

GIOACCHINO LA ROCCA

**Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di
«consulenza in materia di investimenti»
(art. 1, comma 5°, lett. f, d. lgs. n. 58 del 1998)**

SOMMARIO: 1. Le parti. – 2. Il servizio di consulenza in materia di investimenti e la cd. «consulenza generica». – 3. La «raccomandazione personalizzata» e i criteri generali per lo svolgimento dei servizi di investimento. – 4. La «raccomandazione personalizzata» e la sua disciplina. – 5. La forma del contratto di consulenza.

1. – Il d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164, ha modificato in modo sensibile il d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*testo unico della finanza*), d'ora in avanti indicato come «T.U.F.», adattando quest'ultimo alla dir. Ce 2004/39 relativa ai mercati e agli strumenti finanziari.

Le modificazioni recate al T.U.F. hanno riguardato anche l'art. 1, comma 5°, che ha ad oggetto i «servizi e le attività di investimento». Le novità che hanno interessato tale disposizione comprendono anche la configurazione del «servizio di consulenza in materia di investimenti» quale autonomo servizio di investimento ⁽¹⁾. A proposito di questo nuovo servizio il comma 5 *septies*, art. 1, T.U.F., dispone che «*per 'consulenza in materia di investimenti' si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una racco-*

⁽¹⁾ Si riporta per comodità il testo del nuovo comma quinto dell'art. 1 T.U.F.: «*per 'servizi e attività di investimento' si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.*».

mandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione».

Con riguardo a tale servizio la novità introdotta con il d. lgs. n. 164 del 2007 è consistita nel fatto che la consulenza, da servizio accessorio che è stato dal 1996, è tornato ad essere un servizio di investimento vero e proprio, ossia è tornato attività riservata ai soggetti esplicitamente indicati dalla legge, come lo era stato dal 1991 al 1996 ⁽²⁾.

Si è così individuata una prima circostanza avente precise ricadute sul piano strettamente civilistico: mentre dal 1996 al 30 ottobre 2007 il contratto avente ad oggetto la prestazione di consulenza in materia di investimenti era valido a prescindere dalla «qualità» della parte che vi figurava come «consulente», ora il contratto è valido solo se il consulente è uno dei soggetti tassativamente indicati dalla legge ⁽³⁾.

Peraltro, se si presta attenzione alle norme del T.U.F. che individuano i soggetti legittimati all'esercizio della consulenza in materia di investimenti, ci si rende agevolmente conto che il contratto relativo al servizio di consulenza esibisce caratteristiche tali da differenziarlo sensibilmente dai contratti aventi ad oggetto la prestazione degli altri servizi di investimento. Di regola, infatti, nei contratti relativi ai servizi di investimento, controparti degli investitori possono essere solo quelle società per azioni munite dei requisiti statutari e legislativi necessari per poter svolgere una delle attività sottintese nell'elenco contenuto nella lettera *r* del comma 1°, art. 1, T.U.F. Non solo: tali società per azioni possono in concreto concludere un valido contratto per la prestazione dei servizi di investimento a condizione che siano state effettivamente autorizzate, ai sensi dell'art. 19 T.U.F., allo svolgimento dello specifico servizio dedotto in contratto.

Nel caso del contratto di «consulenza in materia di investimenti» non è così.

⁽²⁾ Sul servizio di consulenza si segnala il lavoro di PARRELLA, *Contratti di consulenza finanziaria*, in E. GABRIELLI, R. LENER (cur.), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2004, II, 851 ss.; sulla natura e le caratteristiche dei servizi accessori in generale v., anche per riferimenti, COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004, p. 255 ss.

⁽³⁾ Sulla necessità, a pena di nullità, che i contratti relativi ai servizi di investimento siano conclusi con i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi medesimi v. Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Rep. Foro it.*, 2001, voce *Contratto in genere*, n. 449.

Il contratto di «consulenza in materia di investimenti», infatti, può essere concluso non solo dagli intermediari finanziari espressamente autorizzati allo svolgimento del servizio, ma anche da persone fisiche iscritte all'albo dei «consulenti finanziari» previsto dal comma 2° del nuovo art. 18 *bis* T.U.F. ⁽⁴⁾. Dunque, possono essere controparti dell'investitore in un contratto di consulenza le imprese di investimento, le banche (arg. *ex art.* 18, comma 1°, T.U.F.), le società di gestione del risparmio, le «società di gestione armonizzate ... qualora autorizzate nello Stato membro d'origine» (arg. *ex art.* 18, comma 2°, T.U.F.). Oltre a queste società per azioni – secondo quanto si è sopra anticipato – possono essere controparti dell'investitore le persone fisiche iscritte nell'albo dei «consulenti finanziari» purché non detengano «somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti» (v. ancora art. 18 *bis*, comma 1°, T.U.F.).

L'ipotesi del contratto di consulenza concluso con il «consulente finanziario» non deve essere confusa con la diversa ipotesi caratterizzata dal fatto che la «consulenza in materia di investimenti» è in concreto somministrata all'investitore dal promotore finanziario: quest'ultimo è la persona fisica della quale, in qualità di dipendente, agente o mandatario, si avvale un «soggetto abilitato» per l'offerta fuori sede dei propri servizi di investimento e nella specie per offrire fuori sede il servizio di consulenza (artt. 30 e 31 T.U.F.). In questo secondo caso la persona fisica che interloquisce col cliente (vale a dire il promotore finanziario) non è parte del contratto di consulenza, ma è solo una persona che, a vario titolo (v. ancora art. 31, comma 2°, T.U.F.: «... come dipendente, agente o mandatario...»), agisce nell'ambito di un rapporto privatistico nell'interesse dell'intermediario, al quale è legato da un rapporto fidu-

⁽⁴⁾ I primi due comma dell'art. 18 *bis* T.U.F. prescrivono che «1. *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, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.* 2 *E' istituito l'albo delle persone fisiche consulenti finanziari, alla cui tenuta, in conformità alle disposizioni emanate ai sensi del comma 5, provvede un organismo i cui rappresentanti sono nominati con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze sentite la Banca d'Italia e la Consob.*».

ciario ⁽⁵⁾). In altre parole, in questo secondo caso, tenuto alla prestazione della consulenza e direttamente responsabile per essa non è tanto la persona fisica, ma anche e soprattutto l'intermediario finanziario.

2. – Per individuare il contenuto del contratto di consulenza occorre preliminarmente risolvere il problema dei tratti essenziali del servizio che esso è destinato a disciplinare, così da poterlo, se possibile, distinguere da fattispecie in qualche modo analoghe. In proposito, occorre rammentare che ormai risalente e consolidato è il rilievo, secondo il quale un'attività di presentazione delle opportunità di investimento e di assistenza del cliente nella scelta degli investimenti medesimi sia momento inscindibile di ogni servizio di investimento ⁽⁶⁾: questa attività di presentazione di prodotti e di assistenza al cliente è stata comunemente detta attività di «consulenza generica» o «strumentale», che dovrebbe essere insita nella stessa attività di promozione finanziaria.

Ancora recentemente si è dubitato dell'effettiva utilità della distinzione tra «consulenza in materia di investimenti», quale ormai autonomo servizio di investimento, da un lato e cd. «consulenza generica» dall'altro lato. Più precisamente si è detto che, su un piano meramente concettuale, tale dicotomia non gioverebbe all'identificazione dei tratti distintivi del servizio di investimento di cui all'art. 1, comma 5°, lett. f, T.U.F.; si è, inoltre, aggiunto che l'elaborazione della nozione di «consulenza strumentale» sarebbe inutile sotto il profilo operativo, dal momento che il concetto di «consulenza strumentale» non sarebbe idoneo a coagulare intorno a sé una griglia di regole operative autonome. Ciò perché – si è proseguito – la «consulenza strumentale» sarebbe governa-

⁽⁵⁾ Nel testo si è volutamente riprodotta la nozione di *agency* fatta propria dal diritto di matrice anglosassone (cfr. GREGORY, *The law of agency and partnership*³, St. Paul, 2001, p. 17 ss.) in quanto comprensiva dei caratteri che distinguono il rapporto tra promotore ed intermediario: sarebbe, infatti, estremamente difficile e lungo descrivere tale rapporto facendo riferimento agli istituti propri del nostro sistema, atteso che sono più di uno gli istituti che possono determinare il sorgere di un rapporto fiduciario (ad es. rappresentanza volontaria diretta o indiretta, mandato, rappresentanza commerciale, agenzia, lavoro dipendente) e che ciascuno di tali istituti presenta caratteri che in parte concorrono alla determinazione del predetto rapporto tra promotore e preponente, insieme, peraltro, a caratteri non conciliabili col rapporto medesimo.

⁽⁶⁾ V. ad es. comunicazione Consob n. BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994 ed in dottrina, tra molti, BOCHICCHIO, *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 1994, p. 20 ss.

ta dalle regole valide per il servizio di investimento effettivamente richiesto dal cliente, al quale servizio la cd. «consulenza strumentale» di volta in volta accedrebbe in funzione preparatoria ed ancillare ⁽⁷⁾.

Non sembra possibile condividere l'approccio cui si è appena fatto cenno.

Esso, innanzi tutto, non tiene conto che la distinzione tra consulenza quale servizio di investimento e «consulenza generica», trova conferma nello stesso impianto normativo della dir. Ce 2004/39, quando quest'ultima, nell'art. 4, n. 25, definisce il cd. «agente collegato» precisando che si tratta della «persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, ... presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari» ⁽⁸⁾.

A proposito della definizione di «agente collegato» è utile preliminarmente confermare che la figura cui qui si fa riferimento, il *tied agent*, equivale nell'ordinamento italiano al promotore finanziario. Sul punto è sufficiente richiamare l'attenzione sul fatto che la figura dello «agente collegato», delineata dall'art. 4, n. 25, della dir. Ce cit., presenta i tratti caratteristici del promotore finanziario: si tratta, infatti, di un soggetto che opera in monomandato per conto di una «impresa di investimento» per promuovere i servizi e gli strumenti finanziari trattati dall'impresa medesima. Confermato, dunque, che il soggetto protagonista delle attività rappresentate nell'art. 4, n. 25, cit. corrisponde al promotore finanziario (ed anzi rappresenta la trasposizione di quest'ultima in ambito europeo), deve soffermarsi l'attenzione sulla parte finale della disposizione citata, laddove completa la descrizione delle attività che la Direttiva riconosce essere tipiche dello «agente collegato».

⁽⁷⁾ ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in ZITIELLO (cur.), *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, p. 436 ss.

⁽⁸⁾ Si riporta per maggiore comodità del lettore il testo completo dell'art. 4, n. 25, dir. Ce 2004/39: è «'agente collegato': persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, promuove i servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari e/o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari». Alla stregua di tale disposizione è evidente che l'agente collegato/promotore finanziario presta consulenza relativamente agli strumenti e servizi collocati dall'agente medesimo per conto dell'impresa per la quale opera (v. ancora la disposizione riportata).

Quest'ultimo – stabilisce la Direttiva per quanto qui interessa – «promuove i servizi di investimento ... riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti ... colloca strumenti finanziari ... presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti».

Il senso di questa disposizione non può essere equivocado: la dir. Ce 2004/39 ammette che il promotore finanziario svolge un'attività di consulenza rispetto agli strumenti finanziari che «promuove» per conto dell'impresa preponente: sul punto assume rilievo decisivo la parte finale del riportato art. 4, n. 25, che circoscrive l'ambito della consulenza ivi accennata agli strumenti finanziari promossi o collocati dal promotore finanziario per conto dell'impresa di investimento sotto la cui «piena e incondizionata responsabilità» egli opera.

Si propone, dunque, ed è ineludibile, il problema di stabilire il rapporto tra la consulenza cui fa riferimento l'art. 4, n. 25 cit. – che si è integralmente riportato nella precedente nota 8 - ed il servizio di «consulenza in materia di investimenti» di cui agli artt. 4, n. 4, dir. Ce cit., 1, comma 5°, lett. f, e 1, comma 5° *septies*, T.U.F.: occorre, in particolare, chiarire se si tratta della stessa attività o di due attività diverse e, in questo secondo caso, chiarire in che cosa e perchè precisamente divergono queste due attività.

Al riguardo non sembra significativo il rilievo secondo il quale il riferimento alla «consulenza» contenuto nell'art. 4, n. 25, cit., non potrebbe essere accostato al «servizio di consulenza» perchè, se così fosse, il servizio sarebbe svolto dal promotore e non dall'impresa, come invece dovrebbe essere trattandosi di attività riservata⁽⁹⁾.

Contro questa obiezione può riproporsi quanto già si è avuto modo di osservare in par. 1: in quella sede si è rilevato che, quando il «servizio di consulenza in materia di investimenti» è esercitato da «soggetti abilitati», il promotore costituisce il mezzo attraverso il quale l'intermediario può espletare fuori sede detto servizio. Ne segue che non vi sono ostacoli normativi ad interpretare l'accenno ad un'attività di consulenza svolta dal promotore, contenuto nell'art. 4, n. 25, come riferito al servizio di consulenza di cui all'art. 1, comma 5° *septies*, T.U.F.. Potrebbe, infatti, in questa prospettiva, sostenersi che – allorché la Direttiva ha fatto cenno ad un promotore che «*presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a ... strumenti o servizi finanziari*»

⁽⁹⁾ Così ZITIELLO, *Gli agenti collegati*, in ZITIELLO (cur.), *op. cit.*, 283 ss., p. 289.

(così art. 4, n. 25) - avrebbe in pratica voluto significare solo che l'agente collegato/promotore finanziario può espletare «fuori sede» il servizio di consulenza per conto dell'intermediario per il quale opera.

Dunque, la chiave di interpretazione dell'art. 4, n. 25, Dir. Ce n. 39, non corre sulla linea indicata dall'autore prima ricordato.

Esiste, peraltro, effettivamente il problema di stabilire se la «consulenza», cui fa riferimento l'art. 4, n. 25, dir. Ce n. 39, corrisponde o meno al «servizio di consulenza» di cui all'art. 1, comma 5°, lett. f, T.U.F.

La risposta negativa a questo interrogativo, a ben vedere, non è difficile. Essa, invero, diviene agevole se si tiene conto che il problema di distinguere la consulenza quale servizio di investimento autonomo dalla consulenza «generica» o «strumentale» non è affatto nuovo e già altri paesi da tempo se lo sono posto e lo hanno risolto.

In particolare, sembra significativa, sotto tale profilo, la c.d. *polarisation rule*, in vigore nel Regno Unito dal 1986, che, sia pure tra molte discussioni, è transitata nel *Financial Services and Markets Act* emanato nel 2000. Secondo questa regola un «*independent financial advisory*» si contraddistingue per il fatto di svolgere a favore del cliente un servizio di consulenza di marcata ampiezza sotto il profilo oggettivo; è richiesto, infatti, che il consulente, nello svolgere il suo servizio, prenda in considerazione l'intero mercato del prodotto di volta in volta rilevante⁽¹⁰⁾. Al contrario, l'attività consulenziale svolta – «prima o nel corso di» qualsiasi servizio di investimento - dal promotore finanziario, dal *tied agent*, dallo «*appointed representative*» ha, quale riferimento oggettivo, un ambito ridotto di prodotti. Più precisamente, con questo secondo tipo di attività – che la stessa dir. Ce 2006/73 denomina «consulenza generica»⁽¹¹⁾ – si può indirizzare il cliente solo verso i prodotti offerti dal proponente, vale a dire, nel contesto italiano, verso i prodotti distribuiti dall'impresa di investimento, dalla banca, a favore della qua-

⁽¹⁰⁾ MACNEIL, *An introduction to the law on financial investment*, Oxford-Portland, 2005, p. 168; PAUL, *Insurance regulation*, in BLAIR, WALKER (Cur.), *Financial Service Law*, Oxford, 2006, p. 579 ss., p. 583.

⁽¹¹⁾ V. infatti i *considerando* nn. 81 e 82, dir. Ce 2006/73: su queste basi, ossia sulla premessa che i predetti *considerando* assegnano esplicitamente rilevanza giuridica alla «consulenza generica», divengono poco significativi i «dubbi» avanzati in ordine alla «utilità della creazione di tale categoria» da parte di chi ritiene un «errore ... continuare a parlare di consulenza strumentale» (così ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, cit., p. 445 e p. 448).

le il promotore svolge attività fuori sede (v. artt. 30, comma 5°, 31, comma 1°, T.U.F.). Ed è proprio questa l'attività cui fa riferimento l'art. 4, n. 25, dir. Ce n. 39: in esso, infatti, si legge che la consulenza prestata dal *tied agent* ha ad oggetto gli «strumenti finanziari o i servizi finanziari» collocati per conto delle imprese di investimento per cui opera. In altre parole, al pari di quanto avviene nella legislazione britannica, anche la consulenza espletata dall'«agente collegato» comunitario – ossia la «consulenza generica» o «strumentale» - ha ad oggetto il ridotto paniere dei prodotti distribuiti dal preponente.

Deve sottolinearsi che il criterio della «neutralità» del consulente, sottinteso nella *polarisation rule*, è già presente nell'ordinamento italiano. Dispone, infatti, l'art. 120, comma 2°, del codice delle assicurazioni private che «in relazione al contratto proposto, gli intermediari assicurativi dichiarano al contraente: a) se forniscono consulenze fondate su una analisi imparziale, dovendo in tal caso le proprie valutazioni fondarsi su un numero sufficientemente ampio di contratti disponibili sul mercato, al fine di consigliare il prodotto idoneo a soddisfare le richieste del contraente; b) se propongono determinati prodotti in virtù di un obbligo contrattuale con una o più imprese di assicurazione, dovendo in tal caso comunicare la denominazione di tali imprese ...»⁽¹²⁾.

Dunque, il legislatore italiano ha già stabilito che le «consulenze fondate su analisi imparziali» si fondano «su un numero sufficientemente ampio di contratti disponibili sul mercato».

Diviene, a questo punto, chiaro che la distinzione tra servizio di «consulenza in materia di investimenti» e «consulenza generica» non corre affatto sulla qualità, sull'approfondimento, sulla professionalità della «raccomandazione», come pure taluno ha ritenuto, quanto piuttosto sul quel criterio della «neutralità» su cui in passato ha insistito la Consob: il servizio di consulenza *ex art. 1, comma 5°, lett. f, T.U.F.*,

⁽¹²⁾ Può essere utile rammentare che l'art. 120 del codice delle assicurazioni private disciplina le regole di comportamento degli «intermediari assicurativi», nel cui albo, sia pure in sezioni distinte, sono iscritti, tra gli altri, sia «gli agenti di assicurazione, in qualità di intermediari che agiscono in nome o per conto di una o più imprese di assicurazione o di riassicurazione», sia «i mediatori di assicurazione o di riassicurazione, altresì denominati broker, in qualità di intermediari che agiscono su incarico del cliente e senza poteri di rappresentanza di imprese di assicurazione o di riassicurazione».

dovrebbe esserlo ⁽¹³⁾; la «consulenza generica» no in quanto ha ad oggetto esclusivamente gli strumenti ed i servizi finanziari collocati dalla preponente per conto della quale opera il promotore/consulente.

Questa conclusione non è contraddetta – anzi è indirettamente confermata - dal *considerando* n. 81, dir. Ce 2006/73, secondo il quale «*ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari*». Sul punto occorre soffermarsi perché il *considerando* n. 81 offre dati che si presentano a molteplici piani di lettura.

Innanzitutto, occorre riconoscere che il riferimento a «determinati strumenti finanziari», contenuto nel *considerando* in esame, è ambiguo: non si comprende con esattezza se esso si riferisce all'*output* della consulenza o al paniere degli strumenti finanziari rispetto ai quali il consulente rende il suo servizio.

La prima interpretazione sembrerebbe la più coerente col sistema. Secondo questa lettura, il servizio di consulenza si conclude necessariamente con l'indicazione di precisi strumenti finanziari ritenuti adatti al cliente. Questa interpretazione si raccorda con la nozione di «raccomandazione personalizzata» quale prestazione tipica del servizio di consulenza, nel senso che il consigliare al cliente l'acquisto di uno strumento finanziario ben preciso costituisce il contenuto necessario del contratto di consulenza (v. *infra* nel testo).

Nella sua parte iniziale, peraltro, il *considerando* n. 81 sembra contrapporre la «consulenza generica» con il servizio di consulenza, nel senso che la prima avrebbe ad oggetto «un tipo di strumenti finanziari», mentre la seconda avrebbe ad oggetto «determinati strumenti finanziari». Considerata da questa angolazione, la parte in esame del *considerando* n. 81 non sembra giuridicamente significativa, dal momento che le locuzioni «un tipo di strumenti finanziari» e «determinati strumenti finanziari», nella loro genericità, non sono sufficienti a far intravedere differenze di significato giuridicamente apprezzabili ⁽¹⁴⁾.

⁽¹³⁾ Correttamente si fa notare che l'effettiva sussistenza del requisito della neutralità deve essere verificata sulla base dell'analisi della struttura commissionale sottostante alla relazione cliente-consulente-fornitori dei prodotti oggetto di consulenza (FABRIZIO, MUSILE TANZI, *Il servizio di consulenza. Applicazioni, costi, benefici ed evoluzione nel private banking in Italia*, in *Banca, impr., soc.*, 2005, p. 261 ss., p. 267 s.).

⁽¹⁴⁾ Quel che sembra, invece, giuridicamente significativo è la seconda proposizione del *considerando* n. 81, in quanto assegna conseguenza giuridiche ben precise

Queste considerazioni introducono la seconda possibile lettura della locuzione «determinati strumenti finanziari» contenuta nel *considerando* n. 81: secondo alcuni essa indicherebbe che il paniere di riferimento del consulente potrebbe essere ristretto solo a «determinati strumenti finanziari». Il consulente, in altre parole, potrebbe anche tener conto solo di un orizzonte limitato di prodotti.

Anche questa seconda interpretazione non convince. Si può convenire sul fatto che il riferimento a «determinati strumenti finanziari» sembra idoneo ad introdurre un elemento di ragionevolezza – se si vuole di «buona fede» *in executivis* - nell'individuazione della diligenza professionale del consulente: egli non è tenuto (e sarebbe illusorio ritenere il contrario) a prendere in considerazione *tutti* in assoluto i prodotti esistenti sul mercato, ma solo «*determinati strumenti finanziari*».

Occorre, peraltro, riconoscere che la parola «determinati» non contribuisce – in un certo senso paradossalmente – a precisare l'ambito degli strumenti finanziari oggetto di consulenza: «determinati strumenti finanziari» equivale a dire «alcuni» strumenti finanziari, ma detto questo non si è ancora precisato quali e quanti dovrebbero essere gli strumenti finanziari di cui il consulente deve tener conto. L'interprete ha, dunque, l'onere di definire con maggiore puntualità la questione. A tale fine il già ricordato art. 120, comma 2°, codice assicurazione private, offre uno spunto prezioso in quanto proveniente dalla stessa disciplina del mercato finanziario: il consulente ha l'obbligo di conoscere e far riferimento ad «*un numero di prodotti sufficientemente ampio*». Come si dirà immediatamente *infra* nel testo, ciò ha l'effetto di assoggettare a sindacato di ragionevolezza la scelta dell'intermediario finanziario di limitare la propria consulenza ai prodotti da lui normalmente distribuiti nell'esercizio di servizi diversi dalla consulenza stessa.

Si conferma, in altre parole, che carattere distintivo del servizio di consulenza *ex* art. 1, comma 5°, lett. *f*, T.U.F., è la «neutralità», l'«indipendenza» cui accenna l'art. 18 *bis* T.U.F.: e ciò vale sia per il «consulente finanziario» persona fisica, sia per l'intermediario finanziario abilitato allo svolgimento del servizio di consulenza; entrambi devono tenere conto di un paniere significativo di prodotti esistenti sul

all'erogazione della «consulenza generica» qualora questa abbia ad oggetto strumenti finanziari presentati come «adatti» al risparmiatore: su ciò v. *infra* nel testo.

mercato a prescindere dagli emittenti dei prodotti medesimi ⁽¹⁵⁾. Rite-

⁽¹⁵⁾ In senso contrario DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2008, I, p. 393 ss., spec. p. 412 s., secondo il quale il requisito della «neutralità» varrebbe per i consulenti persone fisiche *ex art. 18 bis T.U.F.* e non anche per gli intermediari finanziari. Questa tesi si pone in netto contrasto con disposizioni costituzionali e comunitarie di rilievo primario. Sotto un primo profilo, essa – come pure l'*art. 18 bis T.U.F.* ove non fosse esteso per analogia agli intermediari finanziari nella parte in cui prevede il requisito della «indipendenza» del consulente – viola il principio di eguaglianza *ex art. 3 Cost.*, dal momento che introduce una disparità di trattamento tra le persone fisiche *ex art. 18 bis cit.* e gli intermediari finanziari abilitati allo svolgimento del servizio di consulenza: solo per le prime, infatti, e non per i secondi sarebbe previsto il requisito della «indipendenza», malgrado tutti siano chiamati a svolgere il medesimo servizio di investimento. Ricorre nella fattispecie uno dei casi in cui l'utilizzazione dell'analogia costituisce un momento indispensabile per il rispetto del principio di eguaglianza: invero, nel valutare la necessità del ricorso all'analogia per scongiurare l'illegittimità incostituzionale di una norma – scrive la dottrina cui si devono i maggiori approfondimenti recenti in materia (CERRI, voce *Eguaglianza (principio di)*, in *Il diritto. Enciclopedia giuridica*, 5, Milano, 2007, p. 721 ss., spec. p. 723 e 736) – risulta decisiva la *ratio legis* ed in particolare «il rapporto logico tra *ratio legis* e distinzione introdotta» dalla legge stessa tra due soggetti che aspirano al medesimo bene della vita o allo svolgimento medesima attività (v. ancora CERRI, *op. cit.*, p. 735). Ai presenti fini mette conto rammentare che la *ratio legis* sottesa al requisito dell'indipendenza del consulente – come pure, potrebbe aggiungersi, a tutta la disciplina dei servizi di investimento e del mercato finanziario in genere – è un altro valore costituzionalmente tutelato, ossia il «risparmio», cui corrisponde in ambito comunitario l'obiettivo di un «elevato livello di protezione del consumatore» *ex art. 153, Trattato Ce* (per la sostanziale equiparazione delle nozioni di «consumatore» e di «risparmiatore» v. *dir. Ce 2002/65*; e v. altresì lo stesso *considerando n. 2, dir. Ce 2004/39*, che individua la ragione stessa dell'introduzione della Mifid nella necessità di «offrire agli investitori un livello elevato di protezione»). In particolare, con riguardo al servizio di consulenza, l'obiettivo di un «livello elevato di protezione» dei risparmiatori è perseguito «per via della sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate» (*considerando n. 3, dir. Ce 2004/39*).

Ciò premesso, l'ormai acquisita giurisprudenza della Corte Costituzionale (v. ad es. sent. 20 luglio 2006, n. 297, in *Foro it.*, 2006, I, 3279; 28 novembre 2003, n. 345, in *Foro it.*, 2004, I, 1; 31 maggio 2001, n. 171, in *Giur. Cost.*, 2001, 1374; 26 ottobre 2000, n. 441, in *Foro it.*, 2001, I, 794) ha stabilito che le eventuali disparità di trattamento introdotte dal legislatore non violano l'*art. 3 Cost.* se non si riscontra una palese irragionevolezza in rapporto ai fini perseguiti dal legislatore medesimo. Orbene, le conseguenze sui risparmiatori dell'interpretazione proposta da De Mari sono bene illustrate dallo stesso a.: l'esclusione del requisito dell'indipendenza – riconosce DE MARI, *op. cit.*, 415 ss. – lascia campo libero ad un grave conflitto di interessi tra le imprese di investimento abilitate allo svolgimento del servizio di consulenza e gli investitori. Tale conflitto di interessi, propone l'a., deve essere gestito «realizzando

nere il contrario equivale a ledere, ad un tempo, gli artt. 3, 41 e 47 Cost.: come argomentato diffusamente in nota 15, si lederebbe il principio di eguaglianza tra quanti svolgono la stessa attività, discriminandoli a seconda che siano persone fisiche oppure no; si distorcerebbe la concorrenza imponendo solo ad alcuni operatori di essere muniti di determinati requisiti; si affievolirebbe in modo sensibile la tutela del risparmiatore. Dunque, i tratti distintivi del servizio di consulenza in materia di investimenti sono la neutralità del consulente e la sua capacità professionale di saper orientare le scelte del cliente verso un paniere sufficientemente ampio dei prodotti esistenti sul mercato finanziario in rapporto alle esigenze del cliente stesso.

A proposito del primo requisito – quello attinente alla neutralità del consulente – si profila un potenziale, ma evidente conflitto di interessi quando, in particolare, la consulenza sia offerta da un intermediario finanziario. L'intermediario, infatti, sarà munito di un proprio paniere di prodotti da collocare e, pertanto, sarà latore di un interesse tale da proiettare serie ombre sulla sua effettiva neutralità nel momento in cui svolge il servizio di consulenza. In questo caso il necessario requisito della neutralità si traduce quanto meno in un onere di ragionevole motivazione relativamente ai motivi specifici e gravi che possano avere indotto l'intermediario consulente a ritenere maggiormente adatti per il

l'interesse dei clienti o quanto meno non nuocendo agli interessi dei potenziali investitori (così DE MARI, *op. cit.*, 413, il corsivo è mio). Proprio queste parole rendono palese il vizio di incostituzionalità qui sostenuto: l'assenza del requisito dell'indipendenza in capo agli intermediari abilitati allo svolgimento della consulenza è tanto irragionevole nel contesto normativo *de quo* che, in luogo dell'«elevato livello di protezione degli investitori» che costituisce nella specie la *ratio legis* della riserva di attività, ci si contenta dell'assai più modesto obiettivo di «non nuocere agli interessi dei potenziali investitori», con un risultato concreto che apre gravi e delicati interrogativi sulle reali funzioni che, nella prospettiva qui non condivisa, il servizio di consulenza è chiamato a svolgere: certo riesce arduo ravvisare in esso uno strumento di tutela del risparmio se all'investitore viene richiesto di corrispondere una commissione (così DE MARI, *op. cit.*, 416) per ottenere in cambio un ... «non documento» ai propri interessi. Quanto, poi, alla fiducia riposta dall'a. nell'autoregolamentazione degli intermediari, essa appare quanto meno storicamente superata dalla recentissima crisi che si è sviluppata proprio nei mercati che su quelle autoregolamentazioni in larga parte facevano affidamento (cfr. BARUCCI, MESSORI (cur.), *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, 2009), e con riferimento al mercato italiano dei capitali è smentita dal miserevole recente epilogo di «Patti chiari» (cfr. CARABINI, in *Ilsole24ore*, 26 marzo 2009, p. 1 e 13).

cliente i prodotti da lui collocati, rispetto a quelli della concorrenza di pari rischio.

3. – Nel corso del precedente paragrafo si sono mossi passi importanti verso la determinazione del contenuto del contratto di consulenza: si è chiarito che l'elemento distintivo del servizio di «consulenza in materia di investimenti» è rappresentato dalla posizione di neutralità rivestita dalla persona fisica o giuridica che svolge l'attività di consulenza. Come si è anticipato, il rilevato carattere di neutralità incide sul contenuto del contratto in esame e sulla prestazione del consulente: quest'ultimo, infatti, è obbligato a sviluppare a favore del cliente «raccomandazioni personalizzate» aventi ad oggetto gli «strumenti finanziari» maggiormente adeguati per il cliente. Questi «strumenti finanziari» devono essere scelti nell'ambito di un paniere tale da comprendere i «prodotti» di maggior rilievo tra quelli esistenti sul mercato. In altre parole, colui che presta il servizio di consulenza in materia di investimenti, previsto dall'art. 1, comma 5°, lett. f, T.U.F., non deve tener conto solo delle offerte presenti sul mercato domestico o europeo, ma – sia pure con il limite di ragionevolezza indicato nel paragrafo precedente – deve piuttosto guardare al mercato globale quale è quello proprio di questi anni.

L'esame del contenuto del contratto di consulenza non può, peraltro, prescindere dalla nozione di «raccomandazione personalizzata»: quest'ultima, infatti, costituisce la prestazione tipica del contratto di consulenza e la sua analisi è prodromica all'esame della responsabilità del consulente medesimo, giusta l'interpretazione ormai invalsa dell'art. 1218 c.c., secondo la quale l'esistenza di un inadempimento del debitore non può essere decifrata sul parametro dell'impossibilità assoluta ed oggettiva della prestazione, secondo il tenore letterale dello stesso art. 1218 c.c., ma deve essere di volta in volta ricavata prendendo le mosse dal contenuto della prestazione in concreto esigibile dal creditore sulla base del contratto da cui l'obbligazione medesima trae origine⁽¹⁶⁾.

⁽¹⁶⁾ In proposito è qui sufficiente rinviare a MENGONI, voce *Responsabilità contrattuale* (dir. vig.), in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, p. 1072 ss., con l'avvertenza che non si tratta di una soluzione circoscritta al nostro paese.

A proposito della nozione di «raccomandazione personalizzata» mette conto avvertire immediatamente che non è affatto univoco il suo rapporto con il servizio di consulenza in materia di investimenti. Al fine di chiarire questa affermazione è utile tornare alla disposizione dedicata al servizio di consulenza dal novellato testo unico della finanza. È sufficiente leggere la disposizione medesima per rendersi conto di quanto essa sia insidiosa ed inaffidabile. Sulla falsariga delle due dir. Ce si legge, infatti, nel comma 5°, *septies*, art. 1 T.U.F., che «*per 'consulenza in materia di investimenti' si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione*».

In primo luogo, occorre guardarsi dall'errore di ritenere che la disposizione appena riprodotta introduca effettivamente una «definizione legislativa» secondo la rubrica dello stesso art. 1 T.U.F., cui pure accede.

Non è assolutamente il caso di riproporre in questa sede l'annoso tema delle definizioni legislative, della loro rilevanza e delle loro implicazioni anche di politica legislativa. È, invece, sufficiente ricordare che la definizione legislativa, lungi dal rappresentare la «essenza» della cosa definita secondo il paradigma aristotelico, mira, piuttosto, a porre le condizioni per l'uso di un certo vocabolo, onde con ciò rinviare ad una data disciplina. Su queste premesse, la dottrina ha posto in luce come l'interprete non debba mai perdere di vista il senso storico-pratico delle nozioni giuridiche, nel senso che l'interprete non deve mai perdere di vista la necessità di uno stretto collegamento delle nozioni giuridiche medesime con l'esperienza pratica ⁽¹⁷⁾.

Se, sulla base di questi ormai acquisiti insegnamenti, si analizza il comma 5° *septies* sopra riportato, ci si avvede che esso non è in grado

⁽¹⁷⁾ Cfr. ad esempio TARELLO, *L'interpretazione della legge*, Milano, 1980, p. 187 ss.; SCARPELLI, *Il problema della definizione e il concetto di diritto*, Milano, 1955, p. 52; D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989, p. 38 ss.; BELVEDERE, voce *Linguaggio giuridico*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, sez. civ., XI, Torino, 1994, p. 21 ss.

di dettare le condizioni d'uso della locuzione «consulenza in materia di investimenti»; al massimo si può convenire che la disposizione citata detta *una* delle condizioni d'uso della locuzione «consulenza in materia di investimenti». Più precisamente la disposizione non è in grado di (e, forse, a ben vedere, neppure mira a) istituire una corrispondenza biunivoca tra «consulenza in materia di investimenti» e «raccomandazioni personalizzate». Una tale corrispondenza, infatti, è smentita dall'esperienza e dall'analisi del sistema, le quali, al contrario, attestano come sussistano casi di «raccomandazioni personalizzate» anche in caso di «consulenza generica» e comunque anche al di fuori del contratto di «consulenza in materia di investimenti».

Per comprendere questo aspetto - che è centrale non solo per ricostruire il contenuto del contratto di «consulenza in materia di investimenti», ma più in generale per cogliere le regole di fondo della prestazione dei servizi di investimento alla stregua della nuova normativa - occorre prendere le mosse dalla nozione di «raccomandazione personalizzata» delineata nel comma 5° *septies* dell'art. 1 T.U.F. In questo caso, effettivamente ci troviamo di fronte ad una disposizione che ha dettato le «condizioni d'uso» della locuzione «raccomandazione personalizzata». Queste «condizioni d'uso» si concretizzano, alla stregua del comma 5° *septies*, in due casi non necessariamente coincidenti: questi due casi si verificano *a*) quando la «raccomandazione» di acquisto, di investimento «è presentata come adatta per il cliente», *b*) quando la «raccomandazione» medesima «è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente».

Mette conto soffermare l'attenzione sul caso in cui la «raccomandazione ... è presentata come adatta per il cliente». In proposito, deve prendersi atto che, in linea di fatto, un'ipotesi del genere non è necessariamente circoscritta al «servizio di consulenza in materia di investimenti» (art. 1, comma 5°, lett. *f*, T.U.F.), ma può aver luogo anche durante lo svolgimento del servizio di collocamento (art. 1, comma 5°, lett. *c* e *c bis*, T.U.F.), o durante il servizio di ricezione e trasmissione ordini, nel caso in cui l'iniziativa per la prestazione del servizio non è assunta dal cliente, ma dall'intermediario (arg. ex art. 43, lett. *b*, reg. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190). È l'ipotesi, in altre parole, che si determina quando il cliente è contattato dal promotore, ovvero quando al cliente - in una dipendenza della banca - è presentato uno strumento finanziario perché ne ordini l'acquisto.

In queste ipotesi non può ragionevolmente negarsi l'esistenza del requisito della «personalizzazione», ossia della caratura della «raccomandazione», dell'invito a sottoscrivere il titolo, sul singolo cliente appositamente contattato. In tal senso, d'altra parte, chiaramente depone lo stesso comma 5° *septies*, art. 1, T.U.F., allorché, sempre sulla falsariga della normativa comunitaria, esclude che esista il requisito della «personalizzazione» quando la raccomandazione è «*diffusa al pubblico*», vale a dire ad una massa indistinta di potenziali clienti; circostanza, questa, che certamente non si verifica allorché l'invito all'acquisto, la promozione del titolo abbiano luogo nel corso di un colloquio diretto tra il singolo cliente e l'intermediario.

Deve, peraltro, aggiungersi che la necessità di intravedere una «raccomandazione personalizzata» in ogni caso in cui l'intermediario promuova un singolo strumento finanziario presso un cliente, invitandolo all'acquisto dello strumento medesimo, non è legata solo al filo, solido ma sottile, della precisazione offerta dall'ultima parte del comma 5° *septies*, allorché esclude che la raccomandazione «diffusa al pubblico» rientri nella nozione di «raccomandazione personalizzata».

Alla base della suddetta affermazione, infatti, vi è anche e soprattutto la giuridica necessità secondo la quale ogni invito all'acquisto di un dato strumento finanziario deve essere presentato come «adatto» per il cliente cui è rivolto a prescindere dal servizio all'interno del quale questo invito si verifica in concreto.

Sul punto occorre essere molto chiari: quando gli intermediari finanziari prestano servizi di investimento al di fuori del servizio di consulenza *ex* art. 1, comma 5°, lett. *f*, sono chiamati a prendere una decisione imprenditoriale dalle notevoli ricadute sul piano operativo, di politica commerciale, e sul piano giuridico: o ci si accontenta di «raccomandazioni» impersonalmente e genericamente dirette al «pubblico», vale a dire ad una platea indistinta di risparmiatori, ovvero si decide di procedere (anche) ad «inviti» all'acquisto rivolti ai singoli clienti, attraverso un contatto diretto tra detti singoli clienti e l'intermediario, che agisca in sede o fuori sede. In questo secondo caso, ossia se – secondo una prassi diffusissima sul mercato – si preferisce «andare» sul singolo cliente a collocare un determinato strumento finanziario, inducendolo, ad esempio, alla sottoscrizione di un ordine di acquisto, non si può presumere di svolgere un semplice servizio di esecuzione ordini o di negoziazione. Questa sarebbe una mistificazione della realtà incompatibile

con quei valori di «correttezza» ed «integrità del mercato» (art. 21, comma 1°, lett. a, T.U.F.), i quali assai spesso vengono di fatto congelati in una dimensione esclusivamente teorica, mutandoli, come è stato detto assai bene, in un «genere letterario»⁽¹⁸⁾.

Se, invece, si vuole riconoscere una concreta valenza operativa ai valori predetti, occorre riconoscere che nei casi sopra rappresentati l'intermediario finanziario non può prescindere dalle specifiche caratteristiche del cliente, dai suoi obiettivi di investimento, dalla sua esperienza ecc.⁽¹⁹⁾. E ciò – deve essere sottolineato – anche al di fuori della prestazione dei servizi di consulenza e di gestione.

Occorre guardarsi dall'errore di ritenere che la regola così delineata sia il frutto di un'opzione interpretativa più o meno forzata. Al contrario, la necessità di imprimere una caratura siffatta all'azione degli intermediari è imposta – come si è anticipato – dal «criterio generale» dettato dall'art. 21, lett. a, T.U.F., per «la prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori».

Questa norma rappresenta pur sempre la regola primaria per la prestazione di *tutti* i servizi di investimento e di *tutti* i servizi accessori, nessuno escluso. Essa, peraltro, non sembra aver ancora ricevuto un'interpretazione in grado di valorizzarne le potenzialità.

Invero, della disposizione richiamata è storicamente invalsa un'interpretazione che, a ben vedere, tende a ridimensionare la portata del suo tenore letterale, nel senso che si afferma che la disposizione medesima non avrebbe, in definitiva, un significato diverso da quello generalmente attribuito alla clausola codicistica della buona fede, la quale già prevedrebbe obblighi di informazione e di salvaguardia degli interessi della controparte analoghi a quelli disposti a carico dei «soggetti abilitati» dall'art. 21, lett. a, T.U.F.⁽²⁰⁾.

⁽¹⁸⁾ Cfr. CAVAZZUTI, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca, impr., soc.*, 2004, 419 ss.

⁽¹⁹⁾ In proposito, non possono non biasimarsi alcune prassi emerse in questo primo periodo di applicazione della Mifid: alcuni intermediari, anche non di secondo piano, fanno sottoscrivere ai clienti profili di rischio elevati sul presupposto che in caso contrario il «sistema informatico» non ne accoglierebbe l'operatività: l'autorità di vigilanza dovrebbe battere un colpo in materia.

⁽²⁰⁾ V., per tutti, il resoconto che danno della tesi dominante COSTI, ENRIQUES, *op. cit.*, p. 326 ss.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*², Torino, 2003, p. 101 ss.

Senonché, questa interpretazione è insoddisfacente sotto più profili.

Innanzitutto, l'interpretazione qui accennata non tiene conto dei termini nei quali gli obblighi di informazione e di salvaguardia della controparte sono declinati nell'ambito della disciplina generale dei contratti. In particolare, non si tiene conto che un obbligo di questo tipo, quando è desunto dalla clausola di buona fede, non si specifica in un obbligo di perseguire in modo articolato e programmatico gli interessi della controparte. Al contrario, quando dalle declamazioni si passi all'esame della *law in action*, ossia delle regole operative in concreto ricavate dalla clausola di buona fede, ci si rende conto che essa è utilizzata solo al limitato fine di imporre ad una parte di non compromettere ingiustamente gli interessi della controparte, sempre che di detti interessi abbia consapevolezza o non possa ragionevolmente non avere una tale consapevolezza in rapporto alle circostanze del caso concreto. Peraltro, questo tipo di intervento di una parte a salvaguardia degli interessi dell'altra non è imposto sempre e comunque, ma è condizionato alla espressa circostanza che la salvaguardia di detti interessi della controparte non sia eccessivamente dispendiosa per l'altro contraente.

Una sintesi in questo senso della giurisprudenza assolutamente dominante in materia non è necessaria in questa sede, dal momento che è già stata fatta dalla dottrina più autorevole, che ha osservato come, al di là delle declamazioni, la clausola di buona fede interviene su questioni di dettaglio del regolamento contrattuale⁽²¹⁾. In altre parole – ed è questo che ora interessa – la clausola di buona fede nelle sue concrete applicazioni non altera le regole e gli equilibri di fondo che animano il codice, che vogliono ciascuna parte sovrana nel perseguimento e nella cura dei propri interessi, con conseguente assunzione delle relative responsabilità⁽²²⁾.

Qui, piuttosto, interessa sottolineare come una prospettiva assolutamente diversa da quella appena riassunta si apre solo che si tenga conto del mero tenore letterale dell'art. 21, lett. a, T.U.F., il quale, anzi, sotto tale profilo è stato reso ancor più esplicito dalla novella intervenu-

⁽²¹⁾ Cfr. SACCO, in Sacco, De Nova, *Il contratto*³, Torino, 2004, II, p. 431 ss.; BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*², Milano, 2000, p. 500 ss.

⁽²²⁾ Per un approfondimento sul punto rinvio a *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in corso di stampa in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009.

ta nel 2007. Dispone ora, infatti, l'art. 21 lett. a, T.U.F., che «*nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*».

È evidente la distanza che separa l'obbligo di non compromettere ingiustificatamente l'interesse della controparte desunto dalla clausola generale di buona fede e l'obbligo dei «soggetti abilitati» di «*servire al meglio l'interesse dei clienti*». L'art. 21, lett. a, T.U.F., impone ad una parte di un contratto, non già di non danneggiare senza motivo la controparte, ma di perseguire deliberatamente ed esclusivamente gli interessi della controparte. Come ha già in parte intuito la giurisprudenza, il vero contenuto peculiare del «contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento», cui fa riferimento l'art. 23 T.U.F., è proprio l'obbligo indiscriminato imposto all'intermediario di «*servire al meglio l'interesse dei clienti*», di cui non v'è traccia negli altri contratti, né in quelli conclusi in mercati diversi da quello finanziario, né in quelli conclusi in altri settori del mercato finanziario, quali, ad esempio, i contratti bancari.

In questa sede non è possibile procedere alle necessarie verifiche di questo rilievo. Peraltro, il confronto con i contratti bancari può essere utile per evidenziare sia la specificità dei contratti posti in essere per lo svolgimento dei servizi di investimento (e dunque nel settore mobiliare), sia le differenze tra questi contratti e quelli conclusi nel settore bancario per l'esercizio del credito.

Nei contratti bancari le asimmetrie informative sono a carico della banca, che ignora sia le reali condizioni economiche dell'imprenditore finanziato, sia le reali intenzioni che l'imprenditore ha circa l'utilizzazione del finanziamento ricevuto: è per questo motivo che nella normale attività creditizia alla banca non sono imposti dalla legge specifici obblighi di informazione e salvaguardia degli interessi della controparte. A tal fine, infatti, nei contratti bancari più diffusi è sufficiente la clausola generale di buona fede, che, ad esempio, impone alla banca di non recedere senza congruo preavviso e senza motivo dal rapporto o di esplicitare adeguatamente le condizioni contrattuali. Al contrario, nei contratti relativi allo svolgimento dei servizi di investimento l'asimmetria informativa – pesante ed incolmabile: non a caso si parla di mercati *incompleti* per definizione – è a carico del risparmiatore, che

per di più, a differenza della banca nel caso dei contratti di credito, non ha neppure alcun tipo di *expertise* per monitorare in modo sistematico e razionale l'andamento del suo investimento.

Di qui la *ratio* di fondo dell'art. 21, lett. *a*, T.U.F., come pure dell'art. 19, comma 1°, dir. Ce 2004/39, secondo il quale «*le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento e/o, se del caso, servizi accessori ai clienti, [agiscono] in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti*». Di qui – potrebbe aggiungersi – la particolare enfasi presente nella normativa di settore, ed acuitasi con la nuova disciplina, verso il conflitto di interessi.

Lo specifico obbligo di perseguire l'interesse del cliente, posto a carico della sua controparte contrattuale, è rafforzato dall'obbligo, pure posto a carico dei «soggetti abilitati», di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza. Questo riferimento a «*diligenza, correttezza e trasparenza*» non integra obblighi ulteriori a sé stanti, ma «*diligenza, correttezza e trasparenza*», giusta il significato proprio delle parole usate dal legislatore secondo la connessione di esse, sono funzionali al migliore perseguimento dell'interesse del cliente⁽²³⁾.

Questa interpretazione dell'art. 21, lett. *a*, T.U.F., (e, si ripete, dell'art. 19, comma 1°, dir. Ce n. 39) - volta a sottolineare e a rendere operativo l'obbligo degli intermediari di «*servire al meglio gli interessi dei clienti*» - non può certamente essere qui approfondita. In questa sede può solo aggiungersi che siffatta interpretazione è coerente col modello nel quale è stato ravvisato il codice genetico della normativa sui servizi di investimento, vale a dire il modello economico-giuridico della *agency*⁽²⁴⁾, in base al quale «*the agent is a fiduciary*», ossia «*one who acts primarily for the benefit of another*»⁽²⁵⁾.

⁽²³⁾ Va rammentato che uno dei primi commentatori della legislazione sui servizi di investimento, nel confrontare la medesima con le clausole generali del codice civile della buona fede, diligenza, correttezza ecc., si pose il dubbio dell'effettiva compatibilità della legislazione di settore con l'impianto del codice e si chiese «se una qualche rimediazione di questo assetto tradizionale non debba essere debba essere indotta dal modello di tutela che ci occupa» (DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, p. 289 ss., p. 290.).

⁽²⁴⁾ V. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, p. 118 ss.

⁽²⁵⁾ GREGORY, *op. cit.*, p. 13.

Discorso analogo vale per la *disclosure* delle informazioni: l'impostazione dalla quale muove il codice civile è di fatto in linea con il rilievo secondo il quale l'informazione è bene costoso e di difficile acquisizione⁽²⁶⁾, con la conseguenza che di regola essa è trasferita alla controparte solo in casi eccezionali e sempre sul presupposto che ciò non rechi pregiudizio alla parte maggiormente informata. Così, nella prospettiva del codice i doveri di informazione sono circoscritti alle cause di invalidità e alle eventuali cause di inidoneità del contratto a soddisfare gli interessi che inducono la controparte al contratto medesimo, sempre che – si ripete – detti interessi siano ragionevolmente conoscibili dalla controparte e ciò non si risolva in un danno specifico della parte maggiormente informata⁽²⁷⁾.

Di ben altro spessore l'obbligo informativo posto a carico dei «soggetti abilitati» nell'ambito dello svolgimento dei servizi di investimento. La netta disposizione contenuta nella seconda parte della lett. *b* dello stesso art. 21 («*i soggetti abilitati devono ... operare in modo che [i clienti] siano sempre adeguatamente informati*») è addirittura rafforzata dall'art. 19, comma 3°, dir. Ce 2004/39, il quale dispone che «*ai clienti o potenziali clienti vengono fornite in una forma comprensibile informazioni ... sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte ... cosicché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa*». In particolare, occorre porre in luce come la disposizione appena riportata istituisce una diretta ed esplicita relazione consequenziale tra l'informazione data al cliente e la successiva decisione di investimento di quest'ultimo, cosicché, qualora l'informazione non sia tale da far «*ragionevolmente comprendere la natura ... del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi*», deve escludersi che il cliente abbia assunto quella «*decisione con cognizione di causa*» richiesta dalla Direttiva: il che equivale a dire che deve ritenersi insussistente una decisione di inve-

⁽²⁶⁾ PARDOLESI, MOTTI, *L'informazione come bene*, in DE NOVA, INZITARI, TREMONTI, VISENTINI (cur.), *Dalle res alle new properties*, Milano, 1991, p. 37 ss.

⁽²⁷⁾ V. ancora BIANCA, *op. cit.*, p. 164 ss.

stimento del cliente che possa essere ritenuta giuridicamente rilevante⁽²⁸⁾.

È, dunque, evidente anche in questo secondo caso la distanza che separa l'impianto codicistico dalle norme di settore interne e comunitarie, che si sono richiamate: lì il difetto di informazione di una parte a favore dell'altra si traduce nel risarcimento dell'«interesse negativo» (art. 1337 c.c.), qui il difetto di informazione esclude un valido consenso del cliente all'investimento.

Questa distanza, questa differente dimensione delle regole che disciplinano il contratto concluso in materia di investimenti rispetto a quelle proprie del codice civile non deve stupire. È risaputo che l'impianto codicistico presuppone parti uguali e di pari forza contrattuale, entrambe perfettamente informate - o in grado di acquisire l'informazione necessaria sol che siano diligenti nel curare i loro interessi - sull'oggetto del contratto e sul contenuto dello stesso che comunque possono concorrere in pari misura a determinare (v. art. 1326 ult.cpv.). E' un impianto che chiaramente riflette un mercato improntato all'equilibrio generale Walrasiano, e alla lettura che di esso hanno dato Arrow e Debreu, dove le preferenze di ciascun soggetto sono chiaramente ordinate su scale decrescenti dominate con precisione dall'interessato grazie alle informazioni spontaneamente prodotte dal mercato, cui ciascuno può liberamente accedere senza costi particolari⁽²⁹⁾.

La normativa del mercato finanziario, anche più di quella relativa ai rapporti tra «professionisti» e consumatori, presuppone, invece, una diversa concezione del mercato, dominata da un'intensa e pressoché incolmabile asimmetria informativa a carico del risparmiatore. Tale diversa impostazione non rimane senza conseguenze sul piano giuridico: infatti, il diverso motivo ispiratore di fondo tra regole del codice civile sul contratto e realtà del mercato finanziario è talmente dirompe e

⁽²⁸⁾ Ancora una volta rinvio per approfondimenti allo scitto *Il contratto di intermediazione mobiliare*, cit.

⁽²⁹⁾ Sui riflessi civilistici della dottrina economica neoclassica ricordata nel testo v. BELLANTUONO, *I contratti incompleti nel diritto e nell'economia*, Padova, 2000, p. 20 ss.; JANNARELLI, *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, in *Trattato dir. priv. Europeo*, a cura di Lipari, III, *L'attività e il contratto*, Padova, 2003, p. 3 ss., spec. p. 18 ss.

mercato che le prime non possono automaticamente applicarsi al mercato finanziario e ai contratti ivi conclusi ⁽³⁰⁾.

4. – Nel precedente paragrafo si sono riesaminati, nei limiti consentiti dalla presente occasione, i «criteri generali» che debbono guidare gli intermediari quando propongono ad un risparmiatore l'acquisto di un determinato strumento finanziario, vale a dire quando procedono ad una «raccomandazione personalizzata» nei confronti di un cliente.

Il riesame così condotto si è reso necessario per comprendere le intrinseche caratteristiche della «raccomandazione personalizzata» e per comprendere, altresì, come essa non sia necessariamente connessa al servizio e al contratto di consulenza in materia di investimenti, ma sussista ogni qualvolta l'intermediario solleciti l'investitore ad indirizzare il suo risparmio verso un determinato strumento finanziario, presentando detto investimento come “adatto”, come vantaggioso per il cliente.

La soluzione proposta è coerente con l'impianto normativo dei servizi di investimento dettato tanto a livello interno, quanto a livello comunitario.

Essa, infatti, come si è mostrato nel precedente paragrafo, è assolutamente coerente con le lett. *a* e *b* dell'art. 21 T.U.F.: la necessità che, ai sensi dell'art. 21 cit., il «soggetto abilitato» persegua l'interesse del risparmiatore quando svolge qualsiasi servizio di investimento o accessorio fa sì che il «soggetto abilitato» medesimo – nell'ambito di uno qualsiasi di detti servizi – non possa assolutamente invitare un rispar-

⁽³⁰⁾ Cfr. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento, V, Milano, 2001, p. 744 ss., p. 747, il quale sottolinea che «regole e norme [del mercato finanziario] appaiono suscettibili di una considerazione distinta rispetto a quelle integranti lo statuto normativo di operazioni di scambio di beni diversi dai prodotti finanziari, ovvero alla prestazione di servizi diversi da quelli di investimento» a causa degli specifici interessi che animano la disciplina di settore.

Deve, peraltro, rammentarsi che le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno espresso un avviso diverso: con la sentenza 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, I, c. 724, con nota di Scoditti, esse hanno ricondotto la disciplina dei contratti conclusi dai risparmiatori «nel sistema del codice civile». Per completezza deve aggiungersi che una linea di discontinuità tra disciplina codicistica e disciplina dei contratti conclusi nel mercato finanziario è stata, invece, intravista da Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, in *Foro it.*, 2009, I, c. 188: per l'analisi di queste due sentenze rinvio a *Sezione Prima vs. Sezioni Unite: differenti visioni del diritto dei contratti del mercato finanziario in cassazione*, disponibile sul sito www.ilcaso.it.

miatore ad acquistare uno strumento finanziario se non ritiene, ragionevolmente e motivatamente, detto acquisto funzionale «al meglio» (v. ancora art. 21, lett. *a*, cit.) rispetto agli interessi del singolo cliente destinatario dell'invito.

Non solo: non bisogna dimenticare che l'art. 21 T.U.F. e l'art. 19 dir. Ce n. 39 impongono esplicitamente che l'intermediario si ispiri a diligenza e correttezza quando agisce «per il meglio» del suo cliente. Orbene, l'obbligo di «servire al meglio» il cliente si traduce nella necessità che l'intermediario sottoponga al cliente – sempre ed in ogni occasione – prodotti finanziari dei quali abbia accertato la coerenza con gli interessi del cliente stesso. Come anticipato, diligenza e correttezza non rimangono estranee a detto processo. Esse, infatti, incidono sulle modalità con le quali l'intermediario acquisisce consapevolezza che un dato prodotto è coerente, è adatto agli interessi del singolo cliente, cui è presentato. Più precisamente, il «soggetto abilitato» deve acquisire tale consapevolezza (circa la congruità dello strumento finanziario proposto al risparmiatore rispetto al risparmiatore stesso) con «diligenza». La diligenza, infatti, raccomandata anche dallo stesso art. 21, lett. *a*, T.U.F., rappresenta la qualità tipica della condotta di qualsiasi debitore e nel caso dei servizi di investimento si specifica – secondo quanto osservato da Di Majo fin dal 1993 e ribadito anche dalla giurisprudenza recente – in un particolare tipo di diligenza professionale (art. 1176, comma 2°, c.c.). Quest'ultima impone al debitore (nella specie, l'intermediario che invita il risparmiatore ad acquistare un preciso strumento finanziario) di adempiere alla sua prestazione impiegando quei mezzi, quelle nozioni tecniche, quella prudenza, che, nello specifico settore professionale di riferimento, sono riconosciute oggettivamente utili per la soddisfazione dell'interesse del creditore (nella specie, il risparmiatore) e per evitare a quest'ultimo possibili danni (v. recentemente Cass., 15 febbraio 2007, n. 2462, in *Rep. Foro it.*, 2007, voce *Obbligazioni in genere*, n. 36): orbene, nello specifico settore di riferimento qui in esame, vale a dire il mercato finanziario, le nozioni tecniche, i mezzi generalmente utilizzati e l'esperienza concorrono univocamente a dimostrare che l'intermediario non può pretendere di servire al meglio gli interessi del risparmiatore senza conoscerne gli obiettivi di investimento, l'esperienza in materia finanziaria, le caratteristiche anche personali (v. art. 39, comma 2°, lett. *c*, reg. Consob n. 16190 del 2007).

I risultati cui è pervenuta l'analisi fin qui condotta non possono essere sottovalutati. Invero, la compiuta ricognizione del significato e delle implicazioni giuridiche della nozione di «raccomandazione personalizzata» ha posto in luce che tale nozione, con le sue ricadute in termini di diligenza professionale dei «soggetti abilitati», deve intravedersi ogni volta che un «soggetto abilitato» presenti un determinato investimento ad un risparmiatore come «adatto» al risparmiatore medesimo. E ciò a prescindere dal fatto che detta raccomandazione abbia luogo nell'ambito del servizio di consulenza di cui alla lett. *f* dell'art. 1⁵, T.U.F., oppure in occasione dello svolgimento di altro servizio di investimento.

Si è già avuto modo di accennare alla circostanza che tale conclusione, lungi dall'essere eccentrica, è anzi coerente con il sistema normativo susseguente alla Mifid.

È opportuno verificare con attenzione questo rilievo.

A tal fine è utile prendere le mosse ancora una volta dal comma 5° *septies* dell'art. 1 T.U.F. Secondo tale comma «*per 'consulenza in materia di investimenti' si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione*». Si è già detto come tale disposizione non contenga alcun elemento testuale tale da imporre una corrispondenza biunivoca e necessaria tra servizio di «consulenza in materia di investimenti» di cui all'art. 1⁵, lett. *f*, T.U.F., e «raccomandazioni personalizzate». La disposizione, piuttosto, delinea il contenuto del contratto di consulenza, nel senso che esso ha ad oggetto la dazione di «raccomandazioni personalizzate», ma dalla disposizione in esame non si ricava alcuna indicazione tale da giustificare l'illazione che possano esistere «raccomandazioni personalizzate» solo previa conclusione di un contratto di consulenza e all'interno dello stesso.

Sotto tale profilo la specificità del contratto di consulenza va cercata altrove, e precisamente nel fatto che, per effetto di tale contratto, la dazione di «raccomandazioni personalizzate» è obbligatoria. È corretto, così, affermare che il contratto *de quo* consiste nella dazione di «rac-

comandazioni personalizzate» e che – in base a quanto si è rilevato *supra* in par. 2 – queste «raccomandazioni personalizzate» debbono necessariamente spaziare su un congruo numero dei prodotti esistenti sul mercato tra quelli in ipotesi «adatti» alle caratteristiche del risparmiatore.

Ciò, tuttavia, - ed è questo il punto che preme ora sottolineare – non equivale ad affermare che «raccomandazioni personalizzate» non possano aver luogo anche in ambiti contrattuali diversi, vale a dire anche durante lo svolgimento di servizi di investimento o accessori diversi dalla consulenza, allorché l'intermediario presenti un determinato prodotto ad un singolo cliente. Al di fuori della consulenza e della gestione, le «raccomandazioni personalizzate» non sono obbligatorie per il «soggetto abilitato», ma costituiscono la conseguenza necessaria di una precisa scelta imprenditoriale e commerciale dell'intermediario stesso: quest'ultimo, piuttosto che ricorrere a raccomandazioni generiche diffuse alla generalità dei risparmiatori, preferisce approcciare ciascuno dei suoi clienti attraverso un colloquio diretto ed individualizzato, il quale – poiché ha luogo all'interno di un rapporto diverso da quello di consulenza – potrà avere ad oggetto solo gli strumenti finanziari trattati dall'intermediario medesimo e, dunque, riferiti ad una platea più ristretta di quella – per definizione, particolarmente ampia – che caratterizza il servizio di consulenza.

Peraltro, in questo secondo caso, ossia nel caso di «raccomandazione personalizzata» elargita al di fuori del servizio di consulenza, non potrà non applicarsi la disciplina propria della «raccomandazione personalizzata» stessa, che si è cercato di rappresentare in questo paragrafo e nel precedente. Più precisamente, anche se prestata al di fuori del servizio di consulenza, in applicazione dell'art. 21, lett. a, T.U.F. la «raccomandazione personalizzata» dovrà aderire al destinatario della stessa, ai suoi obiettivi, ai suoi interessi in applicazione delle norme di legge che si sono passate in rassegna nel precedente paragrafo.

Mette conto avvertire come lo scenario qui delineato è perfettamente coerente con il *considerando* n. 81 della dir. Ce 2006/73. Si legge in tale *considerando* che «*se l'impresa di investimento fornisce una consulenza generica ad un cliente in merito ad un tipo di strumento finanziario che essa presenta come adatto per tale cliente, considerate le sue particolari caratteristiche, e tale consulenza non è in realtà adeguata per tale cliente o non è basata sulla considerazione delle sue ca-*

ratteristiche, in funzione delle circostanze di ciascun caso, è probabile che tale impresa violi l'articolo 19, paragrafo 1 o 2, della direttiva 2004/39/CE. In particolare, è probabile che l'impresa che fornisce ad un cliente tale consulenza violi l'obbligo di cui all'articolo 19, paragrafo 1, di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti».

È agevole rilevare come il riportato *considerando* n. 81 confermi i passaggi principali dell'analisi qui svolta:

a) in detto *considerando*, infatti, la presentazione di «*un tipo di strumento finanziario ... come adatto per un cliente*» (vale a dire quello che nell'ordinamento interno è l'elemento caratterizzante della «raccomandazione personalizzata»: v. ancora una volta il comma 5° *septies* dell'art. 1 T.U.F.) non è ritenuta espressione esclusiva del servizio di consulenza in materia di investimenti. Al contrario, la suddetta presentazione è esplicitamente associata alla «*consulenza generica*», che, come si è ricordato sopra, secondo l'impianto comunitario può accedere a qualsiasi servizio di investimento (v. esplicitamente in tal senso la parte finale del *considerando* n. 82 della dir. Ce ult. cit.);

b) il *considerando* n. 81, inoltre, espressamente presuppone che la presentazione di «*un tipo di strumento finanziario ... come adatto per un cliente*» sia coordinata con «*le ... particolari caratteristiche*» del cliente stesso «*in funzione delle circostanze di ciascun caso*». E dunque il *considerando* n. 81 della dir. Ce 2006/73 presuppone che nell'ambito della «consulenza generica» si tenga conto delle specifiche caratteristiche del cliente destinatario di detta «consulenza generica», atteso che la stessa deve essere modulata «*in funzione delle circostanze di ciascun caso*»;

c) ed ancora, il predetto *considerando* prende espressamente in esame l'ipotesi in cui lo strumento finanziario presentato all'investitore come adatto a lui non sia in realtà congruo rispetto alle caratteristiche specifiche dell'investitore medesimo. Tale ipotesi – ed è questo l'aspetto di maggiore interesse – è espressamente qualificata dalla Direttiva in esame come una violazione dello «*articolo 19, paragrafo 1 o 2, della direttiva 2004/39/CE*». E l'art. 19, par. 1 della dir. Ce 2004/39, impone, come si ricorderà, che «*le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento e/o, se del caso, servizi accessori ai clienti, agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti*».

Ne segue, dunque, la conferma *per tabulas* di quanto qui sostenuto, vale a dire che non bisogna farsi ingannare da letture affrettate dell'art. 1, comma 5° *septies*, T.U.F.: la dazione di «raccomandazioni personalizzate» può avvenire al di fuori del servizio di consulenza di cui all'art. 1, comma 5°, T.U.F., lett. *f*, e, in ogni caso, la «raccomandazione personalizzata» deve essere elaborata in funzione dell'interesse del singolo cliente, il quale interesse deve essere individuato, non in astratto o genericamente, ma con «diligenza» (v. ancora art. 21 lett. *a*, T.U.F.), vale a dire in funzione delle caratteristiche specifiche dell'investitore destinatario della «raccomandazione», «*in funzione delle circostanze di ciascun caso*», recita la Direttiva comunitaria del 2006.

Può essere, infine, formulata un'osservazione ulteriore, relativa al metodo adottato per pervenire alle conclusioni sopra riassunte. A ben vedere, nelle pagine precedenti una determinata prestazione concreta (la «raccomandazione personalizzata») è stata isolata nei suoi elementi caratteristici e negli interessi che essa mira a realizzare nell'ambito del contratto (o servizio) in cui essa sembra assumere giuridica rilevanza (la «consulenza in materia di investimenti»); dopo di che si è constatato che essa di fatto può aver luogo anche all'interno di contratti e servizi diversi dalla consulenza e si è aggiunto che, anche in questi diversi contratti, essa conserva la disciplina giuridica sua propria.

Per tale via, nel caso qui in esame delle «raccomandazioni personalizzate» e del servizio di consulenza, si è applicato uno schema ricostruttivo ed interpretativo da tempo accreditato presso la dottrina civilistica, vale a dire il cd. metodo «tipologico». Infatti, assunta a modello la prestazione tipicamente presente nel contratto di consulenza, se ne è riconosciuta la presenza anche in contratti e servizi di investimento diversi e si sono estesi a queste fattispecie i tratti peculiari rilevanti della relativa disciplina⁽³¹⁾.

Il risultato complessivo attinto da tale processo interpretativo è che occorre guardarsi dalle insidie esibite dal quadro normativo introdotto a

⁽³¹⁾ Cfr. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, p. 121 ss., p. 154, p. 164 ss. L'utilità del «tipo» quale strumento ermeneutico non è messa in discussione dalla necessità avvertita dalla dottrina (cfr. E. GABRIELLI, *Il contratto e l'operazione economica*, in *Riv. Dir. civ.*, 2003, I, 93 ss.; AZZARO, *I contratti non negoziati*, Napoli, 2000, 340 ss.; AMADIO, *Il terzo contratto. Il problema*, in GITTI, VILLA (cur.), *Il terzo contratto*, Bologna, 2008, p. 25) di individuare nuovi strumenti di analisi in grado di adattarsi alla legislazione recente volta ad assoggettare più tipi contrattuali ad una medesima disciplina.

seguito del recepimento della Mifid. Più precisamente, occorre guardarsi da facili semplificazioni, secondo le quali, al di fuori dei servizi di consulenza e di gestione, gli intermediari dovrebbero preoccuparsi esclusivamente del profilo della cd. «appropriatezza», quale è configurata dall'art. 42 del nuovo regolamento intermediari (del. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190), secondo cui «nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, e sulla base delle informazioni di cui all'articolo 41, gli intermediari verificano che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta».

Le considerazioni svolte nei precedenti paragrafi avvertono che le cose non stanno così: ogni qualvolta gli intermediari propongono un prodotto specifico ad un singolo risparmiatore ricorre la fattispecie della «raccomandazione personalizzata», rispetto alla quale gli intermediari debbono procedere ad un'attenta e diligente verifica che le caratteristiche del concreto prodotto offerto si adattino allo specifico profilo del cliente destinatario dell'invito all'acquisto.

5. – Successivamente alla modificazione del Testo Unico della finanza ad opera del d. lgs. 17 settembre 2006, n. 164, l'art. 23 del medesimo Testo Unico dispone che «*i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera f), e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti*». Questa disposizione è stata successivamente confermata dal reg. intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007, che, nel primo comma dell'art. 37, ha stabilito che «*gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente*».

Le disposizioni appena richiamate non sono il risultato di una scelta autonomamente condotta dal legislatore italiano. L'art. 39 dir. Ce 2006/73 stabilisce, infatti, che «*gli Stati membri prescrivono all'impresa di investimento che fornisce servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti ad un nuovo cliente al dettaglio per la prima volta dopo la data di applicazione della presente*

direttiva di concludere un accordo di base scritto, su carta o altro supporto durevole, con il cliente, in cui vengano fissati i diritti e gli obblighi essenziali dell'impresa e del cliente» ⁽³²⁾.

Il risultato di questo apparato normativo è che non sussiste un obbligo di forma scritta per quanto riguarda il contratto di consulenza in materia di investimenti.

Con questa riforma l'art. 23 T.U.F. si conferma disposizione problematica e di interpretazione controversa. Come noto, esso è già oggetto di polemiche a causa dell'interpretazione restrittiva che gli è stata data da chi ha ritenuto che la locuzione «contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento» potesse essere interpretata in senso fortemente restrittivo e l'obbligo di forma scritta potesse essere, pertanto, circoscritto al solo «contratto quadro», ossia al contratto stipulato dal cliente e dall'intermediario finanziario all'inizio del rapporto, con il quale vengono stabiliti in via generale i servizi di investimento che l'intermediario svolgerà a favore dell'investitore, i costi, le modalità in cui avranno luogo le comunicazioni tra le parti durante il rapporto, le modalità con le quali saranno impartiti gli ordini ecc., secondo lo schema ora sostanzialmente ribadito dall'art. 37 del nuovo regolamento intermediari.

Questo orientamento restrittivo ha sortito l'effetto concreto di legittimare la pratica estremamente discutibile degli ordini impartiti oralmente, ossia senza che la disposizione del cliente venisse raccolta su un documento sottoscritto dal cliente medesimo o venisse registrata su un apposito supporto fonico che consentisse la successiva verifica dell'effettivo contenuto dell'ordine. A favore di tale orientamento si sono invocate esigenze di celerità nella concreta operatività del mercato. Tuttavia, questo argomento non sembra condivisibile in un'epoca in cui le comunicazioni a distanza possono aver luogo in modo estremamente facilitato e di agevole tracciabilità grazie all'informatica e agli apparati per la registrazione delle conversazioni telefoniche.

Queste polemiche sono qui evocate perché esse hanno consentito di chiarire la rilevanza della forma scritta nell'epoca attuale. Più precisa-

⁽³²⁾ A sua volta il *considerando* n. 41 della medesima Direttiva stabilisce che «la presente direttiva prescrive alle imprese di investimento che forniscono servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti a nuovi clienti al dettaglio di concludere un accordo di base scritto con il cliente in cui vengano fissati i diritti e gli obblighi essenziali dell'impresa e del cliente».

mente, l'idea di circoscrivere la forma scritta a causa di asserite esigenze di funzionalità del mercato, è stata severamente criticata da chi, al contrario, ha osservato che l'adozione della forma scritta e la sua generalizzazione è assolutamente coerente con l'odierna configurazione del mercato, quale insieme di regole e procedure volte anche a rendere trasparente e a controllare l'azione degli attori del mercato medesimo così rendendolo credibile e, dunque, efficiente: tra queste regole di trasparenza, di controllo e di strutturazione del mercato vi è anche la forma scritta ⁽³³⁾.

Questi insegnamenti vengono ora ricordati perché non sono rimasti privi di riscontro nell'ordinamento. Ve ne è traccia non soltanto nel generalizzato onere – posto a carico delle imprese – di conclusione in forma scritta dei contratti conclusi nel mercato finanziario in genere, ma anche e soprattutto in talune norme del codice del consumo, suscettibili di incidere sul contratto e sul rapporto di consulenza qualora esso fosse effettivamente posto in essere oralmente.

In particolare, qui si fa riferimento all'art. 36, comma 2°, lett. c, del codice del consumo, secondo il quale, «sono nulle le clausole che, quantunque oggetto di trattativa, abbiano per oggetto o per effetto di ... c) prevedere l'adesione del consumatore come estesa a clausole che non ha avuto, di fatto, la possibilità di conoscere prima della conclusione del contratto».

Al di là del suo contenuto letterale, la disposizione appena riportata lascia chiaramente intravedere l'assoluto disfavore dell'ordinamento verso contratti, le cui clausole non siano state in anticipo conoscibili e conosciute dal consumatore, al quale è assolutamente comparabile la posizione del risparmiatore a causa della condivisa posizione di ridotta informazione sui termini e sull'oggetto dei contratti conclusi sul mercato.

Ne segue che l'esonero del contratto di consulenza dalla forma scritta, in luogo di essere un elemento di vantaggio per le imprese di investimento o per i consulenti finanziari di cui all'art. 18 *bis* T.U.F., ri-

⁽³³⁾ JANNARELLI, *op. cit.*, p. 48 ss.; IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*³, Roma-Bari, 2004, p. 48; BARCELLONA, CAMARDI, *Le istituzioni del diritto privato contemporaneo*, Napoli, 2002, p. 282 s. Ma occorre guardarsi dall'errore di ritenere che questi rilievi sulla necessaria trasparenza del mercato non siano ovunque condivisi: v. infatti, ad esempio, MCMILLAN, *Reinventing the bazaar. A natural history of markets*, New York, 2003, p. 180 s.

schia di risolversi in un autentico *boomerang* (una *poison pill*, per usare termini noti al mercato finanziario) per costoro. Infatti, i «professionisti» appena citati corrono il serio rischio di non poter far valere contro i risparmiatori proprio quelle clausole ritenute di maggior favore dai professionisti medesimi, a prescindere dal fatto, poi, che dette clausole siano qualificabili come «vessatorie» o meno ai sensi dell'art. 33 codice del consumo.

Sul punto occorre chiarire che nella fattispecie non si determinerebbe tanto un problema di nullità della clausola: a ben vedere, la nullità sancita dall'art. 36, comma 2°, codice del consumo non colpisce la clausola di fatto non conosciuta dall'aderente, ma la diversa clausola con la quale viene recepita nel contratto concluso con il consumatore una regola il cui contenuto non sia stato in precedenza reso disponibile al consumatore medesimo.

Piuttosto, nella fattispecie si profila un problema di efficacia del consenso del consumatore. Per chiarire questo aspetto è opportuno riepilogare ancora una volta i termini della questione che qui si prende in esame: alla stregua della normativa di settore, il contratto di consulenza può essere concluso senza particolari problemi di forma. In assenza di un documento scritto ci si chiede se è opponibile al risparmiatore una qualsiasi clausola che egli di fatto non abbia avuto modo di conoscere prima della conclusione del contratto o prima dell'effettuazione della consulenza in materia di investimenti.

La risposta negativa a questa domanda, a ben vedere, non trae spunto solo dal riportato art. 36 c. cons., che, come già rilevato, chiaramente tende a garantire che il consumatore possa esprimere un consenso al complessivo contenuto del contratto solo se ha avuto la possibilità di conoscere il medesimo. Come si è anticipato, la medesima esigenza è fatta propria e rafforzata dallo stesso codice civile. Gli artt. 1334 e 1335 c.c., infatti, nel disciplinare la formazione del contratto, dettano una presunzione di conoscenza relativamente alla proposta, all'eventuale controproposta (art. 1326, ult. cpv., c.c.), all'accettazione, in una parola relativamente al contenuto del contratto. Più precisamente, gli atti ed il loro contenuto si presumono conosciuti ed efficaci nei confronti del destinatario, del contraente, quando essi giungono all'indirizzo del medesimo. La legge, dunque, presuppone che il contenuto di tali atti sia efficace nei confronti del contraente solo se e quando quest'ultima abbia avuto la possibilità di conoscerli in quanto pervenuti

al suo indirizzo. L'art. 1341 c.c., a ben vedere, sotto tale profilo non detta una disciplina diversa dagli artt. 1334 e 1335 c.c.: l'art. 1341 c.c., infatti, subordina l'efficacia delle condizioni generali di contratto nei confronti della parte che non ha concorso alla loro predisposizione, alla circostanza che tale parte «le ha conosciute o avrebbe dovuto conoscerle usando l'ordinaria diligenza». Anche in questo secondo caso, dunque, l'efficacia delle clausole contrattuali nei confronti del contraente è condizionata alla conoscenza che questi ne abbia potuto avere.

In altre parole, il codice ribadisce il principio – peraltro intuitivo – che le clausole contrattuali hanno effetto e sono vincolanti nei confronti delle parti solo se e nella misura in cui le stesse abbiano almeno avuto coscienza dell'esistenza delle clausole medesime.

Ne segue – per ritornare al tema del contratto di consulenza concluso oralmente o di fatto – che le clausole di detto contratto, che non sono state conosciute, o rese disponibili o quanto meno esposte all'investitore non potranno essere fatte valere nei confronti del medesimo perché non lo vincolano, non avendo egli potuto esprimere alcun consenso su clausole di cui ha ignorato l'esistenza. Mette conto aggiungere che l'onere della prova che le clausole *de quibus* sono state effettivamente comunicate al cliente spetta al consulente, il quale, peraltro, neppure potrà far firmare al risparmiatore un modulo sul quale è prestampata l'ammissione, da parte di quest'ultimo, di aver ricevuto notizia dell'esistenza di clausole, atteso che in tal caso si rientrerebbe nell'applicazione dell'art. 36 c. cons. cit.

La conclusione così attinta, poi, è tanto più grave se si tiene conto che il contenuto del contratto di consulenza in materia di investimenti sarà prevedibilmente complesso, dal momento che dovrà contenere la situazione finanziaria, gli obiettivi di rischio del risparmiatore e l'esposizione complessiva del suo profilo, dovrà stabilire le modalità temporali di verifica dei dati relativi al cliente e ai suoi obiettivi, dovrà stabilire criteri per determinare in qualche modo l'ampiezza del paniere di strumenti finanziari di potenziale interesse del risparmiatore, dovrà fissare le modalità di erogazione delle “raccomandazioni personalizzate”, dovrà fissare i criteri per la verifica e la revisione delle stesse, dovrà fissare il corrispettivo della consulenza ecc.: tutti aspetti che in un contratto non documentato corrono il rischio di perdersi nel limbo dell'indefinito e dell'inefficace.