporto o il trattamento fiscale dello stesso) particolarmente complesse ed articolate, come tali difficilmente comprensibili da un investitore. A ciò si aggiunge spesso la difficoltà di calcolare il rischio cui si va incontro effettuando un'operazione finanziaria; rischio che si determina in base a moltissime variabili, che vanno dalle caratteristiche dell'emittente alla denominazione in valuta, fino ad arrivare alla considerazione del mercato di riferimento ed alla particolare congiuntura economica del periodo di riferimento.

Rischio e rendimento, nonché la loro esatta correlazione, sono in sintesi i due caratteri fondamentali di ogni strumento finanziario, e la loro chiara comprensione costituisce presupposto per ogni investimento consapevole o, che dir si voglia, adeguato o appropriato al singolo risparmiatore.

È dunque la peculiarità del bene scambiato o del servizio prestato – appunto il prodotto finanziario e il servizio finanziario – a rendere l'operazione che si pone in essere “ad alto contenuto specialistico”⁷ e “di difficile comprensione”⁸ per i c.d. “non addetti ai lavori” ed a rappresentare il presupposto per l'applicazione di una serie complessa di regole facente parti di questo “universo normativo” in cui si sostanzia e si riflette il concetto giuridico di mercato finanziario.

A ciò si aggiunga l'elevato processo di “spersonalizzazione” e standardizzazione che caratterizza la maggior parte degli scambi di mercato, che avvengono appunto attraverso contrattazioni di massa ed impersonali⁹. Senza considerare inoltre il dato, ricavabile dalla

⁷ In questo senso R. DI RAIMO, *Dopo la crisi come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in AA.VV., *Swap tra banche e clienti*, in *Quad. Banca borsa*, 2014, p. 1 ss.; ID., *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in AA.VV., *Finanza derivata, mercato e investitori*, Pisa, 2010, p. 33 ss.

⁸ A. NAZZARO, *Obblighi di informazione e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000, p. 294.

⁹ Pone l'accento su questo aspetto, tra gli altri: N. IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1998, p. 347 ss.; ID., *Teoria generale del diritto e problema del mercato*, in AA.VV., *Diritto ed economia (problemi e orientamenti teorici)*, Padova, 1999, p. 261 ss.

comune esperienza, che il più delle volte il cliente non è interessato ai dettagli tecnici dell'operazione, ai quali di conseguenza non presta attenzione, bensì semplicemente alle potenziali reddituali ed economiche che dalla stessa possono derivare.

Forte è dunque l'esigenza pubblicistica, prima ancora che di tutela del singolo, in questo più che in altri settori del diritto (primo tra tutti il c.d. "diritto comune dei contratti"), di orientare la regolamentazione normativa nel senso di accentuare le garanzie di trasparenza ed informazione in ordine alle modalità di utilizzo e destinazione della ricchezza investita e, soprattutto, in ordine ai rischi propri dell'operazione che si intende compiere ed al grado di possibilità che quella legittima aspettativa di remunerazione, che costituisce il "motore" di ogni operazione finanziaria così intesa, rimanga inappagata o frustrata. Questo, lo si vuol chiarire da subito, nell'ottica di assicurare un efficiente e corretto svolgimento del mercato dei prodotti finanziari, tale da consentire la miglior allocazione possibile delle risorse che vi affluiscono.

Una tutela che non si realizza garantendo soltanto la conoscenza o la conoscibilità degli strumenti finanziari utilizzati, ma che si persegue anche intervenendo direttamente sulla disciplina di questi ultimi, ora introducendo meccanismi volti a consentirne la conservazione contro iniziative, ascrivibili a quegli stessi soggetti che hanno raccolto quella ricchezza, che ne possano mettere a repentaglio l'integrità¹⁰; ora prevedendo modi e meccanismi idonei ad assicurare, in qualsiasi momento, una pronta e sicura solvibilità¹¹; ora, ancora, introducendo una serie di strumenti di controllo e monitoraggio sull'andamento delle attività di tutti quei soggetti autorizzati a raccogliere ed utilizzare il risparmio in un'ottica di massimo rendimento e valorizzazione dell'investimento¹².

¹⁰ Per approfondimenti si veda G. FERRI, *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, p. 99 ss.

¹¹ Cfr., G. GUIZZI, *Mercato Finanziario*, in *Enc. dir.*, cit., p. 748.

¹² Per approfondimenti si vedano: C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate (Atti del convegno di S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998)*, Milano, 1998, p. 248 ss.; E. GLIOZZI, *Società per azioni e mercati finanziari*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1999, p. 759 ss.

2. *L'oggetto del mercato finanziario: i prodotti finanziari*

Quanto, più nel dettaglio, all'oggetto del mercato finanziario, ossia ai beni scambiati o ai servizi prestati, il legislatore, all'art. 1, co. 1, lett. *u*) del d.lgs. n. 58/1998 ("Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", conosciuto con l'acronimo T.U.F., ovvero Testo Unico Finanziario) ha adottato una nozione molto ampia di "prodotto finanziario"¹³, ricomprendendo all'interno della categoria tutti "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria", ad eccezione dei depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari. All'interno di tale *genus*, poi, viene individuata, al co. 2 della medesima norma, la sottocategoria dello "strumento finanziario", ossia quel particolare prodotto ricompreso in uno specifico elenco legislativamente individuato e tipizzato¹⁴. Tale ultima nozione serve poi ad individua-

¹³ Sulla nozione di prodotto finanziario, anche in relazione a quella di strumento finanziario, si vedano i seguenti fondamentali scritti: F. CARBONETTI, *Dai "valori mobiliari" agli "strumenti finanziari"*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 1103 ss.; R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *Banca borsa*, 1997, I, p. 326 ss.; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999; L. SALAMONE, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità (a proposito delle cambiali finanziarie)*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, p. 711 ss.

¹⁴ Più precisamente, l'art. 1, co. 2, del d.lgs. n. 58/1998 recita che per "strumento finanziario" si intende "qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I", ossia ed escludendo in ogni caso gli strumenti di pagamento: (1) Valori mobiliari. (2) Strumenti del mercato monetario. (3) Quote di un organismo di investimento collettivo. (4) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti. (5) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", contratti a termine ("forward"), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto. (6) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap" ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema orga-

re, di riflesso e *per relationem*, il concetto di servizio finanziario – o, per usare la terminologia del legislatore, “servizio di investimento” – definito dal co. 5 del medesimo art. 1 non in termini generali, bensì mediante l'individuazione di una serie di attività se ed in quanto abbiano ad oggetto uno strumento finanziario. Queste in particolare:

a) la “negoziazione per conto proprio”, ossia, ai sensi del successivo co. 5-*bis*, “l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta”. Si fa riferimento, con ogni probabilità, all'attività di acquisto (per la rivendita) e di vendita per proprio conto di strumenti finanziari posta in essere, sia nei mercati regolamentati sia al di fuori di essi, con lo scopo di realizzare una differenza, c.d. *spread*, tra i prezzi di acquisto e quelli di vendita¹⁵;

nizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica. (7) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“*future*”), “*swap*”, contratti a termine (“*forward*”) e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al numero 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati. (8) Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito. (9) Contratti finanziari differenziali. (10) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“*future*”), “*swap*”, contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione. Si intende dunque come il prodotto finanziario costituisca una categoria molto ampia, distinta al proprio interno in virtù di una serie di dati ed elementi, quali, ad esempio: il rendimento, il rischio, la scadenza, i diritti che ne derivano, l'utilizzabilità come mezzo di pagamento e così via. In ordine alla tipicità della nozione di strumento finanziario si veda ancora G. GUIZZI, *Mercato Finanziario*, in *Enc. dir.*, cit., p. 750. Trattasi però, è bene ricordarlo, di una tipicità del tutto peculiare, che può discendere anche da un provvedimento amministrativo, in quanto lo stesso d.lgs. n. 58/1998, all'art. 18, co. 5, attribuisce al Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, il potere, tra l'altro, di individuare nuove categorie di strumenti finanziari, e ciò al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie.

¹⁵Secondo parte della dottrina (cfr., M. LUPI, *Art. 1, 5° co., co. 5-bis, co. 5-*quater*, co. 5-*quinqies*, co. 5-*sexies*, 6° co. Servizi e attività di investimento, ne-*

b) l'“esecuzione di ordini per conto dei clienti”, detta anche negoziazione per conto di terzi, che consiste, come prevede il co. 5-*septies*.1 della norma, nella “conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione”. Si tratta, in breve, dell'attività dell'intermediario di acquisto o di vendita di titoli, anche in nome proprio ma comunque per conto altrui, che rinvia il corrispettivo non nella differenza tra il prezzo di acquisto e quello di vendita, bensì nella provvigione che il cliente interessato corrisponde al *broker* per il servizio offerto¹⁶. Pur trattandosi, in entrambi i casi (negoziazione in conto proprio e negoziazione per conto di terzi), di attività di carattere prevalentemente esecutivo – da qui la considerazione che, nelle ambedue ipotesi, l'intermediario assume una posizione “passiva” e non di gestione, limitandosi a mettere a disposizione la propria professionalità e competenza nell'eseguire gli ordini impartiti dal cliente¹⁷ – a differenza della negoziazione per conto proprio, in quella per conto di terzi l'intermediario

goziazione per conto proprio, market-market, gestione di portafogli, ricezione e trasmissione di ordini, servizi accessori, in AA.VV., *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Frattini-G. Gasparri, Milano, 2012, p. 52 ss.), pur non sostanziandosi nell'esecuzione di ordini provenienti dalla clientela, rientra nella nozione di “negoziazione per conto proprio” sia l'attività del *market-market* (ossia quella del soggetto “che si propone, nelle sedi di negoziazione e/o al di fuori delle stesse, su base continuativa, come disposta a negoziare per conto proprio acquistando e vendendo strumenti finanziari in contropartita diretta ai prezzi dalla medesima definiti”. Così l'art. 1, co. 5-*bis*, T.U.F.), sia quella dell'internalizzatore sistematico (ovvero del soggetto “che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale”. Così l'art. 1, co. 5-*ter*, T.U.F.).

¹⁶ Per approfondimenti si veda F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017, p. 106.

¹⁷ Altro elemento di connessione tra negoziazione per conto proprio e negoziazione per conto altrui è costituito dalla circostanza che “le operazioni effettuate in forza di tali rapporti si svolgono, di norma, sul c.d. mercato secondario”. Così G. BASTIANELLI, *Violazione degli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento e riparto dell'onere probatorio nei giudizi di responsabilità*, nota a Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914, in *Giur. comm.*, 2020, I, p. 809.

non impegna posizioni proprie e dunque non ricadono sul proprio patrimonio gli effetti dell'operazione, al cui risultato economico è, per così dire, insensibile;

c) l'“assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente”, ovvero l'attività diretta a far acquistare ai risparmiatori nuovi titoli, offerti in sottoscrizione, per conto di una società emittente attraverso la loro distribuzione. Si tratta dunque, a differenza della negoziazione per conto di terzi, di un'attività posta in essere con le tecniche proprie dell'offerta di massa. Collocamento che a sua volta può essere preceduto o meno dalla sottoscrizione o dall'acquisto ad opera del collocatore;

d) il “collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente”, ossia l'attività di cui sopra, con la peculiarità però che il soggetto collocatore non assume alcun impegno verso l'emittente in ordine all'effettivo collocamento degli strumenti finanziari offerti in vendita o in sottoscrizione;

e) la “gestione di portafogli”, ossia, come chiarisce il successivo co. 5-*quinquies*, “la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti”. Trattasi, più semplicemente, di quel servizio per il quale il cliente incarica l'intermediario di gestire, in tutto o in parte, il proprio patrimonio, o parte di esso, in strumenti finanziari, attribuendo così al medesimo un potere discrezionale di decidere “se” e “quando” acquistare o vendere un determinato prodotto. Siamo di fronte in questo caso, non ad un'attività esecutiva (come per esempio nelle due ipotesi, sopra viste, della negoziazione per conto proprio o per conto di terzi), bensì ad un “servizio gestorio”, caratterizzato proprio dall'ampio margine di discrezionalità lasciato all'intermediario nel perseguire gli obiettivi di investimento concordati con il cliente¹⁸;

¹⁸ In ordine alla differenza tra attività gestoria ed attività meramente esecutiva attenta dottrina ha rilevato come il *discrimen* possa essere a volte incerto ed addirittura fuorviante: “se è vero, infatti, che nella prestazione dei servizi esecutivi non è l'intermediario a dare impulso alla conclusione di una determinata operazione, non è meno vero che, talvolta, è assai arduo distinguere se trattasi, in concreto, della prestazione di un servizio di tipo esecutivo ovvero gestorio. Quest'ultima circostanza non deve essere assolutamente sottovalutata e di essa l'interprete deve tener conto sia nel valutare il corretto adempimento delle regole di condotta,

da qui, come si vedrà *infra*, la necessità dell'adozione di particolari cautele regolamentari;

f) la “ricezione e trasmissione di ordini”, intendendosi come tale l'attività dell'intermediario che si limita a ricevere e trasmettere ad altro intermediario gli ordini di acquisto o di vendita o di sottoscrizione provenienti dalla clientela, piuttosto che eseguirli direttamente. In questa attività, per espressa disposizione normativa (co. 5-*sexies* del medesimo articolo) rientra anche la mediazione pura (o *brokeraggio* puro), ossia l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, senza alcun vincolo di collaborazione o mandato con alcuno di essi, rendendo così possibile la conclusione fra loro di una data operazione;

g) la “consulenza in materia di investimenti”, ovvero l'attività di prestazione di consigli o raccomandazioni¹⁹ personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari;

h) la “gestione di sistemi multilaterali di negoziazione”, ossia, come prevede il co. 5-*octies*, lett. a), della medesima norma, di un “sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da

sia nel calibrare attentamente la giusta risposta sanzionatoria in caso di loro violazione”. Così si esprime G. BASTIANELLI, *Violazione degli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento e riparto dell'onere probatorio nei giudizi di responsabilità*, cit., p. 810. In quest'ottica si veda anche A. TUCCI, *Il rapporto intermediario/cliente, fra servizio e contratto*, in AA.VV., *Scritti giuridici in onore di F. Capriglione*, vol. II, Padova, 2010, p. 813 ss., secondo cui: “La contrapposizione fra regole di condotta applicabili nello svolgimento dei servizi discrezionali e quelle applicabili nella prestazione di servizi esecutivi può, peraltro, rivelarsi meno netta, se si procede ad una valutazione in concreto del rapporto posto in essere dalle parti, senza arrestarsi ad un giudizio astratto, incentrato esclusivamente sulla considerazione delle regole applicabili ai diversi servizi di investimento”. I limiti connessi alla bipartizione servizi esecutivi/servizi discrezionali sono sottolineati anche da F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, p. 72. In questa prospettiva pare corretto sostenere la possibilità di una riqualificazione del rapporto, a prescindere dal *nomen iuris* dato dalle parti al contratto (così, ad esempio, Trib. Genova, 7 giugno 2006, in *Giur. comm.*, 2009, II, p. 171 ss., con nota di D. DUCCI, *Negoziazione, gestione di portafoglio e ordini telefonici*).

¹⁹ Per “raccomandazione personalizzata” si intende una “raccomandazione fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore”. Così art. 9, par. 1, del regolamento delegato UE 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente" a quanto previsto dallo stesso d.lgs. n. 58/1998 nella sua parte II e parte III. Anche in questo genere di attività si può notare come l'intermediario svolga un ruolo di mera "messa in contatto" tra le parti, di tramite per l'incontro della domanda e dell'offerta da parte dei clienti, sulla base di piattaforme e regole non discrezionali;

i) infine, la "gestione di sistemi organizzati di negoziazione", e dunque, ai sensi co. 5-*octies*, lett. a), della medesima norma, di un "sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III" del più volte citato decreto.

Trattasi, pur senza entrare nel particolare, di una variegata gamma di attività accumulate dall'aver come oggetto e funzione l'investimento diretto di capitali in strumenti finanziari, o comunque la posa in essere di iniziative in qualche modo connesse e strumentali all'utilizzo remunerativo del denaro risparmiato, e come tali meritevoli di una disciplina peculiare. L'elenco sopra indicato è da considerarsi tendenzialmente "chiuso", anche se la tassatività dei servizi è in qualche modo temperata dal potere che il legislatore riconosce al Ministero dell'Economia e delle Finanze di individuare altri servizi ed attività²⁰.

All'interno del *genus* "strumenti finanziari" il legislatore del Testo Unico Finanziario individua poi la sottocategoria dei "valori mobiliari", intesi quali "categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali" (art. 1, co. 1-*bis*, d.lgs. n. 58/1998,

²⁰ L'art. 1, co. 2-*bis*, T.U.B., attribuisce infatti al Ministero dell'Economia e delle Finanze il potere di individuare, con regolamento, "a) gli altri contratti derivati di cui al punto 7, sezione C, dell'Allegato I aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati; b) gli altri contratti derivati di cui al punto 10, sezione C, dell'Allegato I aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema organizzato di negoziazione".

come modificato dal d.lgs. n. 164/2007 e d.lgs. n. 129/2017), dei quali viene fornito un elenco meramente esemplificativo, ricomprendente, al suo interno, le azioni societarie, le obbligazioni ed altri titoli di debito e, più in generale, qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere azioni o obbligazioni, oppure che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure. Tratto caratteristico del valore mobiliare è, in prima approssimazione, la sua negoziabilità, ossia la sua idoneità ed attitudine alla circolazione; caratteristica che non necessariamente posseggono gli altri strumenti finanziari.

La nozione di valore mobiliare è utilizzata spesso dalla dottrina per definire i confini e gli ambiti del mercato dei capitali, ossia di quel mercato all'interno del quale vengono negoziati strumenti finanziari di media e lunga durata destinati al finanziamento degli emittenti, contrapposto come tale al mercato monetario, ossia al mercato sul quale sono negoziati strumenti finanziari a breve e/o brevissimo termine, che possono essere convertiti in moneta senza grosse perdite sul valore nominale, ma che di per se stessi non costituiscono mezzo di pagamento²¹.

Infine, e sempre con riferimento alle attività da cui possono scaturire gli obblighi e le responsabilità di cui alla presente trattazione, un rapidissimo cenno va dedicato ai c.d. "servizi accessori", ossia a quelle attività – in qualche modo strumentali ma in realtà non necessariamente collegate ad un servizio di investimento – ricomprese in un apposito elenco, che annovera al suo interno le seguenti: la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, inclusi la custodia e i servizi a questa connessi; la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare operazioni relative a uno o più strumenti finanziari, nelle quali intervenga anche il soggetto che abbia concesso il credito o il prestito; la consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e la prestazione di servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese (c.d. *corporate finance*); il servizio di cambio, quando detto servizio è legato alla fornitura di servizi di investimento; la ricerca in materia di investimenti ed analisi finanziaria o altre for-

²¹ Cfr., su tutti: R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2020, p. 11.

me di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari; i servizi connessi con l'assunzione a fermo; i servizi e le attività di investimento collegati a strumenti derivati, purché legati alla prestazione di servizi di investimento o accesso.

Fatte queste brevissime premesse di carattere descrittivo, e senza poter neppure lambire la questione (peraltro non particolarmente decisiva ai fini del presente studio) relativa al confine tra le due nozioni di "prodotto finanziario" e "valore mobiliare" – confine del tutto incerto e praticamente impossibile da tratteggiare con certezza ed in maniera oggettiva – si ritiene preferibile in questa sede utilizzare le (più) generiche nozioni di "mercato finanziario" e "prodotto finanziario" per designare il settore economico ed i beni oggetto della presente indagine, con l'ovvia precisazione che si farà implicito riferimento ai soli prodotti finanziari destinati alla circolazione, e quindi intrinsecamente negoziabili (non così, ad esempio, un mutuo o un finanziamento bancario, che pure potrebbero a pieno titolo rientrare in una nozione allargata di prodotto finanziario), li si voglia o meno ricomprendere all'interno del concetto di "valore mobiliare".

3. L'incontro tra la domanda e l'offerta ed il ruolo degli intermediari finanziari

Come noto, la peculiarità dei prodotti e valori finanziari presenti sul mercato fa sì che il processo di allocazione delle risorse e dei capitali disponibili sia di regola intermediata da soggetti terzi, i quali operano professionalmente nel mercato sia attraverso l'esercizio di attività di consulenza in favore del risparmiatore, sia mediante attività di gestione diretta del risparmio altrui, con conseguente individuazione di quelli che sono, o dovrebbero essere, gli impieghi maggiormente remunerativi e vantaggiosi.

Sebbene sia astrattamente possibile che la domanda e l'offerta di un dato prodotto finanziario si incontrino in modo spontaneo ed esaustivo – si pensi all'ipotesi in cui una emissione di obbligazioni venga sottoscritta dagli acquirenti finali recatisi direttamente presso la sede della società emittente – nella maggioranza dei casi la già accennata estrema varietà e multiformità dei prodotti finanziari determina che per i risparmiatori sia di fatto impossibile conoscere tutte le forme negoziali cui possono accedere per i loro investimen-

ti o disinvestimenti; si pone dunque l'esigenza, sempre in un'ottica di corretta ed efficiente allocazione sul mercato delle risorse disponibili, di prevedere l'intervento di terzi soggetti, costituiti da imprese specializzate nella prestazione dei servizi necessari a favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta del risparmio e per il suo investimento ottimale in prodotti che rispecchiamo le caratteristiche e le propensioni al rischio dei risparmiatori finali. Soggetti i quali prestano, nei confronti della clientela, una complessa e variegata attività di fornitura di servizi, informazioni ed assistenza nella destinazione del risparmio verso le operazioni finanziarie più adeguate, rendendo così di fatto possibile il trasferimento delle risorse finanziarie in *surplus* dai risparmiatori al sistema delle imprese, pubbliche o private²². Nei sistemi di economia moderna, dunque, gran parte del risparmio viene negoziato e gestito attraverso l'intervento di soggetti terzi, detti appunto intermediari finanziari, i quali rivestono un ruolo essenziale per il funzionamento e la crescita del mercato e l'incontro tra la domanda e l'offerta di quei particolari beni rappresentati dai prodotti finanziari.

Ciò ovviamente – ed è bene evidenziarlo da subito – ha posto e pone l'esigenza, sempre più avvertita nel corso degli anni, di introdurre, accanto a norme dirette a garantire la trasparenza e la conoscenza in ordine ai caratteri ed ai gradi di rischio dei vari prodotti in commercio, regole di disciplina generale di questa attività di intermediazione finanziaria, in modo tale che ne sia garantito, in un'ottica prima di tutto pubblicistica, oltre che privatistica, il buon funzionamento.

Trasparenza, correttezza e stabilità del mercato: trattasi di valori intimamente connessi tra di loro. Ma sul punto si tornerà a breve. Per il momento vale solo la pena accennare alla circostanza che il legislatore, sia interno che comunitario, ha negli anni introdotto una dettagliata disciplina, per quel che in questa sede più interessa, in tema di obblighi informativi, in forza dei quali gli intermediari sono obbligati a trasmettere al futuro investitore tutta una serie di dati e notizie volte quantomeno a ridurre ed attenuare l'inevitabile "squilibrio informativo" che sussiste "naturalmente" tra i diversi soggetti

²² Cfr., tra gli altri: D. FABBRI-G. FIORENTINI-L.A. FRANZONI, *L'analisi economica del diritto*, Roma, 1997, p. 34; F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, p. 56 ss.

che operano nel mercato finanziario e derivante da quella “intrinseca opacità” e, potremmo dire, “inafferrabilità” che connota *ex se* il prodotto finanziario, alla quale si è già fatto cenno²³.

Quanto ai soggetti cui sono rivolti le regole che verranno esaminate nel presente scritto, va da subito evidenziato che, ai sensi dell'art. 18, co. 1, del d.lgs. n. 58/1998, in linea generale l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle SIM (società di intermediazione mobiliare), alle imprese di investimento UE (ossia alle imprese di investimento diverse dalle banche ed aventi sede legale e direzione generale in uno degli Stati dell'Unione europea), alle banche italiane e dell'Unione europea, nonché alle imprese di Paesi esteri, comunitari ed extracomunitari. Per tutti questi soggetti viene previsto un articolato meccanismo autorizzatorio rimesso per lo più alla Consob, sentita la Banca d'Italia, oppure direttamente a quest'ultima, sentita la prima (se il soggetto richiedente sia un istituto di credito) in base al quale l'autorità preposta concede l'autorizzazione in presenza dei requisiti previsti dalle norme legislative e regolamentari²⁴.

²³ Per approfondimenti si veda, su tutti: A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 561.

²⁴ Ai sensi dell'art. 19 T.U.F., ad esempio, l'autorizzazione in favore di una società di intermediazione mobiliare viene rilasciata in presenza della verifica delle seguenti condizioni: *a*) sia adottata la forma di società per azioni; *b*) la denominazione sociale comprenda le parole “società di intermediazione mobiliare”; *c*) la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica italiana; *d*) il capitale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia; *e*) vengano fornite tutte le informazioni, compreso un programma di attività, che indichi in particolare i tipi di operazioni previste e la struttura organizzativa, come previsto dal regolamento delegato UE 2017/1943; *f*) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei ai sensi dell'art. 13 del medesimo T.U.F., ossia siano in possesso di una serie di requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza, competenza e correttezza stabiliti con regolamento adottato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob; *g*) i titolari di partecipazioni qualificate nel capitale pari almeno al 10% abbiano i requisiti e soddisfino i requisiti di onorabilità, competenza e correttezza stabiliti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob e non ricorrano le condizioni per il divieto previsto dall'art. 15, co. 2, T.U.F.; *h*) la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'art. 15, co. 5, T.U.F.; *i*) siano rispettati, per la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione o di sistemi organizzati di negoziazione, gli ulteriori re-

Autorizzazione peraltro non necessaria per le imprese di investimento e le banche comunitarie che abbiano già ottenuto, nel proprio Paese d'origine, l'autorizzazione a svolgere servizi di investimento, tanto in forza dell'accoglimento, da parte dell'art. 27 T.U.F., del c.d. principio del mutuo riconoscimento. Principio, quest'ultimo, che invece non trova applicazione alle imprese di investimento extracomunitarie, le quali possono esercitare in Italia servizi di investimento soltanto nel caso in cui vi sia stata l'autorizzazione, da parte della Consob e sentita la Banca d'Italia, all'apertura di una succursale (art. 28 T.U.F.). Analoga disciplina vale per gli istituti di credito extracomunitari, in relazione ai quali, però, l'autorizzazione all'apertura di uno stabilimento è concessa dalla Banca d'Italia, sentita la Consob (art. 29-ter T.U.F.).

Si prevede inoltre che anche gli intermediari finanziari iscritti nello speciale elenco di cui all'art. 106 del d.lgs. n. 395/1993 (c.d. Testo Unico Bancario) possano essere autorizzati dalla Banca d'Italia, che ne fissa condizioni e limiti, a svolgere alcuni servizi di investimento, quali la negoziazione per conto proprio e l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, limitatamente però agli strumenti finanziari derivati; nonché il servizio di assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente e quello di collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente.

Questa riserva legislativa in favore delle imprese di investimento e delle banche subisce, nello stesso T.U.F., numerose eccezioni e temperamenti, riguardanti una serie di soggetti, quali, ad esempio, le società fiduciarie e di revisione²⁵; gli agenti di cambio ancora

quisiti dettati nella parte III del T.U.F., dedicata alla disciplina dei mercati. Trattasi quindi una autorizzazione – che in ogni caso deve essere rilasciata con riferimento ad ogni specifico servizio di investimento – vincolata, nel senso che la stessa è dovuta quando sussistano le condizioni di legge, salvo il caso in cui, dalla verifica delle condizioni sopra indicate, “non risulta garantita la sana e prudente gestione, e assicurata la capacità dell'impresa di esercitare correttamente i servizi o le attività di investimento” (art. 19, co. 2, T.U.F.).

²⁵ Come disciplinate dalla l. n. 1966/1939. Tali soggetti, purché iscritti nell'elenco speciale dell'Albo delle SIM, ai sensi dell'art. 199 T.U.F. e fino alla riforma organica della disciplina delle società fiduciarie e di revisione possono svolgere l'attività di gestione dei portafogli di investimento, a patti che limitino a tale attività il loro oggetto sociale e sempre che intestino a sé medesime gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.

iscritti del Ruolo unico nazionale del Ministero dell'Economia e delle Finanze (ruolo oggi sciolto, perciò ad esaurimento)²⁶; le società di gestione del risparmio²⁷ e, in generale, i soggetti individuati con apposito regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ai sensi dell'art. 18. co. 5, T.U.F. Vi è poi un'importante novità in materia, introdotta dal d.lgs. n. 164/2007 di attuazione della c.d. direttiva *MiFID* (acronimo di *Markets in Financial Instruments Directive*)²⁸, che ha introdotto, all'interno del T.U.F., una nuova disposizione, l'art. 18-*bis*, rubricato "consulenti finanziari autonomi", ai sensi del quale si riconosce alle persone fisiche in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentita la Consob²⁹, ed iscritte in una sezione apposita dell'albo unico dei consulenti finanziari³⁰, di prestare la consulenza in materia di investimenti, relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi di investimento collettivo, senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti. Identica possibilità è offerta, ai sensi del successivo art. 18-*ter*, alle società per azioni o società a responsabilità limitata in possesso dei requisiti stabiliti nel predetto regolamento ministeriale.

²⁶ Questi soggetti, fino alla cessazione dal ruolo, possono svolgere una serie di attività, quali i servizi di negoziazione per conto dei terzi, quelli di collocamento senza assunzione di garanzia, di gestione individuale di portafogli, di consulenza in materia di investimenti, nonché di ricezioni e trasmissione ordini.

²⁷ Limitatamente ai servizi indicati all'art. 18, co. 2, T.U.F.

²⁸ Trattasi, precisamente, della direttiva dell'Unione europea 2004/39/CE, sulla quale si ritornerà diffusamente nel prosieguo.

²⁹ Regolamento introdotto con d.m. 24 dicembre 2008, n. 206.

³⁰ Albo previsto all'art. 31, co. 4, T.U.F. nel quale sono iscritti, in tre distinte sezioni, i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria. Alla tenuta dell'albo provvede l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari, costituito dalle associazioni professionali rappresentative delle tre categorie dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, dei consulenti finanziari autonomi, delle società di consulenza finanziaria e dei soggetti abilitati.

4. *La natura giuridica del rapporto tra intermediari e clienti*

Terminato questo breve inquadramento di carattere descrittivo del settore in analisi, occorre ora entrare nel vivo della tematica ed affrontare, preliminarmente, la questione relativa al corretto inquadramento della relazione che si instaura tra l'intermediario ed il cliente nella prestazione dei relativi servizi.

Iniziando dall'osservazione della realtà commerciale, va innanzi tutto detto che, da un punto di vista fenomenologico ed empirico, il servizio di investimento viene erogato attraverso una struttura a "doppio livello", caratterizzata da due differenti momenti, cronologicamente succedanei tra di loro³¹: vi è infatti un primo passaggio, costituito dalla stipula, a monte, di un contratto quadro o *master agreement*³² – il contratto di intermediazione finanziaria in senso stretto – attraverso il quale vengono disciplinate le caratteristiche generali del rapporto e le modalità di erogazione del servizio, nonché fissate

³¹ In dottrina per la verità vi è stato chi ha ritenuto che, nonostante la struttura normalmente bifasica dei rapporti negoziali che intercorrono fra intermediario ed investitore, in alcune ipotesi il contratto quadro possa mancare e che la sua funzione possa essere sostituita dagli "ordini di borsa", potendo essere concluso un solo atto negoziale che assolve le funzioni di entrambi i negozi, purché presenti i requisiti di contenuto e di forma prescritti per il *master agreement*. Ciò accade in particolar modo qualora le predette relazioni negoziali abbiano carattere occasionale, dando vita ad una serie di ordini autonomi, destinati nel contempo a svolgere la funzione del contratto quadro e a regolare in via generale il rapporto. Così G. GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 115. Decisamente contrario si mostra F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 301, secondo cui la stipula del contratto quadro sarebbe indispensabile anche per l'esecuzione di singole operazioni, non potendo ritenersi superata l'esigenza della sua conclusione in forma scritta neppure nel caso in cui il rapporto fra intermediario e cliente abbia natura occasionale. In giurisprudenza si veda Trib. Monza, 4 giugno 2008, n. 1649, in *www.ilcaso.it*, che ha ritenuto che la mancata stipulazione del contratto quadro non determini necessariamente la nullità degli ordini di negoziazione, qualora questi conservino carattere sporadico, sempre che siano impartiti per iscritto. In senso simile: App. Genova, 30 giugno 2006, n. 740, in *www.dejure.it*; Trib. Roma, 29 luglio 2005, n. 17539, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2006, I, p. 465 ss., con nota di A. ABBATE, *Gli obblighi informativi e la responsabilità dell'intermediario nella negoziazione di strumenti finanziari*.

³² Vi è però chi distingue nettamente le due nozioni. Così F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. e impr.*, 2008, p. 3 ss.

le regole e le condizioni che le parti dovranno rispettare in vista della stipula di successivi contratti³³; ed una seconda fase, che si sostanzia nella stipula di tanti e diversi atti o negozi esecutivi del contratto quadro, quanti sono i singoli ordini di investimento o di borsa³⁴.

Tra questi due livelli, pare a chi scrive, possa dirsi sussistente un collegamento unilaterale e necessario, nel senso che, in assenza del contratto quadro i singoli ordini, in quanto funzionalmente collegati, sarebbero *tamquam non essent*. Non così ovviamente in mancanza dei singoli ordini, in difetto dei quali il contratto quadro resta naturalmente esistente ed efficace.

Ciò premesso, è importante interrogarsi circa la natura giuridica di questo contratto quadro ed il suo rapporto con i singoli ordini di investimento. Contratto quadro che, come noto, deve essere stipulato per iscritto, deve essere consegnato in copia al cliente (giusta il disposto di cui all'art. 23 T.U.F.) e deve avere obbligatoriamente un determinato contenuto³⁵, indicando nel dettaglio una serie di dati ed informazioni, relativi, ad esempio: alle caratteristiche dei servizi forniti; alle modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni; alla documentazione da fornire al cliente a rendiconto delle attività svolte; ai corrispettivi pattuiti e/o ai criteri di

³³ Su punto si rinvia, *ex plurimis*, a G. GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994.

³⁴ Sulla base dei predetti ordini, poi, l'intermediario provvede a stipulare, di regola con terzi, ulteriori negozi, consistenti solitamente in atti di negoziazione, ovvero di acquisto o di vendita di strumenti finanziari, a mezzo dei quali espleta i servizi che lo stesso si è obbligato a prestare in forza del contratto quadro. Così P. MORANDI, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. e contr.*, 2008, p. 922.

³⁵ Si vedano, in particolare, gli artt. 37 e 38 del regolamento intermediari, adottato dalla Consob con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 e modificato, da ultimo, con delibera n. 22430 del 28 luglio 2022. Si mostrano critici in ordine alla scelta legislativa di sanzionare l'inosservanza del requisito della forma con la nullità (seppur relativa), tra gli altri: R. LENER, *Forme contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 235 ss.; E. GABRIELLI-R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, in AA.VV., *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno-E. Gabrielli, Torino, 2004, p. 45 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 235 ss.; A. PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in AA.VV., *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di A. Perrone, Milano, 2008, p. 37 ss.

calcolo degli stessi e, più in generale, a tutte le condizioni contrattuali pattuite per la prestazione del servizio. Contenuto che si arricchisce ulteriormente di altri dati nell'ipotesi in cui il contratto abbia ad oggetto la gestione di portafogli del cliente: in questo caso, in aggiunta al contenuto *standard* di cui sopra, vanno indicati altri elementi, quali ad esempio, gli obiettivi di gestione, il livello del rischio, i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, gli eventuali limiti all'utilizzo di strumenti finanziari, il metodo e la frequenza delle valutazioni di questi ultimi e così via.

Fermo quanto detto, con riferimento alla natura giuridica del contratto di intermediazione finanziaria – ritenuto dai più non costituente un nuovo tipo contrattuale³⁶ – ed ai rapporti tra questo ed i singoli atti compiuti dall'intermediario in sua esecuzione, è noto come dottrina e giurisprudenza, seppur con diversissime sfumature, si siano divise in due concezioni di fondo, opposte tra di loro.

Secondo una prima impostazione, in passato sicuramente maggioritaria ed oggi forse in fase regressiva, il contratto quadro – che secondo alcuni assumerebbe la natura di un “contratto normativo”³⁷,

³⁶ In dottrina si vedano, tra gli altri: G. ALPA, *Commento all'art. 23*, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa-F. Capriglione, I, Padova, p. 256 ss.; E. GABRIELLI-R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, in AA.VV., *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno-E. Gabrielli, cit., p. 37 ss.; A.E. FABIANO, *La negoziazione di bond e le conseguenze della violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario tra responsabilità per inadempimento e nullità del contratto (nota a Trib. Trani, 30 maggio 2006 e Trib. Taranto, 27 ottobre 2004)*, in *Banca borsa*, 2007, II, p. 341 ss.; G. GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, cit., p. 128 ss.

³⁷ Così, ad esempio, D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *I contr.*, 2008, p. 405; G. IUDICA-F. IUDICA, *Servizi di investimento e responsabilità degli intermediari finanziari*, in AA.VV., *Manuale del mercato mobiliare*, a cura di Iudica, Torino, 2012, p. 50. In giurisprudenza si vedano: App. Napoli, 18 aprile 2017, in *Riv. arbitrato*, 2018, p. 237 ss., con nota di F. LOCATELLI, *Patto compromissorio e contratti normativi: handle with care*; App. Brescia, 20 giugno 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Benevento, 16 ottobre 2019, n. 1752, in *www.dejure.it*; Trib. Firenze, 18 ottobre 2005, in *Giur. merito*, 2007, p. 49 ss., con nota di A. BARENGHI, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio de-*

per alcuni “di collaborazione”³⁸ – avrebbe essenzialmente valore di accordo cornice, il cui compito precipuo sarebbe unicamente quello di fissare le condizioni ed i termini dei futuri rapporti fra le parti, con particolare riferimento alle regole volte a disciplinare i singoli negozi a stipularsi, nonché alla determinazione del contenuto e delle modalità di attuazione di queste; così, soltanto attraverso l’attività successiva alla stipula del contratto quadro si avrebbe l’effettiva prestazione del servizio di investimento, la cui erogazione deriverebbe da tanti diversi contratti, quanti sono gli ordini via via impartiti dal cliente³⁹. Alla luce di questa tesi, dunque, i singoli ordini si sostanzierebbero in veri e propri contratti, autonomi ma collegati ontologicamente e giuridicamente al contratto quadro, che si perfe-

cidendi e *tropi* obiter dicta. In generale, sulla nozione di contratto normativo si vedano i seguenti fondamentali scritti: G. GUGLIELMETTI, *I contratti normativi*, Padova, 1969; S. MAIORCA, *Normativo (contratto)*, in *Dig. civ.*, XII, Torino, 1995, p. 169 ss.; G. GUGLIELMETTI, *Contratto normativo*, in *Enc. giur.*, IX, Roma, 1988, p. 1 ss.

³⁸ Cfr., ad esempio: M. DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, nota a Trib. Genova, 2 agosto 2005, n. 3660, Trib. Milano, 25 luglio 2005, n. 8671, Trib. Venezia, 11 luglio 2005, Trib. Venezia, 8 giugno 2005, Trib. Savona, 13 maggio 2005, in *Danno e resp.*, 2005, p. 1241 ss.

³⁹ Seguono questa impostazione, seppur con distinte sfumature, tra gli altri: C. CASTRONOVO, *Il diritto civile nella legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa*, 1993, I, p. 313 ss.; R. RAZZANTE, *Contratti di negoziazione e raccolta di ordini*, in AA.VV., *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno-E. Gabrielli, II, Torino, 2005, p. 956 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l’amaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2005, p. 896 ss.; A. LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell’intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. e previd.*, 2007, p. 1426 ss.; F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, p. 42 ss.; E. LUCCHINI GUASTALLA, *In tema di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. e previd.*, 2011, p. 741 ss.; A. TUCCI, *Conclusioni del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, in *Corr. giur.*, 2016, p. 119 ss.; A. BELOTTI, *Valutazione del rischio e risoluzione del contratto*, nota a Cass., 27 aprile 2016, n. 8394, in *I contr.*, 2017, p. 115; E. BIVONA, *Violazione degli obblighi informativi dell’intermediario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, p. 212 ss. Così anche parte della giurisprudenza di legittimità (cfr., Cass., 9 agosto 2016, n. 16820, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, p. 212 ss.; Cass., 1 giugno 2016, n. 11401, in *I contr.*, 2016, p. 678 ss.; Cass., 10 aprile 2014, n. 8462, in *Società*, 2014, p. 880 ss.) e di merito (tra le altre: Trib. Cuneo, 31 maggio 2012; Trib. Novara, 23 giugno 2011; Trib. Ferrara, 19 agosto 2009; Trib. Piacenza, 28 luglio 2009; Trib. Torino, 1 febbraio 2008; Trib. Venezia, 30 maggio 2007, tutte in *www.ilcaso.it*).

zionerebbero secondo lo schema di cui all'art. 1327 c.c., ossia con l'inizio dell'esecuzione da parte dell'intermediario, a fonte della richiesta del proponente/cliente. Contratti anch'essi (come il contratto quadro) caratterizzati da una causa di scambio, che ovviamente si atteggia e si qualifica diversamente in base alle modalità con cui l'intermediario è tenuto a eseguire l'ordine o gestire il servizio: nel caso di acquisto di titoli sul mercato da parte dell'intermediario sussisterebbe, ad esempio, un contratto di mandato; nel caso invece di vendita in contropartita diretta la tipologia negoziale sarebbe rappresentata da un contratto di compravendita⁴⁰. In quest'ottica il contratto quadro – escluso che possa essere qualificato come contratto preliminare, in quanto non inciderebbe sulla libertà negoziale delle parti, non obbligandole a stipulare alcun contratto successivo, incidendo solo sul contenuto dei futuri negozi⁴¹ – potrebbe essere ricondotto al *genus* dei contratti normativi, ossia di quei contratti stipulati per disciplinare il contenuto e le modalità di conclusione di futuri contratti ed aventi, al più, solamente effetti obbligatori, imponendo all'intermediario di agire nell'interesse del cliente al fine di favorirne investimenti utili e produttivi⁴².

Una seconda scuola di pensiero, invece, tende a ricondurre il rapporto intercorrente tra l'intermediario finanziario ed il cliente all'interno della categoria giuridica del contratto di mandato⁴³, nel dettaglio per lo più del mandato a vendere o comprare prodotti finanziari: contratto a mezzo del quale l'intermediario si obbliga ad eseguire le istruzioni del cliente suo mandante, acquistando o vendendo il dato prodotto finanziario, in conformità dell'ordine ricevuto. Si tratterebbe, secondo questa impostazione, di un mandato senza rappresentanza *ex art.* 1705 c.c., in quanto l'intermediario, in forza

⁴⁰ Per queste considerazioni si veda, su tutti: M. DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, nota a Trib. Genova, 2 agosto 2005, n. 3660, Trib. Milano, 25 luglio 2005, n. 8671, Trib. Venezia, 11 luglio 2005, Trib. Venezia, 8 giugno 2005, Trib. Savona, 13 maggio 2005, cit., p. 1241 ss.

⁴¹ Per approfondimenti si veda: F. D'ARCANGELO, *Il contratto normativo*, in *Obbl. e contr.*, 2008, pp. 63-64.

⁴² Per approfondimenti si veda D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 587.

⁴³ Oppure, al più, della commissione.

dell'autorizzazione del cliente, acquista per ordine di questi ma in nome proprio ed è tenuto a ritrasferire al primo gli strumenti finanziari acquisitati, salvo il diritto del cliente di rivenderli ai sensi dell'art. 1706 c.c.⁴⁴.

In quest'ottica i singoli ordini di investimento che il cliente impartisce all'intermediario altro non sarebbero che delle mere istruzioni impartite, ai sensi dell'art. 1711, co. 2, c.c., dal mandante/cliente al mandatario/intermediario che, in quanto tali, opererebbero esclusivamente su di un piano esecutivo e sarebbero prive di ogni valore negoziale⁴⁵.

⁴⁴ Si veda, con la consueta lucidità, F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, cit., p. 3, il quale precisa ulteriormente che il trasferimento dal mandatario al mandante "è superfluo nel mandato senza rappresentanza avente per oggetto l'acquisto di cose mobili, quali sono gli strumenti finanziari, come è reso palese dal diritto di rivendica spettante al mandatario nei confronti del terzo. L'acquisto dello strumento finanziario da parte del cliente della banca non è, perciò, l'effetto di un ulteriore contratto traslativo fra la banca e il cliente; non ha la causa di un ulteriore ed autonomo contratto bancario e non è soggetto alle relative norme; ripete la propria causa dal contratto di negoziazione, di cui costituisce adempimento".

⁴⁵ Per questa impostazione, in dottrina, tra gli altri: F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 71; L. ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1030; F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e impr.*, 2005, p. 892 ss.; E.M. NEGRO, *Regole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione*, nota a Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 500 ss.; M. PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, *ibid.*, p. 513 ss.; S. AMBROSINI-L. JEANTET, *Vendita di titoli di Stato argentini, conseguenze della violazione dei doveri comportamentali della banca ed obbligo di informazione: una voce "fuori dal coro"*, nota a Trib. Torino, 21 marzo 2005, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 162; F. GALGANO-N. ZORZI, *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2006, p. 66 ss.; F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, cit., p. 3; C. MIRIELLO, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, in *Contr. e impr.*, 2006, p. 1637 ss.; F. TOSCHI VESPASIANI, *Riflessioni in tema di negoziazione di prodotti finanziari in violazione del testo unico della finanza e sulle connesse sanzioni civilistiche*, in *Resp. civ. e previd.*, 2006, p. 585 ss.; B. INZITARI-V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 13; F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., Sez. Un., 19 dicembre*

Secondo questa impostazione, quindi, l'unico contratto tra le parti sarebbe quello a monte del rapporto, riconducibile al "tipo" mandato, e gli ordini del cliente costituirebbero degli atti unilaterali ese-

2007, nn. 26724 e 26725), in *Contr. e impr.*, 2008, p. 944 ss.; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, p. 87; G. BASTIANELLI, *Violazione degli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento e riparto dell'onere probatorio nei giudizi di responsabilità*, nota a Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914, cit., p. 810 ss., il quale così argomenta: "Un primo argomento trae fondamento dal tenore letterale delle disposizioni regolamentari: è lo stesso Regolamento intermediari, infatti, a sancire il principio della libertà delle forme per ciò che attiene alle modalità con cui impartire i singoli ordini di borsa. Sotto un diverso profilo, attinente al tema dei possibili rimedi a disposizione del cliente/risparmiatore, il timore – paventato dai sostenitori della tesi opposta a quella che qui si accoglie – che, considerando il master agreement alla stregua di un contratto di mandato ed i singoli ordini come atti esecutivi dell'accordo posto a monte del rapporto, l'esercizio dell'azione di risoluzione condurrebbe alla paradossale conseguenza di travolgere l'intero rapporto, comprensivo anche di quei negozi che hanno fatto conseguire un guadagno al cliente può essere, a mio parere, di molto ridimensionato propendendo per una lettura plastica degli artt. 1711, comma 1, c.c. e 1458, comma 1, c.c. Infine, l'argomento che, forse più degli altri, appare dirimente nel senso qui prospettato si pone su un piano eminentemente sistematico. Sussumere il servizio di negoziazione nell'ambito dello schema generale del mandato ha, infatti, l'indubbio pregio di consentire all'interprete di cogliere appieno gli aspetti essenziali del rapporto intercorrente fra intermediario e cliente, intendendo quest'ultimo non già come la sommatoria di tanti distinti negozi giuridici accomunati unicamente dalla circostanza di essere iscritti in un'unica cornice, ma come relazione organica e fiduciaria". In giurisprudenza si è soliti ricondurre a questa tesi anche Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725 – sulla quale si tornerà diffusamente *infra* – che affermano quanto segue: "Dal contratto quadro, cui può darsi il nome di contratto di intermediazione finanziaria e che per alcuni aspetti può essere accostato alla figura del mandato, derivano dunque obblighi e diritti reciproci dell'intermediario e del cliente. Le successive operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente, benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto di intermediazione". Tra la giurisprudenza di merito si vedano, a titolo esemplificativo: App. Torino, 13 ottobre 2010, in *www.ilcaso.it*; Trib. Roma, 21 febbraio 2012, in *www.iusexplorer*; Trib. Parma, 22 gennaio 2008, n. 120, in *www.ilcaso.it*; Trib. Parma, 9 gennaio 2008, n. 6, *ivi*; Trib. Mantova, 15 novembre 2007, *ivi*; Trib. Parma, 24 maggio 2007, n. 696, *ivi*; Trib. Mantova, 22 marzo 2007, *ivi*; Trib. Biella, 26 gennaio 2007, *ivi*; Trib. Catania, 23 gennaio 2007, *ivi*; Trib. Trani, 30 maggio 2006, in *Banca borsa*, 2007, II, p. 324 ss., con nota di A.E. FABIANO, *La negoziazione di bond e le conseguenze della violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario tra responsabilità per inadempimento e nullità del contratto*; Trib. Firenze, 29 maggio 2006, n. 2050, in *www.ilcaso.it*; Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006, *ivi*; Trib. Catania, 22 novembre 2005, in *www.iusexplorer.it*.

cutivi del programma negoziale stabilito nel contratto di mandato, come tali privi di carattere negoziale.

È chiaro che l'adesione all'una o all'altra tesi comporta conseguenze rilevanti, e diametralmente opposte, con riferimento alla soluzione del problema – oggetto del presente studio – circa le conseguenze sui singoli ordini di investimento derivanti dalla violazione, da parte dell'intermediario, degli obblighi informativi sullo stesso gravanti: anticipando quando sarà affrontato dettagliatamente nel prosieguo, se infatti si aderisse alla tesi secondo la quale l'unico contratto è sempre e solo il contratto quadro, di invalidità o inadempimento in senso stretto si potrebbe parlare soltanto con riferimento a questo, con la conseguenza che le singole operazioni attuative giammai potrebbero essere oggetto di autonoma valutazione in termini di validità o inadempimento ed eventuali vicende “caducatorie” (siano esse originarie o sopravvenute) che colpissero il contratto normativo si ripercuoterebbero *ex se* su tutte le operazioni poste in essere in esecuzione dello stesso, le quali verrebbero automaticamente travolte. In altre parole, portando questa tesi alle conseguenze coerenti con le premesse, una volta caducato il contratto quadro verrebbe meno, sempre e comunque, il fondamento essenziale su cui si basava il singolo ordine di acquisto dei titoli, con la conseguenza che la caducazione del contratto a monte giustificerebbe sempre l'analoga sorte dell'operazione a valle⁴⁶. Questi effetti “a cascata”, si nota, sono però suscettibili di arrecare gravi pregiudizi al cliente, il quale, proponendo magari un'azione di risoluzione per violazione di un dato obbligo informativo, vedrebbe risolte, e così pregiudicate, tutte le operazioni poste in essere in esecuzione di quel dato contratto quadro, e quindi anche quelle che abbiano determinato dei risultati a lui favorevoli. Ciò potrebbe costituire di fatto anche un disincentivo, per il cliente, a far valere le proprie ragioni con riferimento ai singoli ordini, proprio per evitare questo effetto caducatorio “a catena” appena tracciato.

Soluzione francamente inaccettabile, non fosse altro perché contraria alla finalità di tutela del risparmiatore, che caratterizza tutta la normativa in materia. E questo al netto di ogni possibile ripercus-

⁴⁶ Così, chiaramente, V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Ciro bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 628 ss.