

ISSN 1127-8579

Pubblicato dal 18/03/2010

All'indirizzo <http://www.diritto.it/docs/29146-il-regolamento-consob-n-17130-del-2010-e-l-attivita-dei-consulenti-finanziari>

Autore: Sangiovanni Valerio

Il regolamento Consob n. 17130 del 2010 e l'attività dei consulenti finanziari

Il regolamento Consob n. 17130 del 2010 e l'attività dei consulenti finanziari

di Valerio Sangiovanni

La recente delibera Consob n. 17130/2010 ha dato attuazione agli artt. 18-*bis* e 18-*ter* T.u.f. in materia di consulenti finanziari. In questo articolo si intende illustrare il contenuto di tale regolamento, soffermandosi in particolare sulle disposizioni che regolano l'attività dei consulenti finanziari.

1. Introduzione

Prevalentemente in attuazione del diritto comunitario, la disciplina italiana dell'intermediazione finanziaria ha conosciuto - negli ultimi anni - profondi cambiamenti¹. Uno dei tasselli più recenti di questa opera di normazione incessante è stata l'istituzione della figura dei consulenti finanziari².

L'art. 18-*bis* T.u.f. disciplina tale figura professionale. In particolare la legge prevede che "la riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ed iscritte nell'albo di cui al comma 2, di prestare la consulenza in materia d'investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. I requisiti di professionalità per l'iscrizione all'albo sono accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi che tengano conto della pregressa esperienza

¹ In particolare sulla MIFID e sulla corrispondente normativa primaria e secondaria di attuazione cfr. S. Bastianon, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2008, 255 ss.; F. Durante, *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta "flessibili" per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. mer.*, 2008, 628 ss.; L. Frumento, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella direttiva Mifid*, in *Contratti*, 2007, 583 ss.; L. Pontiroli, P. Duvia, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 151 ss.; F. Regaldo, *La responsabilità delle banche nel collocamento di obbligazioni ai risparmiatori. Una comparazione tra Italia e Regno Unito in seguito all'adozione del sistema MIFID*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, 211 ss.; A. A. Rinaldi, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Società*, 2008 12 ss.; V. Roppo, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485 ss.; V. Sangiovanni, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785 ss.; V. Sangiovanni, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MIFID*, in *Contratti*, 2008, 173 ss.; V. Sangiovanni, *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363 ss.; V. Sangiovanni, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contratti*, 2007, 243 ss.; F. Sartori, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.

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

professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative” (art. 18-*bis* comma 1 T.u.f.). Inoltre il testo legislativo stabilisce che la Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi: “a) alla formazione dell’albo e alle relative forme di pubblicità; b) all’iscrizione all’albo, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti nell’albo; c) alle cause di incompatibilità; d) alle regole di condotta che gli iscritti nell’albo devono rispettare nel rapporto con i clienti, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati; e) alle modalità di tenuta della documentazione concernente l’attività svolta dagli iscritti nell’albo; f) all’attività dell’organismo, con specifico riferimento ai compiti di cui al comma 6; g) all’aggiornamento professionale degli iscritti” (art. 18-*bis* comma 7 T.u.f.)³.

Sulla base di questa delega legislativa, la Consob si è messa al lavoro e - dopo aver fatto circolare due documenti di consultazione (uno del giugno 2008⁴ e uno del novembre 2009⁵) - ha approvato recentemente il reg. n. 17130/2010⁶.

2. La struttura del reg. n. 17130/2010

Il reg. n. 17130/2010 si compone di sette titoli, non tutti peraltro della medesima importanza. Volendo operare una distinzione di fondo, è opportuno separare le disposizioni che disciplinano il rapporto “pubblicistico” dei consulenti finanziari con le autorità di vigilanza (l’organismo e la Consob) e quelle che regolano la relazione “privatistica” con i clienti. Nel corso di questo lavoro ci soffermeremo soprattutto su questo secondo aspetto.

Il titolo I (“disposizioni preliminari) del reg. n. 17130/2010 si compone di un unico articolo dedicato alle definizioni. La Consob già da tempo utilizza la tecnica d’iniziare i suoi regolamenti con una lunga elencazione di definizioni. La tecnica è mutuata dai provvedimenti di origine comunitaria. A livello europeo ben si comprende l’esigenza di dettare definizioni vevoli per tutti: dal momento che le normative europee sono destinate a essere applicate in tutti i Paesi membri, l’assenza di chiarezza sul significato dei termini utilizzati aumenta il rischio di interpretazioni difformi nei singoli Stati⁷. La tecnica normativa che prevede l’uso di definizioni si è poi diffusa in Italia, sia nei testi legislativi (basta pensare all’art. 1 T.u.f.) sia in quelli regolamentari. L’utilizzo di definizioni nei testi normativi è sicuramente utile all’interprete al fine di attribuire ad ogni termine utilizzato il suo esatto significato, a maggior ragione in una materia particolarmente tecnica come quella dell’intermediazione finanziaria. Fra le definizioni di maggiore importanza offerte dal regolamento in commento spicca quella di “consulenza in materia di investimenti”: Bisogna peraltro dire che, sul punto, l’art. 1 lett. *i* reg. n. 17130/2010 non fa altro che rinviare al testo legislativo. Secondo la definizione legislativa, per consulenza in materia d’investimenti si intende “la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente,

³ La seconda disposizione di legge in materia di consulenza finanziaria è l’art. 18-*ter* T.u.f., dedicato alle società di consulenza finanziaria. Al riguardo cfr. M.-T. Paracampo, *Le società di consulenza: una disciplina in itinere*, in *Società*, 2009, 1459 ss.

⁴ Documento di consultazione. Regolamento di attuazione dell’articolo 18-*bis* del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari, 5 giugno 2008, in www.consob.it.

⁵ Esiti della prima consultazione e nuovo documento di consultazione. Regolamento di attuazione degli articoli 18-*bis* e 18-*ter* del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari, 18 novembre 2009, in www.consob.it.

⁶ Delibera n. 17130. Adozione del regolamento recante norme di attuazione degli articoli 18-*bis* e 18-*ter* del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari persone fisiche e società di consulenza finanziaria, 12 gennaio 2010, in www.consob.it.

⁷ Sul plurilinguismo comunitario cfr. A. Gambaro, *A proposito del plurilinguismo legislativo europeo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2004, 287 ss.; N. Maraschio, *L’Europa e la questione linguistica*, in *Democrazia e diritto*, 2004, 115 ss.; A. Ortolani, *Lingue e politica linguistica nell’Unione Europea*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2002, 127 ss.; P. Rossi, *Il diritto plurilingue europeo nella prospettiva del legislatore comunitario e dell’interprete nazionale*, in *Politica del diritto*, 2007, 139 ss.

dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta al cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione” (art. 1 comma 5-*septies* T.u.f.).

Il titolo II (artt. 2-5) del reg. n. 17130/2010 è dedicato all'organismo. Come risulta dall'art. 18 comma 2 T.u.f., tale organismo provvede alla tenuta dell'albo delle persone fisiche consulenti finanziari ed è composto “da un presidente e quattro membri, di cui due in rappresentanza degli iscritti che li designano secondo le modalità fissate nello statuto dell'organismo, nominati tutti con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze”. Il regolamento disciplina la tenuta dell'albo (art. 2), gli obblighi dei consulenti finanziari nei confronti dell'organismo (art. 3), gli obblighi informativi dell'organismo nei confronti della Consob (art. 4) e i requisiti generali di organizzazione dell'organismo (art. 5). Particolarmente significativo è l'art. 4 che, imponendo all'organismo di informare tempestivamente la Consob, mette quest'ultima in condizione di esercitare le sue funzioni di controllo.

Il titolo III (artt. 6-11) del reg. n. 17130/2010 si occupa dell'albo e disciplina tutte le vicende tipiche di un albo professionale. L'iscrizione all'albo è prevista per le persone fisiche e per le società di consulenza finanziaria (art. 6). È prescritta la pubblicità dell'albo e delle sanzioni (art. 7). Il successivo art. 8 fissa i requisiti per l'iscrizione (per le società di consulenza finanziaria viene richiesta la forma di s.p.a. o di s.r.l.). L'art. 9 disciplina la prova valutativa, stabilendo che la prova deve consentire di verificare l'effettivo possesso delle competenze necessarie per lo svolgimento dell'attività di consulente finanziario. Gli artt. 10 e 11 concernono, rispettivamente, l'iscrizione all'albo e la cancellazione dall'albo.

Il titolo IV (artt. 12-26) costituisce la sezione più corposa del regolamento n. 17130/2010. Essa è dedicata all'attività dei consulenti finanziari, e definisce - in particolare - le norme di comportamento. È questa la materia di cui ci occuperemo in dettaglio in questo articolo.

Il titolo V (art. 27) del reg. n. 17130/2010 si occupa delle sanzioni. La competenza a irrogarle è in capo all'organismo (art. 27 comma 1). Vengono poi delineati con precisione i casi in cui deve essere disposta la radiazione, la sospensione oppure il pagamento di un importo (art. 27 comma 2). Non è questa la sede per esaminare in dettaglio tali disposizioni. Basterà qui segnalare che la radiazione è riservata alle violazioni più gravi, mentre la sospensione può avere una durata variabile da 1 a 4 mesi. Con riferimento poi alle sanzioni pecuniarie, il loro ammontare può variare da euro 500 a euro 25.000.

Il titolo VI (artt. 28-34) del reg. n. 17130/2010 si occupa dei ricorsi presentabili contro le decisioni adottate dall'organismo, per cui è competente la Consob (art. 28). Il regolamento disciplina anzitutto forma e contenuto del ricorso (art. 29) nonché i casi di irricevibilità del medesimo (art. 30). Potrà assumere una certa rilevanza pratica la previsione relativa alla sospensione dell'efficacia o dell'esecuzione (art. 31): la Consob può sospendere per gravi motivi l'efficacia o l'esecuzione della decisione impugnata. Inoltre il regolamento disciplina la comunicazione del ricorso all'organismo (art. 32), l'istruttoria (art. 33) e la decisione (art. 34). Non deve sorprendere che vi sia una disciplina così dettagliata del procedimento. Bisogna difatti riflettere che le sanzioni applicabili ai consulenti finanziari possono essere gravi (sospensione e radiazione) e, soprattutto, limitare la loro libertà professionale (sottraendo a essi, in ipotesi, l'unica fonte di sostentamento). Sotto questo profilo qualche perplessità solleva il dettato dell'art. 33 comma 2, secondo cui la Consob “può” disporre l'audizione personale delle parti. Considerata la gravità delle conseguenze che possono derivare dall'applicazione delle sanzioni, è certamente consigliabile che la Consob conceda sempre agli interessati il diritto di essere sentiti. Inoltre sarebbe stato opportuno prevedere un obbligo in tal senso della Consob.

Il titolo VII (art. 35) del reg. n. 17130/2010, infine, si limita a determinare l'entrata in vigore del regolamento (il quindicesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale).

Dopo avere illustrato per sommi capi il contenuto del reg. n. 17130/2010, d'ora in avanti concentreremo l'attenzione sulle disposizioni del titolo IV, relative all'attività dei consulenti finanziari, fra cui spiccano quelle sulle norme di comportamento. Più in dettaglio, il titolo IV si compone di quattro capi, dedicati a: "disposizioni generali" (capo I; artt. 12-14); "informazioni, contratti e raccomandazioni" (capo II; artt. 15-20); "requisiti e modalità di adempimento degli obblighi di informazione" (capo III; artt. 21-23); "organizzazione e procedure dei consulenti finanziari" (capo IV; artt. 24-26).

3. Le norme di comportamento dei consulenti finanziari

Così come gli intermediari finanziari, anche i consulenti finanziari devono osservare diverse norme di comportamento. Al fine di sottolineare il rilievo pratico di questa prescrizione, è appena il caso di ricordare che buona parte del contenzioso sorto negli ultimi anni fra investitori e intermediari finanziari è fondato sull'asserita violazione di regole di condotta, che si sarebbero - invece - dovute osservare nella formazione e nell'esecuzione del contratto⁸. Non si può escludere che, in futuro, anche la categoria dei

⁸ La materia delle norme di comportamento degli intermediari finanziari e della connessa responsabilità è stata trattata in alcuni recenti volumi: Aa.Vv., *I soldi degli altri*, a cura di A. Perrone, Milano, 2008; G. Bersani, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008; C. Carbone, *Le ragioni dei risparmiatori nelle cause contro le banche per la cessione delle obbligazioni "corporate"*, Napoli, 2009; F. Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009; B. Inzitari, V. Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008; M. Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007. Inoltre della tematica si sono occupati, a vario titolo, G. Alpa, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *Contratti*, 2006, 927 ss.; F. Autelitano, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 1157 ss.; F. Azzarri, *Contratti finanziari e categorie civilistiche*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 672 ss.; A. Barengi, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta*, in *Giur. mer.*, 2007, 59 ss.; E. A. Emiliozzi, *Vendita alla clientela retail di titoli prima dell'emissione ed omessa acquisizione da parte dell'intermediario dell'offering circular*, in *Giur. it.*, 2007, 1673 ss.; A. Gentili, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, fasc. 3, 23 ss.; M. Guernelli, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 360 ss.; A. M. Mancini, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51 ss.; C. Marchiandi, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 376 ss.; M. Marianello, *Bonds argentini e responsabilità dell'intermediario finanziario: corrispondenza diacronica o sincronica?*, in *Obbl. contr.*, 2007, 1009 ss.; G. Meruzzi, *La responsabilità precontrattuale tra regola di validità e regola di condotta*, in *Contr. impr.*, 2006, 944 ss.; P. Morandi, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. contr.*, 2009, 47 ss.; P. Morandi, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. contr.*, 2008, 919 ss.; D. I. Pace, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, 118 ss.; M. Pellegrini, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 171 ss.; L. Picardi, *Nuovi sviluppi giurisprudenziali in tema di responsabilità degli intermediari*, in *Dir. giur.*, 2007, 192 ss.; E. Righini, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 150 ss.; V. Sangiovanni, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 1682 ss.; V. Sangiovanni, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, in *Danno resp.*, 2009, 503 ss.; V. Sangiovanni, *Il caso "My Way" e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giur. mer.*, 2008, 3116 ss.; V. Sangiovanni, *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, in *Contratti*, 2008, 653 ss.; V. Sangiovanni, *Acquisto di obbligazioni e risoluzione del contratto*, in *Contratti*, 2008, 5 ss.; V. Sangiovanni, *Contratto di negoziazione, forma convenzionale e nullità per inosservanza di forma*, in *Contratti*, 2007, 778 ss.; V. Sangiovanni, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *Contratti*, 2006, 1133 ss.; V. Sangiovanni, *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, in *Contratti*, 2006, 966 ss.; V. Sangiovanni, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno resp.*, 2006, 874 ss.; V.

consulenti finanziari venga chiamata a fronteggiare contestazioni di vario genere da parte dei risparmiatori. Il modo migliore per prevenire tali reclami e possibili azioni in giudizio è l'instaurazione di un corretto rapporto contrattuale⁹, rispettoso – sia nella fase formativa sia in quella esecutiva - delle diverse norme di comportamento prescritte dall'ordinamento. L'elencazione delle norme di comportamento dei consulenti finanziari è contenuta nell'art. 12 reg. n. 17130/2010, rubricato “regole generali di comportamento”. Le regole di condotta degli intermediari finanziari sono invece regolate nell'art. 21 T.u.f. Le norme di comportamento dei consulenti finanziari vengono disciplinate in un apposito regolamento della Consob, in quanto l'art. 21 T.u.f. non è loro applicabile. L'art. 21 T.u.f. fissa le regole di condotta dei “soggetti abilitati”. Lo stesso testo normativo determina, all'art. 1 comma 1 lett. r, cosa si debba intendere per “soggetti abilitati”: “le SIM, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le SGR, le società di gestione armonizzate, le SICAV nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento”. In questo elenco non rientrano i consulenti finanziari, il cui operato non è pertanto assoggettato a norme di comportamento in forza di tale disposizione di legge. La legge demanda invece alla Consob di determinare, con regolamento, fra le altre cose le “regole di condotta che gli iscritti nell'albo devono rispettare nel rapporto con i clienti, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati” (art. 18-*bis* comma 7 lett. d T.u.f.). In altre parole, secondo la legge, l'art. 21 T.u.f. doveva servire da punto di riferimento per il lavoro di attuazione della Consob. Come si avrà modo di verificare, le norme di comportamento dei consulenti finanziari fissate dal regolamento n. 17130/2010 si avvicinano molto alle regole di condotta stabilite per i soggetti abilitati dalla legge.

Nel prosieguo di questo articolo esamineremo le tre principali norme di comportamento (doveri informativi, dovere di adeguatezza, dovere di gestione dei conflitti d'interessi) dei consulenti finanziari. Prima però di passare all'illustrazione di tali regole di condotta, è opportuno soffermarsi sul principio secondo cui “nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza” (art. 12 comma 1 reg. n. 17130/2010). Si tratta difatti di una regola-cardine cui deve improntarsi l'intero operato dei consulenti e la cui inosservanza è certamente idonea a fondare la loro responsabilità civile, indipendentemente dalla violazione di specifiche norme di condotta di dettaglio.

Questa disposizione si riferisce alla “prestazione” del servizio di consulenza. Con tale termine la Consob intende probabilmente riferirsi alla intera durata del rapporto, dal momento dei primi contatti fra il consulente finanziario e il cliente (che è ancora “potenziale”, finché non è concluso il contratto) fino alla cessazione della relazione. Si tratta di una scelta mirante a tutelare il più possibile, anche dal punto di vista

Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *Contratti*, 2006, 686 ss.; V. Sangiovanni, *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in *Corr. mer.*, 2006, 737 ss.; V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, in *Società*, 2006, 605 ss.; C. Scognamiglio, *Regole di validità e di comportamento: i principi ed i rimedi*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 599 ss.; G. Serraino, *Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, fasc. 3, 55 ss.; M. Sesta, *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in *Aa.Vv.*, *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, 2° vol., Padova, 2009, 727 ss.; F. Signorelli, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 55 ss.; M. Todorova, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008, 1307 ss.

⁹ Per un più ampio esame dei profili contrattuali del rapporto intercorrente fra consulente finanziario e cliente sia consentito il rinvio a V. Sangiovanni, *Aspetti contrattuali della nuova consulenza finanziaria*, in *Contratti*, 2010, 175 ss.

dell'estensione temporale, il fruitore dei servizi. Se si pone attenzione all'art. 21 T.u.f. (sulle norme di comportamento dei soggetti abilitati), non si trova nulla di diverso, specificandosi in tale sede che le norme di comportamento vanno rispettate "nella prestazione" dei servizi e delle attività d'investimento. L'ambito temporale di applicazione delle regole di condotta, vuoi per i consulenti finanziari vuoi per i soggetti abilitati, è dunque molto ampio.

L'art. 12 comma 1 reg. n. 17310/2010 richiama "diligenza", "correttezza" e "trasparenza", al fine di determinare quale debba essere il buon comportamento dei consulenti finanziari. Nel diritto civile la "diligenza" viene menzionata - in apertura del libro IV - in materia di adempimento, laddove si prevede che "nell'adempire l'obbligazione il debitore deve usare la diligenza del buon padre di famiglia" (art. 1176 comma 1 c.c.). Lo stesso articolo specifica che "nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata" (art. 1176 comma 2 c.c.). Il consulente finanziario svolge un'attività professionale e, dunque, la diligenza che gli è richiesta deve essere commisurata alla natura dell'attività esercitata. La "correttezza" è un termine usato nell'art. 1175 c.c.: "il debitore e il creditore devono comportarsi secondo le regole della correttezza". La "trasparenza" non costituisce invece una nozione classica del diritto civile; essa ricorre nelle leggi speciali preposte a disciplinare i mercati assicurativo, bancario e finanziario.

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

In materie così tecniche come l'intermediazione finanziaria e la consulenza finanziaria è peraltro difficile lasciare a mere clausole generali la funzione di determinare quali siano i "giusti" comportamenti degli operatori del settore. Ecco allora che intervengono normative, di rango sia legislativo sia regolamentare, a dettare norme più dettagliate. Qui di seguito esamineremo le principali regole di condotta dei consulenti finanziari risultanti dal reg. n. 17130/2010. Esse, come accennato, si lasciano ricondurre a tre categorie: 1) i doveri informativi; 2) la valutazione di adeguatezza; 3) la gestione dei conflitti d'interessi.

4. La raccolta d'informazioni dal cliente

Il regolamento sui consulenti finanziari si occupa di dazione d'informazioni, prevedendo che i consulenti finanziari "forniscono al cliente o potenziale cliente informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate affinché il cliente o potenziale cliente possa ragionevolmente comprendere la natura e le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti e dello specifico strumento finanziario raccomandato e possa adottare decisioni di investimento informate" (art. 12 comma 1 lett. a reg. n. 17130/2010)¹⁰. Il flusso informativo non va però solo dal consulente finanziario al cliente,

¹⁰ Si noti che buona parte del contenzioso fra investitori e soggetti abilitati degli ultimi anni è riconducibile alla violazione delle disposizioni legislative e regolamentari che impongono d'informare il cliente. Fra i tanti contributi pubblicati in materia cfr. D. Achille, *Contratto d'intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi d'informazione: tra nullità del contratto e responsabilità dell'intermediario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1451 ss.; P. Bartolomucci, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, II, 440 ss.; R. Bruno, *L'esperienza dell'investitore e l'informazione "adeguata" e "necessaria"*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 391 ss.; V. Bulfaro, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per violazione del dovere di informazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 1092 ss.; I. A. Caggiano, *I doveri d'informazione dell'intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazioni e rimedi*, in *Dir. giur.*, 2006, 453 ss.; R. Calvo, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*,

ma anche in senso opposto, ossia dal cliente al consulente. In questo senso dispone la previsione secondo cui i consulenti finanziari “acquisiscono dai clienti o potenziali clienti le informazioni necessarie al fine della loro classificazione come clienti o potenziali clienti al dettaglio o professionali ed al fine di raccomandare gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente” (art. 12 comma 1 lett. b reg. n. 17130/2010). L’ordine temporale del flusso informativo è dunque: 1) prima informazioni dal cliente al consulente finanziario; 2) poi informazioni dal consulente al cliente.

Iniziamo allora l’analisi con la disposizione che impone al consulente finanziario di raccogliere informazioni dal cliente. A questa norma di comportamento ci si riferisce con l’espressione inglese di “*know your customer*” (“conosci il tuo cliente”). Al riguardo la disposizione in esame distingue fra “clienti” e “potenziali clienti”. Il cliente può essere già stato acquisito, e allora si parla semplicemente di “cliente”, oppure può essere in fase di acquisizione, e allora si parla di “potenziale cliente”. La differenza è che nei confronti del “cliente” sussiste già un rapporto contrattuale, mentre nei confronti del “potenziale cliente” non sussiste un rapporto contrattuale (giocando con le parole, si può affermare che esiste un mero “contatto”, che può poi divenire “contratto”).

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

In merito alla classificazione dei clienti giova osservare che il nostro ordinamento ha ora introdotto la distinzione fra “cliente al dettaglio” e “cliente professionale”. La definizione di cliente professionale è contenuta nel regolamento Consob n. 16190/2007 e, in particolare, nel suo allegato n. 3 (rubricato “clienti professionali privati”). La nozione è alquanto complessa e non pare opportuno riprodurla o descriverla in dettaglio in questa sede. Ai fini che qui interessano basta rilevare che, secondo detto allegato, “un cliente professionale è un cliente che possiede l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume”. Tali clienti vengono poi distinti in “clienti professionali di diritto” e “clienti professionali su richiesta”. Il regolatore ritiene non opportuno che i clienti al dettaglio e quelli professionali vengano trattati allo stesso modo, dal momento che i primi hanno bisogno di un livello di protezione maggiore di quello di cui necessitano i secondi. Al fine di garantire a ciascuno la tutela adatta, il primo passo che deve compiere il consulente finanziario è quello di accertarsi di quali siano le caratteristiche del soggetto con cui sta per instaurare un rapporto professionale. Tramite la raccolta d’informazioni, il consulente ricostruisce la natura del cliente con cui ha a che fare; a seconda degli esiti

2008, 1431 ss.; V. Crescimanno, *Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra code de la consommation e code civil*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 483 ss.; G. D’Alfonso, *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.*, 2008, 965 ss.; E. A. Emiliozzi, *La responsabilità della banca per omessa informazione del deterioramento del rating di obbligazioni acquistate da un cliente*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 118 ss.; F. Greco, *Verso la contrattualizzazione dell’informazione precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1140 ss.; S. Guadagno, *I confini dell’informazione precontrattuale e la “storia infinita” dei contratti di intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 241 ss.; R. Maragno, *L’orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 1280 ss.; R. Natoli, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto “di risparmio”*, in *Contratti*, 2010, 67 ss.; S. Panzini, *Violazione dei doveri d’informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contr. impr.*, 2007, 982 ss.; V. Sangiovanni, *Omessa informazione sulla rischiosità dell’investimento e risoluzione del contratto*, in *Corr. mer.*, 2009, 973 ss.; G. Spadaro, *Violazione degli obblighi di informazione dell’intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 506 ss.; M. Ticozzi, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2007, 363 ss.

dell'indagine, il cliente viene classificato come al dettaglio piuttosto che come professionale e riceve il corrispondente trattamento.

L'art. 17 comma 1 reg. n. 17130/2010 è più specifico nel determinare quali siano le informazioni da acquisire dai clienti: "al fine di raccomandare gli strumenti finanziari adatti al cliente, nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari ottengono dal cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per lo specifico strumento finanziario raccomandato; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento". Questa disposizione sottolinea anzitutto la finalità della raccolta d'informazioni: quella di raccomandare gli strumenti finanziari adatti.

Con riferimento poi al contenuto dell'informazione, la norma opera una tripartizione. In primo luogo bisogna comprendere quale sia la conoscenza e l'esperienza del cliente; l'indagine deve vertere su ambedue questi elementi. Si potrebbe pertanto verificare il caso della persona che si intende della materia, ma non ha mai investito oppure, viceversa, il caso del soggetto che, pur non intendendosi della materia, in passato ha già effettuato investimenti. Di tutte queste circostanze il consulente finanziario deve tenere conto nell'effettuare la propria raccomandazione. La raccolta di informazioni non può poi avere un carattere generico, ma deve essere orientata al "settore di investimento rilevante". Può cioè capitare che il cliente abbia una certa conoscenza ed esperienza di investimento in una determinata area, ma non in altre aree.

La seconda tappa dell'indagine del consulente concerne la situazione finanziaria del cliente. Si tratta di una circostanza di una tale ovvietà che, forse, non sarebbe nemmeno stato necessario che il regolamento la esplicitasse. Appare difatti palese che, in assenza di appropriate informazioni sulla situazione finanziaria del cliente, è pressoché impossibile formulare una qualsivoglia raccomandazione di investimento sensata.

La terza circostanza su cui è necessario raccogliere informazioni dal cliente sono gli obiettivi d'investimento. Esistono una pluralità di investimenti possibili, con caratteristiche completamente diverse. Al fine di raccomandare uno strumento appropriato, il consulente finanziario deve individuare gli obiettivi d'investimento del cliente. Fra gli altri elementi si dovrà tenere conto del livello di rischio che il cliente può assumere e della durata dell'investimento.

5. La dazione d'informazioni al cliente

Come abbiamo già detto, il flusso informativo non va solo dal cliente al consulente finanziario, dovendo invece essere bidirezionale. Una volta raccolte informazioni dal cliente, il consulente finanziario deve – a sua volta - informare il cliente. L'art. 12 comma 1 lett. a reg. n. 17130/2010 stabilisce al riguardo che le informazioni devono essere "corrette", "chiare", "non fuorvianti" e "sufficientemente dettagliate". "Correttezza" dell'informazione significa probabilmente che l'informazione non può essere contraria a verità (anche se bisogna rilevare che l'aggettivo più appropriato per esprimere questa nozione sarebbe: "vera"). La chiarezza è il secondo requisito prescritto dal regolamento. Una delle funzioni della dazione d'informazioni è trasmettere conoscenza, risultato che si può realizzare solo quando i dati e le notizie sono trasparenti. Secondo il regolamento, inoltre, l'informazione non può essere fuorviante. Un dato è fuorviante quando è in grado di determinare un errore in capo al cliente. Si tratta di un'informazione che in sé può anche corrispondere alla realtà delle cose, ma che – ciò nonostante – può indurre in errore. Questo risultato può realizzarsi in particolare nel caso si combini una serie di dati. Si deve difatti riflettere sulla circostanza che non tutte le informazioni hanno la stessa rilevanza. La sopravvalutazione di dati di poca importanza unita a una sottovalutazione d'informazioni importanti può creare una rappresentazione in capo al cliente fuorviante rispetto alla realtà delle cose. L'informazione deve infine, dice il regolamento, essere sufficientemente

dettagliata. Non basta dunque una descrizione sommaria, ma occorre un certo livello di specificità. Dall'altro lato non è tuttavia consentito eccedere nella dazione d'informazioni: a ciò osta il requisito del "sufficiente" dettaglio (nelle materie tecniche capita non di rado che l'interlocutore del professionista debba confrontarsi con informazioni particolarmente analitiche, rispetto alle quali è talvolta difficile operare una sintesi¹¹). Complessivamente si deve ritenere che il consulente finanziario che informa "in modo perfetto" è quello che fornisce relativamente poche informazioni al cliente: quelle che sono effettivamente rilevanti per la decisione d'investimento, omettendo di soffermarsi su dettagli.

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

L'oggetto dell'informazione che il consulente deve rendere è duplice: la natura e le caratteristiche 1) del servizio di consulenza in materia di investimenti e 2) dello specifico strumento finanziario raccomandato. Il consulente deve dunque, in un primo momento, spiegare in cosa consiste il suo lavoro. In un secondo momento occorre tratteggiare la natura e le caratteristiche dello strumento finanziario che intende proporre al cliente. Se vengono raccomandati più strumenti finanziari in un unico contesto, la disposizione in esame va interpretata nel senso che il consulente deve illustrare la natura e le caratteristiche di ogni singolo strumento¹².

L'art. 18 reg. n. 17130/2010 definisce in maggior dettaglio quali siano le informazioni sugli strumenti finanziari che devono essere fornite. Da un lato "i consulenti finanziari forniscono ai clienti al dettaglio, in tempo utile prima della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati nella prestazione del servizio" (art. 18 comma 1 reg. n. 17130/2010). Questa informazione generale tende ad avere nella prassi poca influenza sul comportamento dei clienti. Si tratta di una descrizione che raramente i clienti leggono, di una sorta di breve "corso introduttivo" in materia finanziaria. La giurisprudenza edita mostra che i giudici non attribuiscono rilevanza alla consegna di un documento di carattere

¹¹ Proprio per facilitare la comprensione degli elementi essenziali, la legge - in materia di prospetto - prevede che "il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta" (art. 94 comma 2 T.u.f.). In tema di prospetto e di offerta al pubblico cfr., fra i tanti, F. Accettella, *Rivendita di obbligazioni collocate presso investitori professionali in assenza di prospetto informativo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 454 ss.; A. Bertolini, *Negoziazione degli strumenti finanziari in Grey Market e violazione della disciplina sulla sollecitazione all'investimento*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2096 ss.; S. Bruno, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 785 ss.; R. Cugnasco, *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, in *Società*, 2008, 803 ss.; E. Franza, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *Contratti*, 2009, 74 ss.; E. Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Aa.Vv.*, *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, 2° vol., Padova, 2009, 793 ss.; M. Rigotti, *La modifica delle disposizioni in materia di prospetto informativo contenute nel Regolamento Emittenti: un documento di consultazione della Consob*, in *Riv. soc.*, 2008, 267 s.; V. Sangiovanni, *Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell'art. 100 bis TUF*, in *Giur. it.*, 2008, 2889 ss.; V. Sangiovanni, *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno resp.*, 2008, 965 ss.; R. Viglione, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 43 ss.; R. Viglione, *Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100 bis T.U.F.: quale tutela per l'investitore non professionale?*, in *Contr. impr.*, 2008, 55 ss.

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

generale quale quello in esame, non considerando soddisfatto l'obbligo informativo per il solo fatto della consegna di tale documento.

Molto più importante, anche dal punto di vista della possibile affermazione di responsabilità del consulente finanziario, è quanto statuisce il successivo comma 2 dell'art. 18 reg. n. 17130/2010: "prima di fornire una raccomandazione riguardo ad una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario, i consulenti finanziari illustrano al cliente, tenendo conto in particolare della sua classificazione come cliente al dettaglio o cliente professionale, le caratteristiche dello specifico strumento finanziario raccomandato, nonché i rischi propri di tale strumento e delle strategie d'investimento consigliate, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate". Questa informazione assume importanza maggiore rispetto a quella di cui al comma 1 in quanto "concreta", cioè ritagliata sullo specifico strumento finanziario raccomandato. Anche questa disposizione presenta i tratti tipici del classico rapporto informativo fra consulente e cliente. In primo luogo la norma precisa che l'informazione va resa "prima" di fornire una raccomandazione; altrimenti sussiste il rischio che il cliente segua tale raccomandazione ed effettui l'investimento senza reale preventiva cognizione delle caratteristiche e dei rischi dello strumento. In secondo luogo il consulente deve tenere conto della classificazione del cliente, necessitando il cliente al dettaglio di una protezione maggiore di quello professionale. Oggetto dell'informativa sono le caratteristiche¹³ nonché i rischi¹⁴ dello strumento finanziario raccomandato. L'informazione deve essere "sufficientemente dettagliata": occorre insomma insistere sugli elementi essenziali, senza scendere in particolari insignificanti. Infine la disposizione si conclude evidenziando l'obiettivo dell'informativa: consentire al cliente di adottare una decisione informata.

6. La valutazione di adeguatezza

Uno dei principali doveri che fanno capo ai consulenti finanziari è la c.d. "valutazione di adeguatezza"¹⁵. Il regolamento dispone infatti che i consulenti finanziari "valutano, sulla base delle informazioni acquisite dai clienti, la adeguatezza delle operazioni raccomandate" (art. 12 comma 1 lett. c reg. n. 17130/2010).

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

Il regolamento dice che l'adeguatezza delle operazioni raccomandate va valutata "sulla base delle informazioni acquisite dai clienti". Questa disposizione pare quasi offrire una scappatoia ai consulenti finanziari rispetto a ipotesi di loro possibile responsabilità civile: a leggere questa norma al di fuori del contesto in cui essa si colloca, sembrerebbe infatti che

¹³ Della informativa sulle "caratteristiche" dello strumento finanziario si occupa il successivo comma 3 dell'art. 18 reg. n. 17130/2010.

¹⁴ Della informativa sui "rischi" dello strumento finanziario si occupa il comma 4 dell'art. 18.

¹⁵ In materia di adeguatezza delle operazioni finanziarie cfr., a vario titolo, F. Greco, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 ss.; V. Sangiovanni, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257 ss.; V. Sangiovanni, *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 ss.; V. Sangiovanni, *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569 ss.; F. Savasta, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*, in *Società*, 2009, 997 ss.; E. Venturi, *L'adeguatezza delle operazioni di intermediazione finanziaria nelle prescrizioni della disciplina speciale e nell'orientamento della Cassazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, II, 11 ss.

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

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

In via preliminare bisogna notare che la valutazione di adeguatezza deve intervenire in riferimento a ogni singolo d'investimento raccomandato: il regolamento parla di "specifica" operazione consigliata. Non si tratta di un'attività che può essere svolta *una tantum* all'inizio del rapporto fra il consulente finanziario e il cliente, bensì di un adempimento che deve essere ripetuto ogni volta che viene consigliata un'operazione.

Per il resto al consulente finanziario viene chiesto di effettuare più verifiche. In un primo momento il consulente deve accertare che la specifica operazione corrisponda agli obiettivi d'investimento del cliente. Il consulente deve pertanto avere prima accertato quali siano tali obiettivi: se l'operazione si colloca all'interno degli obiettivi, essa è adeguata; se invece l'operazione non rispetta tali obiettivi, essa è inadeguata. In secondo luogo il consulente deve verificare che il cliente sia in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento. Se, ad esempio, la somma da investirsi è eccessivamente elevata per il cliente, non potrà essere consigliata l'operazione. In terzo luogo occorre che il cliente sia in grado, per esperienza e conoscenza, di comprendere i rischi inerenti all'operazione. Nel caso di prodotti finanziari complessi, ciò tende a succedere raramente¹⁶. L'ingegneria finanziaria degli ultimi anni ha creato prodotti di una tale

¹⁶ Si pensi ai contratti derivati, che hanno dato origine a un ampio contenzioso negli ultimi anni. In materia cfr. Aa.VV., *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, a cura di A. Sirotti Gaudenzi, Santarcangelo di Romagna, 2009; M. Aiello, *L'operatore professionale: una qualificazione controversa*, in *Giur. it.*, 2009, 2713 ss.; F. Autelitano, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*, in *Contratti*, 2009, 869 ss.; C. Brescia Morra, *I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di swap dichiarando di essere operatori qualificati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, II, 133 ss.; F. Bruno, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *Corr. mer.*, 2008, 1261 ss.; F. R. Fantetti, *I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, fasc. 11, 53 ss.; P. Fiorio, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss.; C. Motti, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008, 1167 ss.; A. Piras, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss.; G. Salatino, *Contratti di swap. Dall'operatore qualificato al cliente professionale: il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 201 ss.; V. Sangiovanni, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 39 ss.; V. Sangiovanni, *Conclusioni di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Società*, 2010, 26 ss.; V. Sangiovanni, *I contratti di*

complessità da essere comprensibili solo agli addetti ai lavori. Rispetto a tali strumenti è lecito assumere che siano poche le persone in grado di apprezzarne tutti i rischi. Non è un caso che, in diversi processi cui si è assistito negli ultimi anni, il giudice e le parti siano dovuti ricorrere all'aiuto di consulenti tecnici per comprendere le reali caratteristiche delle operazioni effettuate. Un'interpretazione stringente della disposizione in esame depone dunque nel senso che i consulenti finanziari non possano consigliare prodotti complessi, salvo nei rari casi in cui abbiano a che fare con persone con reale "esperienza" e "conoscenza" (probabilmente, però, questi soggetti non hanno bisogno di un consulente e sono in grado di gestire autonomamente il proprio portafoglio).

Il regolamento specifica poi che "una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avvenga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente" (art. 19 comma 2 reg. n. 17130/2010). Questa disposizione del regolamento impone al consulente finanziario di "coordinare" i propri suggerimenti (se, ad esempio, il consulente dà tre indicazioni di investimento, deve specificare se esse sono cumulative o alternative). Sotto un altro profilo la norma impone al consulente di non suggerire di compiere un numero di operazioni che, rispetto all'interesse del cliente, risulta eccessivo. Una disposizione del genere è peraltro utile quando sussiste un conflitto d'interessi (si tratta del caso dell'intermediario finanziario, il quale potrebbe avere interesse a movimentare in continuazione il portafoglio del cliente, al fine di lucrare commissioni). Questo rischio non sussiste invece (o è comunque minore) nell'ipotesi del consulente finanziario, che non può detenere somme di pertinenza del cliente.

Infine il regolamento si occupa di clienti professionali, prevedendo che "quando forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale i consulenti finanziari 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 del comma 1, lettera c)" (art. 19 comma 3 reg. n. 17130/2010). La disciplina dell'intermediazione finanziaria trova per ampia parte la propria ragion d'essere nella necessità di rimuovere le asimmetrie informative e cognitive sussistenti fra i contraenti. La profondità di tali asimmetrie non è però sempre identica. Laddove la controparte è un cliente professionale, l'esigenza di protezione scema, fino a venire meno. Il regolatore rimuove gli adempimenti che risulterebbero inutili e costosi, non essendo giustificati da un obiettiva necessità di tutela. Il meccanismo adoperato a tal fine è la creazione di una presunzione di sussistenza delle esperienze e delle conoscenze in capo al cliente professionale.

7. La gestione dei conflitti d'interessi

La terza importante norma di comportamento di cui occuparsi è la gestione del conflitto d'interessi, in relazione alla quale il regolamento prevede che i consulenti finanziari "agiscono nell'interesse dei clienti e, ogni volta in cui le misure organizzative adottate per la gestione dei conflitti di interesse non siano sufficienti ad assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti stessi sia evitato, li informano chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una

swap, in *Contratti*, 2009, 1133 ss.; V. Sangiovanni, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del regolamento Consob*, in *Danno resp.*, 2009, 1067 ss.; V. Sangiovanni, *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giur. mer.*, 2009, 1516 ss.; V. Sangiovanni, *Contratti derivati e dichiarazione del rappresentante legale*, in *Corr. mer.*, 2008, 41 ss.; V. Sangiovanni, *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contratti*, 2007, 1093 ss.; M. Sesta, *L'operatore qualificato del regolamento Consob arriva in Cassazione*, in *Corr. giur.*, 2009, 1614 ss.; M. Sesta, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoresponsabilità del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, 1751 ss.; R. Tarolli, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano” (art. 12 comma 1 lett. e reg. n. 17130/2010)¹⁷.

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

Nell'area dell'intermediazione finanziaria il problema del conflitto d'interessi ricorre, in particolare, quando le banche che svolgono attività d'intermediazione sono - allo stesso tempo - finanziatrici (e dunque creditrici) del soggetto emittente. Alcune vicende degli ultimi anni hanno evidenziato la rilevanza di questa problematica (paradigmatico al riguardo è il caso delle società emittenti facenti parte del gruppo Cirio). La banca esposta con un emittente, al fine di rientrare dalla propria esposizione debitoria, può spingere l'emittente a emettere obbligazioni che vengono poi collocate presso il pubblico¹⁸. L'intermediario collocatore si trova in una situazione di conflitto rispetto ai compratori finali delle obbligazioni. Il contrasto sussiste in quanto la banca, mediante il collocamento delle obbligazioni, consente all'emittente di ottenere quelle risorse che gli permettono di ripianare i debiti esistenti nei confronti della medesima banca. Questo meccanismo è stato ben descritto in una sentenza del Tribunale di Milano del 2006¹⁹. Il conflitto d'interessi, lampante nel caso appena esposto, è certamente più sfumato nell'ipotesi dei consulenti finanziari. La legge dice difatti espressamente che i consulenti finanziari operano “senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti” (art. 18-*bis* comma 1 T.u.f.). I consulenti inoltre non agiscono come finanziatori dei propri clienti. Ciò nonostante la Consob vuole evitare qualsiasi possibile situazione di conflitto e statuisce la disposizione che si sta esaminando.

La materia del conflitto d'interessi è disciplinata più in dettaglio nell'art. 25 del regolamento. Qui viene statuito che “i consulenti finanziari adottano ogni misura ragionevole, adeguata alla natura, alla dimensione ed alla complessità dell'attività svolta, per identificare i conflitti di interesse che potrebbero sorgere con il cliente o tra i clienti, al momento della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti” (art. 25 comma 1 reg. n. 17130/2010). Si noti che questa disposizione è contenuta nel capo IV concernente l'organizzazione e le procedure dei consulenti finanziari. Si tratta di una norma che, in sé, impone solo di adottare misure al fine d'identificare i conflitti di interesse. L'ulteriore passaggio dell'operato dei consulenti finanziari è però delineato nel successivo comma 2: “i consulenti finanziari gestiscono i conflitti di interesse anche adottando idonee misure organizzative, adeguate alla natura, alla dimensione ed alla complessità dell'attività svolta, e assicurando che l'affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti” (art. 25 comma 2 reg. n. 17130/2010). Una volta “identificati” i conflitti di interessi, essi vanno “gestiti”. Il rischio maggiore di conflitti si ha quando più funzioni vengono cumulate in capo a un unico soggetto. La disposizione impone di adottare misure organizzative idonee; importante è soprattutto il fine delle misure organizzative che la

¹⁷ In materia di conflitto d'interessi nell'intermediazione finanziaria cfr., fra i tanti, L. Calvi, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1016 ss.

¹⁸ L'emissione, fra l'altro, avviene frequentemente utilizzando veicoli societari esteri. Al riguardo cfr. S. M. Carbone, *Leggi regolatrici e circolazione in Italia di obbligazioni estere*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 419 ss.; V. Sangiovanni, *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, in *Società*, 2007, 547 ss.

¹⁹ Trib. Milano, 20 marzo 2006, in *Giur. mer.*, 2006, 1385 ss., con nota di V. Sangiovanni.

norma in commento identifica: evitare che vi sia un'influenza negativa sugli interessi dei clienti.

Infine il regolamento stabilisce che "quando le misure adottate ai sensi del comma 2 non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, i consulenti finanziari li informano chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano" (art. 25 comma 4 reg. n. 17130/2010)²⁰.

Complessivamente risulta pertanto che, in materia di conflitto d'interessi, le regole che fanno capo ai consulenti finanziari sono di carattere organizzativo e informativo: dapprima i consulenti devono dotarsi di misure organizzative per la gestione dei conflitti; se ciò non basta, devono informare chiaramente su natura e fonti dei conflitti. Il regolamento n. 17130/2010 non arriva invece a fissare un dovere di astenersi dal prestare il servizio di consulenza in materia d'investimenti in presenza di un conflitto d'interessi non risolto. La scelta che è stata effettuata dal regolatore non giunge dunque a tutelare il cliente ad ogni costo, impedendo il compimento dell'operazione in presenza di un conflitto d'interessi non risolto.

Bisogna chiedersi quali siano le conseguenze di un comportamento dei consulenti finanziari in violazione delle norme di comportamento (organizzative e informative) in merito al conflitto d'interessi. Il rimedio più appropriato appare essere il risarcimento del danno (e non la richiesta di nullità dell'operazione). Anche in questo contesto dovrebbe risultare applicabile quanto statuito dalle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007 della Corte di cassazione²¹. Tali pronunce hanno affermato il principio di diritto secondo cui la violazione dei doveri d'informazione del cliente può dar luogo a responsabilità precontrattuale²², con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tale violazione avvenga nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti fra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazione riguardante le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei doveri di

²⁰ Dal punto di vista documentale si noti poi che "i consulenti finanziari istituiscono e aggiornano in modo regolare un registro nel quale riportano le situazioni nelle quali sia sorto o possa sorgere un conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti" (art. 25 comma 5 reg. n. 17130/2010).

²¹ Cass., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. Il testo di queste sentenze (o almeno le relative massime) è pubblicato, fra l'altro, in *Società*, 2008, 449 ss., con nota di V. Scognamiglio; in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133 ss., con nota di A. Bove; in *Contratti*, 2008, 221 ss., con nota di V. Sangiovanni; in *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., con nota di V. Mariconda; in *Danno resp.*, 2008, 525 ss., con note di V. Roppo e di F. Bonaccorsi; in *Dir. banca merc. fin.*, 2008, 691 ss., con nota di F. Mazzini; in *Dir. giur.*, 2008, 407 ss., con nota di A. Russo; in *Giur. comm.*, 2008, II, 604 ss., con nota di F. Bruno, A. Rozzi; in *Giust. civ.*, 2008, I, 2775 ss., con nota di T. Febbrajo; in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 155 ss., con nota di F. Calisai. Si occupano di tali sentenze anche D. Cesiano, *Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 614 ss.; C. Chessa, *A proposito della violazione degli obblighi di informazione nel contratto di investimento finanziario dopo l'intervento della Suprema Corte a Sezioni Unite*, in *Riv. giur. sarda*, 2008, 734 ss.; G. D'Amico, *Nullità virtuale – Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contratti*, 2009, 732 ss.; A. Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss.; D. Maffei, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contratti*, 2008, 555 ss.; F. Prospero, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. impr.*, 2008, 936 ss.

²² In materia di responsabilità precontrattuale nel contesto dell'intermediazione finanziaria cfr. in particolare la recente monografia di F. Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010.

comportamento può determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418 comma 1 c.c.