



diritto ed economia dell'impresa

Diretta da LUCIANO M. QUATTROCCHIO

5 - 2019

INTERVENTI di

*M. Irrera, P. De Lorenzi, L.M. Quattrocchio
B.M. Omegna, E. Sorano, E. Astuni, M. Riverditi*

APPROFONDIMENTI di

L.M. Quattrocchio, B.M. Omegna

SAGGI di

L.M. Quattrocchio, B.M. Omegna, V. Bellando



G. Giappichelli Editore – Torino

Rivista telematica bimestrale 4 - 2019 • Iscrizione al R.O.C. n. 25223
ISSN 2499-3158



d e i **diritto ed economia
dell'impresa**

Diretta da LUCIANO M. QUATTROCCHIO

5 - 2019



G. Giappichelli Editore – Torino

Direttore responsabile: Luciano M. Quattrocchio

Direzione e Redazione:

www.dirittoeconomiaimpresa.it

© Copyright 2019 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100

<http://www.giappichelli.it>

EISSN 2499-3158

Pubblicato nel mese di novembre 2019

Comitato di Direzione

Direttore: Luciano M. Quattrocchio.

Vice-Direttore: Monica Cugno.

Segretario: Maurizio Cavanna.

Consulente linguistico: Diana Fahey.

Comitato Scientifico

Presidente: Guido Bonfante.

Vice-Presidente: Giacomo Büchi.

Segretario: Giuseppe Vanz.

Sergio Foà, Aldo Frignani, Patrizia Grosso, Bruno Inzitari, Fiorella Lunardon, Giovanni Ossola, Alessandra Rossi.

Comitato di Redazione

Presidente: Carlo Majorino (Consigliere SAA).

Vice-Presidente: Francesco Cappello.

Segretario: Maria Maccarrone.

Fabrizio Bava, Cecilia Casalegno, Margherita Corrado, Anna Cugno, Alain Devalle, Paolo Fabris, Elena Gentile, Francesco Gerino, Guido Giovando, Valeria Miraglia, Bianca Maria Omegna, Elena Piccatti, Anna Maria Porporato, Michele Ricciardo Calderaro, Maurizio Riverditi, Fabrizia Santini, Alessandro Terzuolo, Andrea Trucano, Gabriele Varrasi, Barbara Veronese, Alessandro Vicini Ronchetti.

Collaboratori di Redazione

Alessandro Avataneo, Fabrizio Bava, Valentina Bellando, Francesco Cappello, Cecilia Casalegno, Giovanni Castellani, Maurizio Cavanna, Margherita Corrado, Chiara Crovini, Anna Cugno, Monica Cugno, Alain Devalle, Paolo Fabris, Elena Gentile, Francesco Gerino, Guido Giovando, Melchior E. Gromis Di Trana, Maria Maccarrone, Carlo Majorino, Cinzia Manassero, Valeria Miraglia, Roberta Monchiero, Luisa Nadile, Bianca Maria Omegna, Alessandro Pastore, Elena Piccatti, Anna Maria Porporato, G. Quaranta, Michele Ricciardo Calderaro, Maurizio Riverditi, Fabrizia Santini, Alessandro Terzuolo, B. Tessa, Andrea Trucano, Gabriele Varrasi, Barbara Veronese, Alessandro Vicini Tronchetti.

Indice

Interventi

Assetti adeguati e perdita della continuità aziendale: il nuovo paradigma della responsabilità degli organi sociali?

M. IRRERA, Gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nel diritto societario e nel diritto della crisi	657
P. DE LORENZI, La continuità aziendale nei principi contabili e nei principi di revisione	674
L.M. QUATTROCCHIO, La bozza di documento sugli indici di allerta predisposta dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli esperti contabili	680
L.M. QUATTROCCHIO-B.M. OMEGNA, Gli strumenti tecnici per intercettare la perdita di continuità aziendale	687
E. SORANO, La pianificazione e il controllo di gestione quali strumenti per la valutazione prospettica	716
E. ASTUNI, La mancata predisposizione di assetti adeguati e i rimedi giurisdizionali in ambito civilistico	720
M. RIVERDITI, La mancata predisposizione di assetti adeguati e i rimedi giurisdizionali in ambito penalistico	731

Approfondimenti

L.M. QUATTROCCHIO-B.M. OMEGNA, Le scritture contabili e le scritture giuridiche dell'impresa commerciale, la partita doppia e il piano dei conti, le rilevazioni correnti dell'esercizio	745
L.M. QUATTROCCHIO-B.M. OMEGNA, Le scritture contabili di assestamento e chiusura dell'esercizio, la formazione del bilancio, i criteri civilistici, sintesi dei principi contabili IFRS e OIC sulle principali poste dello stato patrimoniale e del conto economico	759

Saggi

L.M. QUATTROCCHIO-B.M. OMEGNA-V. BELLANDO, Le regole di condotta dell'intermediario finanziario	780
---	-----

Le regole di condotta dell'intermediario finanziario

Luciano M. Quattrocchio-Bianca M. Omega-Valentina Bellando*

ABSTRACT

L'elaborato esplora l'attuale disciplina concernente la prestazione dei servizi di investimento tra intermediario e cliente investitore. Gli autori, successivamente ad alcune preliminari considerazioni, quali la descrizione di prodotto finanziario, di strumento finanziario e di valore mobiliare, l'individuazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché la classificazione della clientela, offrono – alla luce dei più recenti interventi normativi e giurisprudenziali – un'ampia illustrazione della normativa bancaria vigente. Particolare attenzione viene dedicata all'articolato sistema di protezione accordata – in relazione alla tipologia di servizio ricevuto – al cliente investitore, con approfondimento diffuso dei doveri di comportamento dell'intermediario in tema – tra l'altro – di informazioni fornite alla clientela e da quest'ultima fornite, di gestione degli ordini dei clienti e di rendicontazione, nonché delle fattispecie di responsabilità dell'intermediario e delle ipotesi di danno configurabile.

Parole chiave: servizi di investimento – doveri dell'intermediario – tutela del cliente.

The essay examines the current discipline concerning the provision of investment services between intermediary and investor customer. The authors, following some preliminary considerations, such as the description of the financial product, financial instrument and transferable security, the identification of investment services and activities, as well as the classification of customers, offer – in light of the most recent regulatory and jurisprudential intervention – a broad explanation of the banking regulations in force. Particular attention is paid to the detailed system of protection granted – in relation to the type of service received – to the investor customer, with in-depth analysis of the intermediary's duties of conduct regarding – among other things – information provided to customers and provided by the latter, management of customer orders and reporting, as well as the cases of liability of the intermediary and the hypotheses of configurable damage.

Keywords: investment services – duties of the intermediary – customer protection.

* Aggregato di diritto commerciale presso l'Università di Torino – Dottore commercialista.

SOMMARIO

1. Premessa. – 2. Considerazioni preliminari. – 2.1 Prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari. – 2.2. I servizi e le attività di investimento. – 2.2.1. La categoria generale. – 2.2.2. I servizi accessori. – 2.3. Lo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento: i soggetti. – 2.4. La classificazione della clientela e i doveri di comportamento dell'intermediario. – 2.4.1. La classificazione della clientela. – 2.4.2. I doveri di comportamento. – 2.4.2.1. Principi generali. – 2.4.2.2. I contratti. – 2.4.2.3. La disciplina delle informazioni fornite alla clientela. – 2.4.2.4. Le informazioni fornite dal cliente. – 2.4.2.5. Le semplificazioni. – 2.5. L'esecuzione degli ordini per conto dei clienti. – 2.6 La gestione degli ordini dei clienti. – 2.7. La rendicontazione. – 2.8. La tutela dell'investitore. – 2.8.1. Le regole di condotta dell'intermediario. – 2.8.2. Le fattispecie di responsabilità. – 2.9. Le ipotesi di danno configurabili. – 3. La gradazione dei criteri caratterizzanti la condotta dell'intermediario: un quadro di sintesi. – 3.1. In merito alla condotta del buon e diligente intermediario. – 3.2. I criteri generali di diligenza, correttezza, e trasparenza. – 3.3. La graduazione delle regole di condotta in base alla tipologia di servizi: la valutazione di adeguatezza e gli specifici obblighi di informativa. – 3.4. Verifica dell'appropriatezza/adequatezza dell'investimento da parametrare al servizio offerto. – 3.5. In merito ai criteri per la revisione periodica del profilo di rischio dell'investitore.

1. Premessa

Come è noto, la disciplina delle attività finanziarie ha subito numerose trasformazioni nel corso degli ultimi anni.

L'attuale impianto sistematico delle regole in esame, profondamente modificato dalla normativa comunitaria, si snoda intorno a clausole generali e a criteri specifici di condotta, graduati in base alla tipologia del cliente e alla natura del servizio.

Il presente elaborato si propone di esplorare, alla luce dei più recenti interventi normativi e giurisprudenziali, la disciplina vigente nell'ordinamento italiano relativamente alla prestazione dei servizi di investimento fra intermediario e cliente investitore, delineando l'articolato sistema di protezione accordata a quest'ultimo in relazione alla tipologia di servizio ricevuto.

2. Considerazioni preliminari

2.1. Prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari

I termini prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari hanno un preciso significato giuridico, che differisce da ciò che comunemente si intende nella letteratura economica e finanziaria, ove vengono usati promiscua-

mente per indicare qualsiasi strumento diretto al trasferimento della moneta nello spazio (assegni bancari, carte di credito, ecc.) o nel tempo (depositi bancari, azioni, mutui, obbligazioni, ecc.), oppure volto al trasferimento del rischio (assicurazioni, *swap*, ecc.).

In particolare, i prodotti finanziari sono definiti dall'art. 1, comma 1, lett. *u*), TUF, il quale fa rientrare in tale categoria gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria, precisando che non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari.

Il rapporto fra prodotti finanziari e strumenti finanziari è, dunque, di genere a specie: gli strumenti finanziari rientrano, cioè, nella più ampia categoria dei prodotti finanziari.

La nozione di *strumenti finanziari* è stata introdotta nell'ordinamento italiano dal d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. "*Decreto Eurosim*"), che ha dato attuazione alla direttiva comunitaria 10 maggio 1993, n. 22, relativa ai servizi di investimento. Successivamente, la nozione è stata modificata dal d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, che ha dato attuazione alla c.d. "*direttiva MiFID*" ("*Market in Financial Instruments Directive*").

In particolare, l'art. 1, comma 2, TUF, nella nuova formulazione definisce gli strumenti finanziari, stabilendo che rientrano in tale (sotto)categoria: *a*) i valori mobiliari; *b*) gli strumenti del mercato monetario; *c*) le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio; *d*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*», gli accordi per scambi futuri di tassi di interesse e gli altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie, che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti (identificabili come derivati finanziari); *e*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*», gli accordi per scambi futuri di tassi di interesse e gli altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto (rientranti nella categoria dei derivati su merci); *f*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*» e gli altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione (rientranti nella categoria dei derivati su merci); *g*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*», i contratti a termine

(«*forward*») e gli altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lett. *f*), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando – tra l’altro – se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini (rientranti nella categoria dei derivati su merci); *h*) gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito (rientranti nella categoria dei derivati diversi); *i*) i contratti finanziari differenziali e, cioè, i contratti di acquisto e vendita di valuta, estranei a transazioni commerciali e regolati per differenza, anche mediante operazioni di rinnovo automatico (c.d. “*roll-over*”) (rientranti nella categoria dei *derivati diversi*); *j*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*», i contratti a termine sui tassi d’interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché gli altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando – tra l’altro – se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini (rientranti nella categoria dei derivati diversi).

Come precisato dal successivo comma 4, sono altresì strumenti finanziari talune operazioni su valute (quelle individuate dal Ministro dell’economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d’Italia e la Consob), mentre non lo sono i mezzi di pagamento.

La nozione di strumenti finanziari – quindi – è “chiusa” dal punto di vista statico, in quanto sia la direttiva, sia il TUF formulano un elenco ben preciso; diverso è il discorso sul piano dinamico, giacché l’art. 18, comma 5, lett. *a*), TUF, stabilisce che il Ministro dell’economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d’Italia e la Consob può individuare – al fine di tener conto dell’evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie – nuove categorie di strumenti finanziari.

Dall’elencazione degli strumenti finanziari è agevole desumere che fra stessi e i valori mobiliari sussiste analogo rapporto di genere a specie, nel senso che i valori mobiliari costituiscono una specie di strumenti finanziari e – quindi – una *sub*-specie di prodotti finanziari.

La nozione di valori mobiliari è contenuta nel precedente comma 1-*bis* dello stesso art. 1 (introdotto *ex novo* dal già citato d.lgs. n. 164/2007), il quale prevede che per “valori mobiliari” si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: *a*) le azioni di società e gli altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e i certificati di deposito azionario; *b*) le obbligazioni e gli altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; *c*) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato, che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; *d*) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti, determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

Dopo avere delineato l’ambito definitorio, occorre – sin da subito – sottolineare che gli strumenti finanziari costituiscono oggetto dei servizi e (delle) attività di investimento, come di seguito illustrato.

2.2. I servizi e le attività di investimento

2.2.1. La categoria generale

I servizi e le attività di investimento comprendono una serie di attività, precisamente individuate. In particolare, a norma dell’art. 1, comma 5, TUF (modificato dal già citato d.lgs. n. 164/2007), rientrano fra i servizi e (le) attività di investimento – quando hanno per oggetto strumenti finanziari – le seguenti categorie di operazioni: *a*) la negoziazione per conto proprio; *b*) l’esecuzione di ordini per conto dei clienti; *c*) la sottoscrizione e/o il collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell’emittente (rientranti nella categoria dei servizi di collocamento); *c-bis*) il collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell’emittente (rientranti nella categoria dei servizi di collocamento); *d*) la gestione di portafogli; *e*) la ricezione e la trasmissione di ordini; *f*) la consulenza in materia di investimenti; *g*) la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Per negoziazione per conto proprio si intende l’attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l’attività di *market maker* (propria del soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti). Una particolare modalità di negoziazione per conto proprio è quella svolta dal c.d. “*internalizzatore sistematico*”, cioè dal soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico

negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; esso rappresenta una sede di esecuzione degli ordini (c.d. “*trading venue*”) alternativa rispetto ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione (v. *infra*).

Rientra, invece, nell’ambito della gestione di portafogli la gestione – su base discrezionale e individualizzata – di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell’ambito di un mandato conferito dai clienti.

La ricezione e trasmissione di ordini racchiude – oltre all’attività di ricezione e trasmissione di ordini – anche quella consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un’operazione fra loro (mediazione).

La consulenza in materia di investimenti comprende 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.

Tra le novità introdotte dalla MiFID, vi è una diversa qualificazione della consulenza, passata da servizio accessorio a vero e proprio servizio di investimento, così come definita dall’art. 1, comma 5-*septies*, TUF.

La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente; al contrario, non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione.

In particolare, come da risp. a ques. Consob n. 99012156/1999, tutti i servizi di informazione finanziaria a carattere standardizzato, non aventi ad oggetto consigli di investimento personalizzati prestati nell’ambito di un rapporto bilaterale con l’investitore, sono da considerare estranei al servizio di consulenza. Del pari, sono estranei all’ambito di applicazione della disciplina sulla consulenza i consigli che – non riguardando singoli e determinati strumenti finanziari, ma ad esempio tipologie in aggregato – si caratterizzano quali generici *ex art. 4, par. 1, della direttiva n. 2004/39/CE e art. 52 della direttiva 2006/73/CE*.

Infine, per gestione di sistemi multilaterali di negoziazione si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l’incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi, relativi a strumenti finanziari.

Anche se i servizi e (le) attività di investimento costituiscono – dal punto di vista statico – un insieme “chiuso”, tuttavia – dal punto di vista dinamico – la relativa nozione è soggetta a modificazioni e integrazioni. Infatti, l’art. 18,

comma 5, TUF, prevede che il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori (v. *infra*), indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività.

2.2.2. I servizi accessori

La nozione di servizi accessori è contenuta nell'art. 1, comma 6, TUF (modificato dal già citato d.lgs. n. 164/2007), il quale vi ricomprende: *a*) la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi; *b*) la locazione di cassette di sicurezza; *c*) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento; *d*) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese; *e*) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento; *f*) la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari; *g*) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento; *g-bis*) le attività e i servizi individuati con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, e connessi alla prestazione di servizi di investimento o accessori aventi ad oggetto strumenti derivati.

2.3. Lo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento: i soggetti

Come sancito dall'art. 18 TUF, l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche. In particolare, le imprese di investimento che possono prestare alcuni servizi e attività di investimento sono: – le società di gestione del risparmio, che possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi previsti dalle lett. *d*) ed *f*) dell'art. 1 TUF, al comma 5, oltre al servizio previsto dalla lett. *e*) del comma 5 del suddetto articolo, qualora autorizzate a prestare il servizio di gestione di fondi di investimento alternativi (c.d. "F.I.A."); – le società di gestione UE, che possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi previsti dalle lett. *d*) ed *f*) dell'art. 1, comma 5, TUF, qualora autorizzate nello Stato membro d'origine; – gli inter-

mediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 TUB, che possono esercitare professionalmente nei confronti del pubblico, nei casi e alle condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, i servizi e le attività previsti dalle lett. *a)* e *b)* dell'art. 1, comma 5, TUF, limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché i servizi previsti dalle lett. *c)* e *c-bis)* sempre del comma 5, art. 1, TUF; – le società di gestione di mercati regolamentati, che possono essere abilitate a svolgere l'attività di cui alla lett. *g)* dell'art. 1, comma 5, TUF; – le società di intermediazione mobiliare, che possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi accessori e altre attività finanziarie, nonché attività connesse o strumentali.

Anche in questo caso la categoria è “*dinamica*”. Infatti, il successivo comma 5 stabilisce che il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob: *a)* può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività; *b)* deve adottare le norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività, nel rispetto delle disposizioni comunitarie.

Inoltre, l'art. 18-*bis* TUF prevede che tale riserva di attività (relativa ai servizi e alle attività di investimento) 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 dei consulenti finanziari (su cui v. *infra*) – di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.

A tale fine è stato istituito l'albo delle persone fisiche consulenti finanziari, alla cui tenuta provvede un organismo 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. I membri dell'organismo sono individuati tra persone di comprovate professionalità e competenza in materie finanziarie, giuridiche ed economiche.

I requisiti di professionalità per l'iscrizione nell'albo devono essere accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi, che tengano conto della pregressa esperienza professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative.

Ancora, l'art. 18-*ter* TUF stabilisce che – a decorrere dal 1° ottobre 2009 –

la riserva di attività di cui sopra (relativa ai servizi e alle attività di investimento) non pregiudica la possibilità per le società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza 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. A tale fine, il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, può prevedere il possesso, da parte degli esponenti aziendali, dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza. A tale proposito, nell'albo sopra citato, è istituita una sezione dedicata alle società di consulenza finanziaria.

2.4. La classificazione della clientela e i doveri di comportamento dell'intermediario

2.4.1. La classificazione della clientela

L'art. 26, comma 1, del regolamento intermediari, definisce il cliente come la persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori, operando una distinzione fra cliente professionale – per tale intendendosi il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all'allegato n. 3 al regolamento medesimo (v. *infra*) e il cliente professionale pubblico (individuati con regolamento dal Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob) – e cliente al dettaglio – e, cioè, il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata –.

L'allegato n. 3 al regolamento intermediari chiarisce che il cliente professionale (privato) è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per assumere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume.

La categoria dei clienti professionali è composta dai soggetti individuati espressamente dal legislatore (c.d. "*clienti professionali di diritto*") e dai soggetti che richiedono di essere considerati clienti professionali, in relazione ai quali l'intermediario è tenuto ad effettuare una valutazione di carattere sostanziale delle caratteristiche del cliente e della sua idoneità ad essere classificato tra i clienti professionali (c.d. "*clienti professionali su richiesta*").

In particolare, sono considerati clienti professionali di diritto per tutti i servizi e gli strumenti di investimento – anzitutto – i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: – le banche; – le imprese di investimento; – gli altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; – le imprese di assicurazione; – gli or-

ganismi di investimento collettivo e le società di gestione di tali organismi; – i fondi pensione e le società di gestione di tali fondi; – i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; – i soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*); – gli altri investitori istituzionali; – gli agenti di cambio.

Sono – inoltre – considerati clienti professionali le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: *i*) totale di bilancio: 20.000.000 Euro; *ii*) fatturato netto: 40.000.000 Euro; *iii*) fondi propri: 2.000.000 Euro. In tale caso, l'intermediario – prima di qualunque prestazione di servizi – deve informare il cliente che – sulla base delle informazioni di cui dispone – esso viene considerato di diritto un cliente professionale e verrà trattata come tale a meno che l'intermediario e il cliente convengano diversamente. L'intermediario deve inoltre informare il cliente del fatto che può richiedere una modifica dei termini dell'accordo per ottenere un maggior livello di protezione.

Sono – infine – considerati clienti professionali gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

I clienti professionali possono, comunque, richiedere al prestatore del servizio un trattamento quale cliente al dettaglio e gli intermediari possono convenire di fornire loro un livello più elevato di protezione: dunque, spetta al cliente considerato professionale di diritto chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. A tal fine, i clienti considerati professionali di diritto devono concludere un accordo scritto con il prestatore del servizio che stabilisca i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica il trattamento quale cliente al dettaglio.

Come si è detto, oltre ai clienti professionali di diritto vi sono i clienti professionali su richiesta. In particolare, gli intermediari possono trattare i clienti diversi da quelli sopra elencati – che ne facciano espressa richiesta – come clienti professionali, purché siano rispettati i criteri e le procedure menzionati di seguito; non è comunque consentito presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle dei clienti professionali.

La disapplicazione di regole di condotta (su cui v. *infra*) previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'espe-

rienza e delle conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere – tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti – che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. Nel corso della predetta valutazione, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti: *i*) il cliente deve avere effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione, con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; *ii*) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 Euro; *iii*) il cliente deve lavorare o aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. In caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima.

L'allegato n. 3 del regolamento intermediari prevede un'apposita procedura per l'attribuzione della qualità di clienti professionali su richiesta. In particolare, i clienti possono rinunciare alle protezioni previste dalle norme di comportamento solo una volta espletata la procedura seguente: *i*) i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento o tipo di operazione o di prodotto; *ii*) l'intermediario deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere; *iii*) i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni. Inoltre, prima di decidere di accettare richieste di rinuncia a protezione, devono essere adottate tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi i requisiti di cui sopra. Ciò nonostante, spetta ai clienti professionali informare il prestatore del servizio di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare la loro attuale classificazione; e, se l'intermediario constata che il cliente non soddisfa più le condizioni necessarie per ottenere il trattamento riservato ai clienti professionali, deve adottare provvedimenti appropriati.

Infine, a norma dell'art. 6 TUF, per controparti qualificate si intendono: 1) le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli Oicr, i gestori, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106 e 113 TUB, le società di cui all'art. 18 TUB, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche

centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; 2) le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; 3) le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purché esse siano garantite da membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati; 4) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione; 5) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea.

Gli intermediari possono, su loro iniziativa o su richiesta del cliente trattare come cliente professionale o cliente al dettaglio un cliente che potrebbe essere altrimenti classificato come controparte qualificata.

Per garantire un adeguato livello di conoscibilità, l'art. 35 del regolamento intermediari stabilisce che gli intermediari devono comunicare – su supporto duraturo – ai clienti la loro nuova classificazione in qualità di cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata; devono, inoltre, informare i clienti – sempre su supporto duraturo – circa l'eventuale diritto a richiedere una diversa classificazione e circa gli eventuali limiti che ne deriverebbero sotto il profilo della tutela del cliente. Quando è prescritto che le informazioni siano fornite su un supporto duraturo, gli intermediari: *i*) devono utilizzare un supporto cartaceo; *ii*) devono utilizzare un supporto duraturo non cartaceo, a condizione che tale modalità risulti appropriata per il contesto in cui si svolge o si svolgerà il rapporto tra l'intermediario e il cliente, e il cliente o potenziale cliente sia stato avvertito della possibilità di scegliere tra supporto duraturo cartaceo o non cartaceo, ed abbia scelto espressamente quest'ultimo.

2.4.2. I doveri di comportamento

2.4.2.1. Principi generali

L'art. 21 TUF, prevede che – nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori – i soggetti abilitati devono: *i*) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (c.d. “*obblighi generali di correttezza e diligenza*”); *ii*) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati (c.d. “*obblighi informativi*”); *iii*) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti (c.d. “*obblighi informativi*”); *iv*) disporre di risorse e procedure, anche

di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività (c.d. “*obblighi organizzativi*”). Lo stesso articolo stabilisce, inoltre, che – nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori – le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 TUB, le banche italiane e quelle extracomunitarie (c.d. “*disciplina dei conflitti di interesse*”): *a*) devono adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; *b*) devono informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lett. *a*) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato (c.d. “*disclosure*”); *c*) devono svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati. Ciò, fermo restando che – nello svolgimento dei servizi – le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono – previo consenso scritto – agire in nome proprio e per conto del cliente.

2.4.2.2. I contratti

L'art. 23 TUF prevede che i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento – escluso il servizio di consulenza in materia di investimenti e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori – devono essere redatti per iscritto e un esemplare deve essere consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che – per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti – particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo. Inoltre, è nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico; in tali casi nulla è dovuto, fermo restando che la nullità può essere fatta valere solo dal cliente. Infine, quanto al regime di responsabilità, si prevede che – nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori – spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

In attuazione di tale disposto, l'art. 37 del regolamento intermediari stabilisce che gli intermediari devono fornire ai clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di

un apposito contratto scritto; inoltre, una copia di tale contratto deve essere consegnata al cliente. In particolare, il contratto: *a*) deve specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate; *b*) deve stabilire il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso; *c*) deve indicare le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni; *d*) deve prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta; *e*) deve indicare e disciplinare, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni (aperte) scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente; *f*) deve indicare le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti; *g*) deve indicare se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti; *h*) deve indicare le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio; *i*) deve indicare le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'art. 32-ter TUF. Le medesime disposizioni si applicano al servizio accessorio di concessione di finanziamenti agli investitori.

In aggiunta a quanto stabilito dall'art. 37, il contratto con i clienti al dettaglio relativo alla gestione di portafogli (su cui v. *infra*): *i*) deve indicare i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti; *ii*) deve indicare gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità; *iii*) deve indicare se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da effetto leva; *iv*) deve fornire la descrizione del parametro di riferimento, ove significativo, al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente; *v*) deve indicare se l'intermediario delega a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando i dettagli della delega; *vi*) deve indicare il metodo e la frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente.

Infine, il contratto deve specificare la possibilità per l'intermediario di investire in strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato

regolamentato, in derivati o in strumenti illiquidi o altamente volatili; ovvero di procedere a vendite allo scoperto, acquisti tramite somme di denaro prese a prestito, operazioni di finanziamento tramite titoli o qualsiasi operazione che implichi pagamenti di margini, deposito di garanzie o rischio di cambio.

2.4.2.3. La disciplina delle informazioni fornite alla clientela

L'art. 27 del regolamento intermediari stabilisce che tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti; in particolare, le comunicazioni pubblicitarie e promozionali devono essere chiaramente identificabili come tali.

Più in dettaglio, gli intermediari devono fornire ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono: *a)* all'impresa di investimento e ai relativi servizi; *b)* agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento; *c)* alle sedi di esecuzione; *d)* ai costi e oneri connessi.

Il successivo art. 31 prevede che gli intermediari debbano fornire ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale. La descrizione deve illustrare le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate. Inoltre, la descrizione dei rischi deve includere, ove pertinente per il tipo specifico di strumento e lo *status* e il livello di conoscenza del cliente, i seguenti elementi: *i)* i rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento; *ii)* la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidabilità dei medesimi; *iii)* il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti; *iv)* eventuali requisiti di margine od obbligazioni analoghe applicabili a tali strumenti.

In aggiunta, l'intermediario – quando è probabile che i rischi connessi con uno strumento finanziario o con un'operazione finanziaria che combinano tra loro due o più strumenti o servizi finanziari diversi siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti – deve fornire una descrizione adeguata delle singole componenti (di strumenti e servizi finanziari diversi) e del modo in cui la loro interazione accresce i rischi; e, nel caso di strumenti finanziari che incorporano una garanzia di un terzo, le informazioni relative a tale garanzia devono includere dettagli sufficienti sul garante e sulla garanzia, affinché il cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio possa compiere una valutazione corretta della garanzia.

A norma del successivo art. 32, gli intermediari devono fornire ai clienti al dettaglio e potenziali clienti al dettaglio informazioni sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi, comprendenti – ove significativi – i seguenti elementi: *a)* il corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio, comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le imposte che verranno pagate tramite l'intermediario o – se non può essere indicato un corrispettivo esatto – la base per il calcolo dello stesso cosicché il cliente possa verificarlo; *b)* quando una parte qualsiasi del corrispettivo totale di cui alla lett. *a)* deve essere pagata o è espressa in valuta estera, l'indicazione di tale valuta, nonché dei tassi e delle spese di cambio applicabili; *c)* l'indicazione della possibilità che emergano altri costi per il cliente, comprese eventuali imposte, in relazione alle operazioni connesse allo strumento finanziario o al servizio di investimento, che non sono pagati tramite l'intermediario o imposti da esso; *d)* le modalità per il pagamento. Ai fini della lett. *a)*, le commissioni applicate dall'intermediario vengono in ogni caso indicate separatamente.

2.4.2.4. Le informazioni fornite dal cliente

Gli artt. 41 ss. del regolamento intermediari disciplina il c.d. “*test di appropriatezza*”. In particolare, gli intermediari – quando prestano servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli – devono richiedere al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alla sua conoscenza e esperienza nel settore d'investimento, rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto. In tale prospettiva, gli intermediari – al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente – nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio devono ottenere – dal cliente o potenziale cliente – le informazioni necessarie in merito: *a)* alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante

per il tipo di strumento o di servizio; *b*) alla situazione finanziaria; *c*) agli obiettivi di investimento. Inoltre, le informazioni di cui alla lett. *a*) – nella misura in cui siano appropriati tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura e dell'importanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, nonché della complessità e dei rischi di tale servizio, prodotto od operazione – devono includere: *i*) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; *ii*) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; *iii*) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente. Inoltre, le informazioni di cui alla lett. *b*) del comma 1, devono contenere – ove pertinenti – dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari. Infine, le informazioni di cui al comma 1, lett. *c*), devono includere dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove pertinenti.

Sulla base delle informazioni acquisite, gli intermediari – nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli – devono verificare 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. Ciò nonostante, gli intermediari possono presumere che un cliente professionale abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi ai servizi di investimento o alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali il cliente è classificato come professionale. In ogni caso, qualora gli intermediari ritengano che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente o potenziale cliente, devono avvertirlo di tale situazione; l'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

Qualora il cliente o potenziale cliente scelga di non fornire le informazioni richieste, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, gli intermediari devono avvertire il cliente o potenziale cliente che tale decisione impedirà loro di determinare se il servizio o lo strumento sia per lui appropriato; l'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

Gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti, a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete.

Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni sopra menzionate devono astenersi dal prestare i menzionati servizi; in ogni caso, gli

intermediari non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste.

L'art. 40 del regolamento intermediari disciplina il c.d. “*test di adeguatezza*”. In particolare, sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari devono valutare che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: *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 o alla gestione del suo portafoglio. Occorre, peraltro, tenere presente 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.

In tale contesto, gli intermediari – in caso di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale considerato tale di diritto – possono presumere, ai fini della lett. *b)*, che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento; inoltre, gli intermediari – quando forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli ad un cliente professionale – possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze ai fini della lett. *c)*.

2.4.2.5. Le semplificazioni

L'art. 43 del regolamento intermediari prevede una semplificazione (c.d. “*execution only*”, in contrapposizione alla *best execution* di cui si dirà più avanti), stabilendo che gli intermediari possano prestare i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini, senza che sia necessario ottenere le informazioni o procedere alla valutazione della clientela, quando sono soddisfatte tutte le condizioni di seguito elencate: *a)* i suddetti servizi sono connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un Paese terzo, a strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato), Oicr armonizzati ed altri strumenti finanziari non complessi; *b)* il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente; *c)* il cliente o potenziale cliente è

stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato; *d*) l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitti di interesse.

2.5. L'esecuzione degli ordini per conto dei clienti

Gli artt. 45 ss. del regolamento intermediari disciplinano l'esecuzione degli ordini per conto dei clienti, secondo il principio della c.d. “*best execution*”. In tale prospettiva, gli intermediari – allorché eseguono ordini – devono adottare tutte le misure ragionevoli e devono mettere in atto meccanismi efficaci, per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Per stabilire l'importanza relativa dei fattori testé menzionati, gli intermediari devono tenere conto dei seguenti criteri: *i*) caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale; *ii*) caratteristiche dell'ordine del cliente; *iii*) caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine; *iv*) caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto.

Nel rispetto di quanto sopra esposto, gli intermediari devono adottare una strategia di esecuzione degli ordini finalizzata: *a*) ad individuare, per ciascuna categoria di strumenti, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente; *b*) ad orientare la scelta della sede di esecuzione fra quelle individuate ai sensi della lett. *a*). Inoltre, gli intermediari devono evitare di strutturare o applicare le commissioni secondo modalità che comportano una discriminazione indebita tra una sede di esecuzione e l'altra.

Quando gli intermediari eseguono ordini per conto di un cliente al dettaglio, la selezione di cui alla precedente lett. *a*), deve essere condotta in ragione del corrispettivo totale, costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione. I costi includono tutte le spese sostenute dal cliente e direttamente collegate all'esecuzione dell'ordine, comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione nonché il regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione dell'ordine. Fattori diversi dal corrispettivo totale possono ricevere precedenza rispetto alla considerazione immediata del prezzo e del costo, soltanto a condizione che essi siano strumentali a fornire il miglior risultato possibile in ter-

mini di corrispettivo totale per il cliente al dettaglio. Inoltre, la scelta di cui alla precedente lett. *b*), è condotta sulla base del corrispettivo totale. A tal fine, sono considerate anche le commissioni proprie e i costi dell'impresa per l'esecuzione dell'ordine in ciascuna delle sedi di esecuzione ammissibili.

In ogni caso, qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, l'intermediario deve eseguire l'ordine attenendosi, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute, a tali istruzioni.

Al fine di garantire le condizioni di trasparenza, gli intermediari devono: *i*) fornire informazioni appropriate ai propri clienti circa la strategia di esecuzione degli ordini adottata; *ii*) specificare ai clienti se la strategia prevede che gli ordini possano essere eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; *iii*) ottenere il consenso preliminare del cliente sulla strategia di esecuzione degli ordini; *iv*) ottenere il consenso preliminare esplicito del cliente prima di procedere all'esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Tale consenso può essere espresso in via generale o in relazione alle singole operazioni.

In aggiunta, gli intermediari devono fornire ai clienti al dettaglio, in tempo utile prima della prestazione del servizio, le seguenti informazioni sulla loro strategia di esecuzione: *a*) l'indicazione dell'importanza relativa assegnata ai diversi fattori o della procedura con la quale viene determinata l'importanza relativa di tali fattori; *b*) l'elenco delle sedi di esecuzione sulle quali l'intermediario fa notevole affidamento per adempiere al proprio obbligo di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere in modo duraturo il migliore risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti; *c*) un avviso chiaro ed evidente che eventuali istruzioni specifiche del cliente possono pregiudicare le misure previste nella strategia di esecuzione limitatamente agli elementi oggetto di tali istruzioni. Tali informazioni devono essere fornite su supporto duraturo o tramite un sito *Internet*.

In aggiunta, gli intermediari devono essere in grado di dimostrare ai loro clienti, su richiesta, che hanno eseguito gli ordini in conformità della strategia di esecuzione, e devono comunicare ai clienti qualsiasi modifica rilevante apportata alla strategia di esecuzione adottata. Inoltre, devono controllare l'efficacia delle loro misure di esecuzione degli ordini e della loro strategia di esecuzione in modo da identificare e, se del caso, correggere eventuali carenze. Infine, devono riesaminare le misure e la strategia di esecuzione con periodicità almeno annuale, ed anche al verificarsi di circostanze rilevanti, tali da influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti utilizzando le sedi incluse nella strategia di esecuzione.

2.6. La gestione degli ordini dei clienti

Gli artt. 49 ss. del regolamento intermediari disciplinano la gestione degli ordini dei clienti. In particolare, si prevede che gli intermediari che trattano ordini per conto dei clienti debbano applicare misure che assicurino una trattazione rapida, corretta ed efficiente di tali ordini rispetto ad altri ordini di clienti e agli interessi di negoziazione dello stesso intermediario. In caso di ordini di clienti con limite di prezzo – relative ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato – che non siano eseguiti immediatamente alle condizioni prevalenti del mercato, gli intermediari autorizzati all'esecuzione degli ordini per conto dei clienti devono adottare misure volte a facilitare l'esecuzione più rapida possibile di tali ordini, pubblicandoli immediatamente in un modo facilmente accessibile agli altri partecipanti al mercato, a meno che il cliente fornisca esplicitamente istruzioni diverse. A tal fine gli intermediari possono trasmettere gli ordini del cliente con limite di prezzo a un mercato regolamentato e/o a un sistema multilaterale di negoziazione.

In tale contesto, gli intermediari devono adempiere alle seguenti condizioni quando trattano gli ordini dei clienti: *a)* assicurare che gli ordini eseguiti per conto dei clienti siano prontamente ed accuratamente registrati ed assegnati; *b)* trattare gli ordini equivalenti dei clienti in successione e con prontezza, a meno che le caratteristiche dell'ordine o le condizioni di mercato prevalenti lo rendano impossibile o gli interessi dei clienti richiedano di procedere diversamente; *c)* informare il cliente al dettaglio circa eventuali difficoltà rilevanti che potrebbero influire sulla corretta esecuzione degli ordini, non appena vengono a conoscenza di tali difficoltà.

Se l'intermediario ha la responsabilità di controllare o disporre il regolamento di un ordine eseguito, deve – inoltre – adottare tutte le misure ragionevoli per assicurare che gli strumenti finanziari o le somme di denaro, di pertinenza dei clienti, ricevuti a regolamento dell'ordine eseguito siano prontamente e correttamente trasferiti sul conto del cliente.

Gli intermediari non possono fare un uso scorretto delle informazioni relative a ordini in attesa di esecuzione e devono adottare tutte le misure ragionevoli per impedire l'uso scorretto di tali informazioni da parte di uno qualsiasi dei loro soggetti rilevanti e, cioè, da: *i)* componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario; *ii)* dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario; *iii)* persone fisiche che partecipino diret-

tamente alla prestazione di servizi all'intermediario, sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario.

Gli artt. 50 ss. del regolamento intermediari disciplinano le ipotesi di aggregazione e assegnazione degli ordini. In particolare, si prevede che gli intermediari possano trattare l'ordine di un cliente o un'operazione per conto proprio in aggregazione con l'ordine di un altro cliente solo quando le condizioni seguenti sono soddisfatte: *a)* deve essere improbabile che l'aggregazione degli ordini e delle operazioni vada a discapito di uno qualsiasi dei clienti i cui ordini vengono aggregati; *b)* ciascun cliente per il cui ordine è prevista l'aggregazione deve essere informato che l'effetto dell'aggregazione potrebbe andare a suo discapito in relazione ad un particolare ordine; *c)* deve essere stabilita e applicata con efficacia una strategia di assegnazione degli ordini che preveda in termini sufficientemente precisi una ripartizione corretta degli ordini aggregati e delle operazioni. La strategia deve disciplinare il modo in cui il volume e il prezzo degli ordini determinano le assegnazioni e il trattamento delle esecuzioni parziali.

Per quanto riguarda l'esecuzione parziale di ordini aggregati di clienti, gli intermediari devono ripartire le relative operazioni conformemente con la propria strategia di assegnazione degli ordini.

In ogni caso, gli intermediari che hanno aggregato operazioni per conto proprio con uno o più ordini di clienti non possono assegnare le relative operazioni in un modo che sia dannoso per un cliente; e, per l'esecuzione parziale di ordini aggregati di clienti con operazioni per conto proprio, gli intermediari devono assegnare le operazioni eseguite al cliente prima che all'intermediario. Tuttavia, le operazioni eseguite possono essere proporzionalmente assegnate anche all'intermediario se, conformemente alla strategia di assegnazione degli ordini, senza l'aggregazione non sarebbe stato possibile eseguire l'ordine a condizioni altrettanto vantaggiose o non sarebbe stato possibile eseguirlo affatto.

Gli intermediari, nel quadro della strategia di assegnazione degli ordini, devono comunque adottare misure volte ad impedire una riassegnazione delle operazioni per conto proprio eseguite in combinazione con ordini di clienti secondo modalità svantaggiose per il cliente.

2.7. La rendicontazione

Relativamente ai doveri informativi che gravano sull'intermediario in costanza di rapporto, pare opportuno segnalare che, con riferimento al contenuto delle operazioni finanziarie poste in essere, è previsto l'obbligo di rendicontazione periodica, ai clienti al dettaglio e non, dell'attività svolta, *ex artt.* 54, 55

e 56 del regolamento intermediari, secondo la cadenza pattuita (art. 37, comma 2, lett. d).

Più in particolare, nella prestazione dei servizi di esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini, nonché collocamento, ivi inclusa l'offerta fuori sede: a) gli intermediari devono fornire prontamente al cliente, su supporto duraturo, le informazioni essenziali riguardanti l'esecuzione dell'ordine; b) nel caso di un cliente al dettaglio, gli intermediari devono inviare al cliente un avviso su supporto duraturo che confermi l'esecuzione dell'ordine quanto prima e al più tardi il primo giorno lavorativo successivo all'esecuzione o, se l'impresa di investimento riceve la conferma da un terzo, al più tardi il primo giorno lavorativo successivo alla ricezione della conferma dal terzo medesimo. In aggiunta a quanto sopra previsto, gli intermediari devono fornire al cliente – su sua richiesta – informazioni circa lo stato del suo ordine.

L'avviso di cui alla lett. b) deve contenere le informazioni di seguito elencate, se pertinenti: 1) l'identificativo dell'intermediario che compie la comunicazione; 2) il nome o altro elemento di designazione del cliente; 3) il giorno di esecuzione; 4) l'orario di esecuzione; 5) la tipologia dell'ordine (ordine con limite di prezzo, ordine al prezzo di mercato o altro tipo specifico di ordine); 6) l'identificativo della sede di esecuzione; 7) l'identificativo dello strumento; 8) l'indicatore acquisto/vendita; 9) la natura dell'ordine, in caso non si tratti di acquisto/vendita; 10) il quantitativo; 11) il prezzo unitario (quando l'ordine è eseguito in *tranche*, l'intermediario può fornire al cliente informazioni in merito al prezzo di ciascuna *tranche* o al prezzo medio; qualora venga fornito il prezzo medio, l'intermediario deve informare il cliente al dettaglio, su sua richiesta, in merito al prezzo di ciascuna *tranche*); 12) il corrispettivo totale; 13) la somma totale delle commissioni e delle spese applicate e, qualora il cliente al dettaglio lo richieda, la scomposizione di tali commissioni e spese in singole voci; 14) le responsabilità del cliente in relazione al regolamento dell'operazione, compreso il termine per il pagamento o la consegna nonché i dettagli del conto rilevanti, qualora tali responsabilità e dettagli non siano stati notificati in precedenza al cliente; 15) se la controparte del cliente è lo stesso intermediario o un'altra impresa del suo gruppo o un altro cliente dell'intermediario, a meno che l'ordine non sia stato eseguito tramite un sistema che realizza una negoziazione anonima.

Per un'esigenza di maggiore tutela, i rendiconti periodici forniti ai clienti al dettaglio devono includere le informazioni di seguito elencate, ove pertinenti: i) il nome dell'intermediario; ii) il nome o altro elemento di designazione del conto del cliente al dettaglio; iii) il resoconto del contenuto e della valutazione del portafoglio, compresi i dettagli relativi a ciascuno strumento finanziario

detenuto, il suo valore di mercato o il suo valore equo (*fair value*) se il valore di mercato è indisponibile, il saldo contante all'inizio e alla fine del periodo oggetto del rendiconto e il rendimento del portafoglio durante il periodo oggetto del rendiconto; *iv*) l'importo totale delle competenze e degli oneri applicati durante il periodo oggetto del rendiconto, con indicazione delle singole voci quanto meno per ciò che riguarda le competenze di gestione totali e i costi totali connessi all'esecuzione, compresa, ove pertinente, la dichiarazione che su richiesta verrà fornita una scomposizione in voci più dettagliata; *v*) un raffronto del rendimento durante il periodo oggetto del rendiconto con il parametro di riferimento eventualmente convenuto tra l'intermediario e il cliente; *vi*) l'importo totale dei dividendi, degli interessi e degli altri pagamenti ricevuti durante il periodo oggetto del rendiconto in relazione al portafoglio del cliente; *vii*) informazioni circa altri eventi societari che conferiscano diritti in relazione a strumenti finanziari detenuti nel portafoglio; *viii*) per ciascuna operazione eseguita durante il periodo, le informazioni di cui ai precedenti nn. 3-12, ove pertinenti, a meno che il cliente non scelga di ricevere le informazioni volta per volta sulle operazioni eseguite.

Sempre nel caso di clienti al dettaglio, i rendiconti periodici devono essere forniti a cadenza semestrale, salvo nei seguenti casi: *a*) se il cliente lo richiede, il rendiconto periodico deve essere fornito ogni tre mesi; *b*) nel caso di ordini per un cliente al dettaglio relativi a quote o azioni di Oicr che vengono eseguiti periodicamente, il rendiconto periodico deve essere comunque fornito almeno ogni 12 mesi; *c*) quando il contratto tra l'intermediario e il cliente al dettaglio autorizza un portafoglio caratterizzato da effetto leva, il rendiconto periodico deve essere fornito almeno una volta al mese.

Gli intermediari devono informare i clienti al dettaglio che essi hanno il diritto di presentare richieste ai fini dell'applicazione di quanto previsto dalla precedente lett. *a*); inoltre, qualora il cliente scelga di ricevere le informazioni volta per volta sulle operazioni eseguite, gli intermediari devono fornire prontamente a tale cliente, all'atto dell'esecuzione di un'operazione, le informazioni essenziali su supporto duraturo. In tale ultimo caso, qualora il cliente interessato sia un cliente al dettaglio, l'intermediario deve inviare una comunicazione di conferma dell'operazione, contenente le informazioni di cui ai precedenti nn. 1-15, al più tardi il primo giorno lavorativo successivo all'esecuzione o, se l'intermediario riceve la conferma da un terzo, al più tardi il primo giorno lavorativo successivo alla ricezione di tale conferma; ciò, salvo nell'ipotesi in cui la conferma conterrebbe le stesse informazioni di un'altra conferma che deve essere prontamente inviata al cliente al dettaglio da un altro soggetto.

Gli intermediari che svolgono il servizio di gestione di portafogli per clienti al dettaglio o amministrano conti di clienti al dettaglio che includono una posizione aperta scoperta su operazioni con passività potenziali, devono comunicare al cliente eventuali perdite che superino una soglia predeterminata convenuta tra l'intermediario e il cliente non più tardi della fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata, o, qualora tale soglia venga superata in un giorno non lavorativo, della fine del giorno lavorativo successivo.

Gli intermediari che detengono strumenti finanziari o disponibilità liquide di clienti devono inviare, quanto meno una volta all'anno, a ciascun cliente un rendiconto di tali strumenti finanziari o disponibilità liquide, su supporto duraturo. Tale rendiconto deve includere le informazioni seguenti: *a)* i dettagli di tutti gli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide detenuti dall'impresa di investimento per il cliente alla fine del periodo oggetto del rendiconto; *b)* in che misura eventuali strumenti finanziari o disponibilità liquide della clientela sono stati oggetto di operazioni di finanziamento tramite titoli; *c)* l'entità di eventuali benefici maturati dal cliente in virtù della partecipazione ad operazioni di finanziamento tramite titoli e la base sulla quale tali benefici sono maturati. Nei casi di operazioni non regolate, le informazioni di cui alla lett. *a)* possono essere basate o sulla data di negoziazione o sulla data di regolamento, purché la stessa base sia applicata a tutte le informazioni di questo tipo contenute nel rendiconto. Gli intermediari che detengono strumenti finanziari o disponibilità liquide del cliente e prestano al cliente il servizio di gestione di portafogli possono includere tali informazioni nel rendiconto periodico di gestione.

Per esigenze di tracciabilità, gli intermediari devono registrare su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dai clienti e devono mantenere evidenza degli ordini inoltrati elettronicamente dai clienti.

Ai sensi dell'art. 37, comma 2, lett. *e)*, del citato regolamento, il contratto indica e disciplina – altresì –, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente.

In ordine alle informazioni concernenti la natura ed i rischi degli investimenti effettuati, l'art. 34, comma 6, del citato regolamento, prevede che l'intermediario debba notificare – in tempo utile – al cliente qualsiasi modifica rilevante di quelle fornite inizialmente. La tempestività è rispettata se il dato variato è trasmesso in modo che l'investitore possa efficacemente e, ancora,

tempestivamente assumere le conseguenti decisioni in modo consapevole (di riallocazione dei capitali, di abbandono di determinati servizi ecc.)¹.

L'art. 75 del citato regolamento intermediari, in punto di rendicontazione periodica, è stato abrogato con delibera del 9 maggio 2012, n. 18210. Permane un obbligo di immediata comunicazione ai sensi dell'art. 55, quando le perdite superino la soglia convenuta negozialmente per il solo servizio di gestione del portafoglio, giustificato da un maggiore affidamento del cliente nell'intermediario e nel rischio di comportamenti opportunistici da parte di quest'ultimo.

Alla luce di quanto sopra, la giurisprudenza e la dottrina maggioritaria hanno escluso che, in assenza di un rapporto di gestione di portafoglio o di un investimento in derivati con finalità di copertura, gravi sull'intermediario un obbligo legale di monitorare l'andamento dei titoli e l'informazione *in executivis*². A titolo di esempio, la Suprema Corte, con sentenza 30 gennaio 2013, n. 2185, ha precisato che non possono configurarsi obblighi di informazione successivi alla concreta erogazione del servizio e relativi, quindi, all'investimento effettuato, quando non sia previsto dal contratto un servizio di gestione di portafoglio o un servizio di consulenza.

Al proposito, la giurisprudenza di merito ha – altresì – precisato che in mancanza di tali previsioni contrattuali, non sussiste alcun obbligo informativo gravante sull'intermediario successivo all'acquisto dei titoli da parte del cliente, dovendo quest'ultimo essere adeguatamente informato esclusivamente allorché autonomamente decida di porre in essere un'operazione di disinvestimento (consulenza c.d. "incidentale"). Una diversa interpretazione finirebbe con il porre a carico dell'intermediario un obbligo informativo particolarmente ampio e gravoso e dai confini oggettivamente incerti³.

2.8. La tutela dell'investitore

2.8.1. Le regole di condotta dell'intermediario

Nella determinazione dei doveri gravanti sull'intermediario finanziario nei confronti dell'investitore, legislatore e giurisprudenza sembrano seguire strade diverse, sia pure tra loro complementari.

¹ E. GABRIELLI-R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

² In giurisprudenza, *ex multis*, Cass. 3 ottobre 2017, n. 18107; App. Trieste 11 maggio 2012; App. Torino 27 dicembre 2010; Trib. Bologna 5 febbraio 2008; Trib. Milano 2007. In dottrina, G. GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.

³ Trib. Roma 24 ottobre 2017, n. 18309; Trib. Roma 4 ottobre 2017, n. 18121.

Il legislatore, infatti, ha seguito la strada della analitica e minuziosa descrizione degli obblighi precontrattuali e contrattuali che l'intermediario è tenuto ad adempiere.

La giurisprudenza, all'opposto, non ha mai proceduto alla specifica individuazione di tali obblighi, ma ha preferito fare leva sui generali concetti di correttezza (di cui all'art. 1175 c.c.) e diligenza (di cui all'art. 1176, comma 2, cc.). Così, secondo la regola generale che ne è derivata, l'intermediario è tenuto al rispetto assoluto di tali precetti e solo il giudice di merito ha il compito di stabilire se nei casi specifici siano stati violati.

Le prescrizioni contenute nel TUF in tema di condotta dell'intermediario hanno assunto un ruolo rilevante ma non decisivo per affermare la sussistenza della responsabilità dell'intermediario. Il loro rispetto da parte di quest'ultimo, infatti, potrà ritenersi non sufficiente per escluderne la colpa, là dove comunque gli sia imputabile una generica violazione dei suddetti doveri di diligenza e correttezza.

Dalla prospettiva della tutela, l'utilizzo della correttezza e della buona fede, quali clausole generali di comportamento, si rivelano opportune per permettere un'interpretazione uniforme dei doveri in capo all'intermediario senza standardizzazioni che non possono avere efficacia duratura nel settore dei contratti finanziari. Dalla direttiva MiFID e dai testi normativi che le hanno dato attuazione, la dottrina ha tratto la sussistenza delle quattro regole principali di condotta a carico dell'intermediario:

- la *know your customer rule*, la quale esige un flusso di informazioni inverso dal cliente all'intermediario, affinché quest'ultimo possa conoscere la situazione patrimoniale del risparmiatore e la sua propensione al rischio, scegliendo di conseguenza il prodotto più adeguato;
- la *suitability rule*, in virtù della quale l'intermediario ha l'obbligo di accertare se il prodotto finanziario richiestogli dal cliente o a questo proposto, sia effettivamente conveniente rispetto alla sua situazione patrimoniale;
- la *best execution rule*, in virtù della quale l'intermediario è tenuto ad attivarsi per fornire al cliente il miglior prodotto finanziario possibile;
- la *antichurning rule*, in virtù della quale l'intermediario deve astenersi dal compiere operazioni per conto del cliente che, se pur legittime individualmente considerate, eseguite in modo seriale e ripetitivo finiscono per esporre il risparmiatore a particolari rischi.

2.8.2. Le fattispecie di responsabilità

Pur tenendo conto dell'estensione delle forme di responsabilità dell'intermediario e dei suoi preposti, quelle derivanti dal mancato adempimento degli obblighi di informazione possono essere elencati come segue:

- violazioni dell'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo da parte dell'intermediario finanziario;
- violazione degli obblighi informativi nei confronti dei clienti;
- situazioni di conflitto di interessi dell'intermediario nelle negoziazioni dei titoli.

Relativamente alla seconda fattispecie, l'art. 21 TUF, modificato dall'art. 4 d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, prescrive che «*nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti*».

Le regole contenute nel citato articolo hanno portata generale e rappresentano lo *standard* di comportamento e di organizzazione che gli intermediari devono osservare in tutte le manifestazioni dell'attività di impresa. In particolare, gli oneri di informazione attribuiti all'impresa di investimento non si esauriscono nella fase precontrattuale ma proseguono anche con riguardo alla durata del peculiare rapporto che si instaura fra intermediari e clienti. Ciò nell'intento di accrescere il grado di consapevolezza di quest'ultimo e, dunque, al fine di procedere ad una ponderata valutazione degli impegni derivanti dall'eventuale stipula del contratto e percepire appieno la portata dei più significativi diritti ed oneri previsti dal contratto stesso⁴.

Preliminarmente, prima che il cliente emetta l'ordine, la banca deve assumere dal cliente (c.d. "*obbligo di informazione passiva*": *know your customer*) informazioni dettagliate e precise circa la sua esperienza, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, la sua propensione al rischio.

Dopo che il cliente si è determinato e ha dato l'ordine di acquisto, sorgono a carico della banca precisi obblighi informativi (c.d. "*obbligo di informazione attiva*": *suitability rule*) dovuti verso il cliente; in particolare, al momento della ricezione dell'ordine, la banca:

⁴F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010.

- comunica al cliente il prezzo al quale è disposto ad acquistare o vendere ed esegue l'operazione contestualmente all'assenso dell'investitore;
- segnala il conflitto di interesse rispetto a specifici titoli ordinati dal cliente;
- informa il cliente circa la natura, i rischi (comunicando anche il *rating* del titolo) e le implicazioni della specifica operazione di acquisto o del servizio richiesto;
- segnala al cliente le inopportunità di effettuare le operazioni ordinate quando non adeguate, nel qual caso potrà dare corso all'operazione solo previo assenso scritto del cliente.

Il regolamento Consob n. 16190/2007 delinea la qualità dell'informazione (che deve essere, ai sensi dell'art. 27, comma 1, corretta, chiara e non fuorviante) e la funzione che essa è chiamata ad assolvere (*i.e.* mettere in condizione il cliente di prendere decisioni consapevoli), secondo una prospettiva individuale⁵. Al contempo, nel definire il contenuto e le modalità della concreta erogazione dei dati, si consente che questi vengano forniti in un formato standardizzato *ex art.* 27, comma 2.

Ciò detto, in materia di attività e di servizi offerti alla clientela al dettaglio, l'art. 39 del citato regolamento individua le informazioni che gli intermediari, per adempire all'obbligo di valutazione dell'adeguatezza, devono acquisire dai clienti, stabilendo che esse consistono in:

- conoscenza ed esperienza del settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio;
- situazione finanziari dell'investitore;
- obiettivi di investimento.

Sulla base delle informazioni così ricevute dal cliente – necessariamente prima della prestazione dei servizi o del compimento dell'operazione – gli intermediari verificano che la specifica operazione consigliata o realizzata:

- corrisponda agli obiettivi di investimento;
- 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;
- sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio (art. 40)⁶.

⁵ In tal senso, A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, Torino, 2006.

⁶ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014.

La giurisprudenza di legittimità ha chiarito che, in tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all'investitore un'informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente. A fronte di un'operazione non adeguata, può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall'investitore in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute⁷.

Dello stesso avviso i giudici di merito per i quali la sottoscrizione da parte dei clienti di una banca del modulo d'ordine di titoli del mercato mobiliare contenente la dicitura prestampata: *«dichiaro di essere stato esaustivamente informato sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni dell'operazione riportata nel presente ordine e di averne richiesto l'esecuzione nella più completa consapevolezza»*, pur integrando la prova documentale che un'attività d'informazione nei confronti dei potenziali investitori è stata effettuata, ritenuta esaustiva e sufficiente dagli stessi investitori, non vale però ad escludere la necessaria opera di verifica al fine di statuire se tale informazione fu effettivamente esaustiva in relazione al tipo specifico di operazione da eseguirsi, ai sensi dell'art. 29 del citato regolamento Consob, ovvero se l'espressione riportata deve invece ritenersi null'altro se non una mera formula di stile, a tutela dello stesso operatore finanziario che predispone il modulo⁸.

La nuova legge sul risparmio (cfr. art. 21, comma 1, lett. a), TUF, modificato dalla legge n. 262/2005) ha previsto che i soggetti abilitati classifichino il grado di rischiosità dei prodotti finanziari e determinino il profilo di rischio di ciascun cliente sulla base della sua esperienza, situazione finanziaria ecc., *«salve le diverse disposizioni espressamente impartite dall'investitore medesimo in forma scritta, ovvero mediante comunicazione telefonica o con l'uso di strumenti telematici, purché siano adottate procedure che assicurino l'accertamento della provenienza e la conservazione della documentazione»*.

Lungamente in dottrina e in giurisprudenza si è discusso se la violazione dei doveri di comportamento da parte dell'intermediario comportasse la nullità del contratto, oppure costituisca un inadempimento che espone l'intermediario alla domanda di risoluzione ex art. 1453 c.c. e di risarcimento del danno.

Sul punto, la dottrina prevalente ha manifestato l'opinione che la violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario non possa determina-

⁷ *Ex multis*, Cass. 9 febbraio 2016, n. 2535.

⁸ Trib. Bari, 15 febbraio 2007. In tal senso, Corte App. Venezia, 7 aprile 2017, n. 771.

re la nullità del contratto (fatte salve le previsioni *ex lege*), ma possa comportare la sola responsabilità dell'intermediario per inadempimento⁹.

Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno accolto tale orientamento, distinguendo le regole di validità rispetto alle regole di comportamento, sussumendo l'obbligo di informazione precontrattuale all'intero di queste ultime. Perciò, in assenza di espressa statuizione di legge, unicamente la violazione di norme inderogabili concernenti la validità del contratto si determina la nullità, mentre in presenza di *deficit* informativi il contratto concluso non è nullo¹⁰. In particolare, le Sezioni Unite hanno precisato che: «*il ricorso allo strumento di tutela della nullità radicale del contratto per violazione di norme di comportamento gravanti sull'intermediario nella fase pre-negoziale ed in quella esecutiva, in assenza di disposizioni specifiche, di principi generali o di regole sistematiche che lo prevedano, non è giustificato*».

La violazione, da parte dell'intermediario, degli obblighi di informazione su di lui gravanti nei confronti del cliente sono causa di responsabilità precontrattuale, se il *deficit* di informazione avvenga nella fase antecedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione destinato a regolare successivi rapporti tra le parti (c.d. “*contratto-quadro*”) ovvero di responsabilità per inadempimento e delle risoluzioni del contratto, ove il *deficit* di informazione riguardi le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del “*contratto-quadro*”¹¹.

L'inadempimento dell'intermediario legittima il cliente a pretendere il risarcimento del danno consistito nel capitale perduto e nel lucro cessante, rappresentato dal lucro finanziario che avrebbe verosimilmente percepito, se – conoscendo il reale stato delle cose – avesse potuto orientarsi verso investimenti diversi da quelli offertigli dall'intermediario.

2.9. Le ipotesi di danno configurabili

Occorre brevemente premettere che le soluzioni in tema di *quantum* restituibile o risarcibile sono variegate e strettamente dipendenti dal caso concreto.

Come sopra anticipato, la violazione delle regole di condotta sopra descritte nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento o dei servizi accessori, secondo gli orientamenti giurisprudenziali più recenti, non determi-

⁹ In tal senso, *ex multis*, F. MAZZINI, *L'ambito applicativo delle nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, Torino, 2008.

¹⁰ Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725.

¹¹ Cass., 13 dicembre 2007, n. 26172.

na la nullità dei relativi contratti di investimento per violazione di norme imperative *ex art.* 1418 c.c. ma è fonte di responsabilità civile dell'intermediario nei confronti dell'investitore, e determina per l'intermediario l'obbligo di risarcimento del danno subito dall'investitore¹².

Al proposito, è opportuno ricordare che le Sezioni Unite della Suprema Corte hanno concluso nel senso che dalla violazione delle regole di condotta può discendere la responsabilità dell'intermediario ma non anche – se non nei casi in cui è espressamente stabilita dalla legge – la nullità dei contratti e delle operazioni conclusi¹³.

Recentemente, la Suprema Corte ha affermato che i comportamenti omisivi e fallaci dell'intermediario finanziario non incidono sulla validità del contratto quadro di intermediazione, potendo soltanto inficiare la correttezza dei singoli ordini di investimento che, quali contratti esecutivi, sono risolvibili per inadempimento¹⁴.

In particolare, gli obblighi informativi della banca nei confronti di un investitore non sono circoscritti al solo contratto quadro ma coinvolgono anche i singoli obblighi di acquisto. La Suprema Corte ha, pertanto, precisato che la distinzione tra la fase precontrattuale – indirizzata alla stipulazione del contratto quadro – e quella contrattuale – successiva alla conclusione dello stesso – non si riflette sul perimetro applicativo degli obblighi informativi¹⁵. Al proposito, la Corte di Cassazione, con sentenza 11 aprile 2016, n. 7067, è intervenuta in merito al nesso causale nei servizi di investimento, stabilendo che gli elementi centrali per la ricostruzione della causalità tra danno e inadempimento degli obblighi informativi sono il profilo di rischio del cliente e la sua esperienza finanziaria. La Suprema Corte ha, in particolare, affermato che l'investitore che possiede un certo grado di conoscenza finanziaria – in forza di precedenti acquisiti ovvero per motivi di lavoro/professionali – non può lamentare l'inadempimento informativo della banca, laddove i prodotti contestati siano simili ad altri già detenuti in portafoglio o, comunque, conosciuti per esperienza diretta.

Qualora la violazione delle regole di condotta avvenga nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto di investimento, può dar luogo

¹² *Ex multis*, App. Milano 29 ottobre 2004, n. 2790; Trib. Milano 29 giugno 2005, n. 8671; Trib. Milano 25 luglio 2005, n. 7555; Trib. Monza 12 dicembre 2006, n. 3556; Trib. Torre Annunziata, 27 giugno 2007; Cass. sez. un., 23 ottobre 2007, depositata in data 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725.

¹³ Cass. sez. un., 23 ottobre 2007, depositata in data 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725.

¹⁴ Cass. 16 maggio 2016, n. 9981.

¹⁵ Cass. 9 agosto 2016, n. 16820.

go a responsabilità precontrattuale ai sensi dell'art. 1337 c.c., con conseguente obbligo risarcitorio. Qualora, invece, le violazioni delle regole di condotta si verificano durante l'esecuzione del contratto e riguardino operazioni di investimento o disinvestimento, esse danno luogo a responsabilità contrattuale per inadempimento (o inesatto adempimento) con la conseguente possibilità di risoluzione del contratto *ex art.* 1445 c.c., oltre agli obblighi risarcitori secondo i principi generali in tema di inadempimento contrattuale¹⁶.

Il danno risarcibile a favore del risparmiatore, nel caso di inadempimento o dolosa induzione a contrarre da parte dell'intermediario finanziario, è dato dalla somma del capitale perduto e dal mancato guadagno, rappresentato, nell'ipotesi di *deficit* informativo, dal rendimento che avrebbero avuto i titoli – o altre forme di investimento – verso cui il risparmiatore si sarebbe orientato, se avesse conosciuto la reale pericolosità dell'investimento propostogli¹⁷.

Infatti, in punto di risarcimento, la giurisprudenza di legittimità ha avuto modo di precisare che deve essere quantificato come la differenza tra il valore di acquisto e quello al momento della domanda o quello precedente in cui il cliente abbia avuto consapevolezza della caduta del titolo stesso ed è necessario, ai fini dell'operazione di quantificazione, tenere conto della differenza tra l'investimento in origine effettuato, l'utilità tratta e il valore attuale¹⁸.

In particolare, il danno patrimoniale è il danno differenziale, quantificabile in misura pari alla differenza fra il risultato in concreto ottenuto a seguito e per effetto dei rapporti intercorsi fra investitore e intermediario e ciò che sarebbe avvenuto nel caso in cui l'investimento non fosse stato fatto (o fosse stato fatto in misura inferiore).

Il danno patito dal risparmiatore costituisce un debito di valore, a nulla rilevando che l'evento dannoso coincida con la perdita della somma di denaro investita.

Il danno da ritardato adempimento dell'obbligazione risarcitoria, pertanto, andrà liquidato non sotto forma di interessi moratori *ex art.* 1224 c.c., ma – previa rivalutazione monetaria – con applicazione di un saggio di interessi scelto equitativamente dal giudice sul credito originario rivalutato anno per anno, oppure rivalutato sulla base di un indice medio¹⁹.

¹⁶ Cass. 19 novembre 2018, n. 29736; Cass. 8 febbraio 2016, n. 2414; Cass. 29 ottobre 2010, n. 22147; Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773.

¹⁷ Cass. 16 aprile 2009, n. 9027.

¹⁸ Cass. 24 gennaio 2014, n. 1511; Cass. 10 agosto 2016, n. 16939; Cass. 12 dicembre 2013, n. 27875; Cass. 29 dicembre 2011, n. 29864.

¹⁹ Cass. 25 febbraio 2009, n. 4587; Cass., sez. un., 17 febbraio 1995, n. 1712.

Da ultimo, il mancato rispetto delle regole di condotta può anche rilevare sul piano delle sanzioni amministrative ex art. 190 TUF, irrogate dalla Consob o dalla Banca d'Italia, secondo le rispettive competenze.

3. La gradazione dei criteri caratterizzanti la condotta dell'intermediario: un quadro di sintesi

3.1. In merito alla condotta del buon e diligente intermediario

In primis, pare opportuno sintetizzare di seguito la condotta del buon e diligente intermediario, tenuto conto della normativa bancaria vigente, così come sopra ampiamente illustrata.

Volendo fornire una rappresentazione della disciplina vigente nell'ordinamento italiano relativamente alla prestazione dei servizi di investimento tra intermediario e clienti investitori, occorre precisare che l'espressione "*regole di condotta o di comportamento*" si riferisce al sistema di norme, di fonte primaria e secondaria, che, a ragione della specificità dei contratti aventi ad oggetto i servizi e le attività di investimento, delineano una disciplina speciale in punto di obblighi pre-contrattuali e contrattuali in capo agli intermediari stessi.

L'attuale impianto sistematico delle regole in esame, profondamente modificato dalla normativa comunitaria, si snoda intorno a clausole generali e a criteri specifici di condotta, graduati in base alla tipologia del cliente e alla natura del servizio²⁰.

In particolare, assume rilievo la regolazione comunitaria sulla prestazione dei servizi finanziari e sui mercati (direttiva 2004/39/CE, poi implementata dalla direttiva 2006/73/CE, c.d. "*direttive MiFID di primo e di secondo livello*"), recepita nel nostro ordinamento con d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, che mira ad assicurare alle controparti negoziali una tutela in modalità che tengono conto del nuovo ruolo attribuito agli investitori – resi maggiormente consapevoli e partecipi delle dinamiche di mercato – realizzate essenzialmente previo superamento degli strutturali problemi di asimmetria informativa.

In via generale, la MiFID ha introdotto una differenziazione e una graduazione delle regole di condotta gravanti sugli intermediari, in relazione sia alla tipologia di servizio prestata, sia alla tipologia di clienti coinvolti. I principi

²⁰ P. GABRIELLI-R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011; M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004; A.P. PERRONE, *Informazioni al e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.

seguiti dal legislatore comunitario in tale ambito sono, infatti, quelli di gradualità e proporzionalità fra tipologia dei servizi prestati, classificazione dei clienti (ripartiti, a seguito del recepimento della MiFID, in tre categorie: al dettaglio, professionali e controparti qualificate) e regole di condotta applicabili. Ne deriva una protezione modulata sulle diverse categorie di investitori e differenziata in base ai servizi di investimento prestati²¹.

Particolare attenzione va dedicata ai principi che devono guidare il comportamento degli intermediari; rileva al riguardo l'art. 19, comma 1, della citata direttiva 2004/39/CE, concernente il modo «*onesto, equo e professionale*» cui gli intermediari devono improntare il loro agire «*per servire al meglio gli interessi dei loro clienti*».

Nel diritto italiano la materia dell'intermediazione finanziaria è attualmente regolata in due testi normativi: uno di fonte legislativa, l'altro di fonte regolamentare.

Per quanto attiene alla fonte normativa primaria, il d.lgs. n. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, TUF), modificato dal d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, contiene nel Capo II, Titolo II, le regole di condotta che i soggetti abilitati devono osservare nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori. A livello di fonte normativa secondaria riveste notevole importanza il regolamento Consob assunto con delibera 29 ottobre 2007, n. 16190, che sostituisce il precedente regolamento n. 11522/1988 in materia di intermediari (c.d. «*regolamento intermediari*»).

Tenendo conto di quanto sopra premesso circa la giustapposizione di norme di portata generale, di applicazione a tutti i servizi di investimento, e regole di condotta applicabili ai singoli servizi, si illustrano di seguito le regole di condotta per l'intermediario finanziario.

3.2. I criteri generali di diligenza, correttezza, e trasparenza

Occorre brevemente ricordare che la vendita alla clientela degli strumenti finanziari da parte degli intermediari si inserisce nel più ampio contesto della prestazione di servizi di investimento nei confronti del pubblico, disciplinata in via generale dal TUF (artt. 21 ss.) e completata delle disposizioni di dettaglio della Consob di cui al regolamento 16190/2007 (artt. 27 ss.).

Il principio generale posto dal legislatore a salvaguardia del cliente non qualificato è sancito dall'art. 6, comma 2, TUF, ai sensi del quale il livello di

²¹ P. SFAMENI-A. GIANELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013.

protezione accordata è direttamente correlato al grado di professionalità del contraente²².

L'art. 21, comma 1, lett. a), TUF, stabilisce i criteri di portata generale che definiscono gli *standard* di comportamento diligente, corretto e trasparente che gli intermediari devono osservare in sede di trattativa pre-contrattuale, conclusione del contratto ed esecuzione, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

In particolare, il comportamento diligente e corretto è da valutarsi in base al parametro della professionalità, commisurata, ai sensi dell'art. 1176, comma 2, c.c., alla natura dell'attività svolta.

Ruolo preminente assumono, tra le clausole generali, gli obblighi informativi, dei quali il comportamento trasparente costituisce integrazione ed ampliamento.

Al proposito, l'art. 21, comma 1, lett. b), TUF, codifica il flusso di informazioni dall'investitore all'intermediario e viceversa, disponendo che l'intermediario deve acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che siano adeguatamente informati.

Le disposizioni di dettaglio in materia di informazioni – in recepimento della direttiva 2006/73/CE – sono fissate dal regolamento Consob n. 16190/2007; finalità della disciplina è, ai sensi dell'art. 27, comma 2, del citato regolamento, assicurare ai clienti o potenziali clienti informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi, e di conseguenza possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole.

In particolare, l'acquisizione delle informazioni dal cliente è, nel nuovo sistema, funzionale alla classificazione della clientela e all'applicazione dei criteri di adeguatezza e appropriatezza per i diversi tipi di servizi. La qualità e la quantità di informazioni sono, infatti, variabili in base alla tipologia di cliente e di servizio prestato.

3.3. La graduazione delle regole di condotta in base alla tipologia di servizi: la valutazione di adeguatezza e gli specifici obblighi di informativa

Fatti gli opportuni richiami in ordine ai criteri generali di diligenza, correttezza e trasparenza di cui all'art. 21 TUF, si analizzano le regole di dettaglio di

²² G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998.

cui al Titolo II del regolamento Consob n. 16190/2007, rivolte alla specificazione dell'attività e dei servizi offerti alla clientela al dettaglio.

In tale contesto, peculiare rilievo assume la disciplina relativa alla valutazione dell'adeguatezza dell'operazione di cui all'art. 39 del citato regolamento, secondo la quale, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli, gli intermediari devono ottenere dal cliente (o potenziale cliente) tutte le informazioni necessarie in merito alla esperienza ed alle conoscenze del cliente stesso, alla sua situazione finanziaria ed ai suoi obiettivi di investimento. Si richiede pertanto una stringente corrispondenza fra la natura e le caratteristiche dell'operazione cui dare corso e quelle del singolo cliente, con riferimento specifico alla sua propensione e capacità di sopportare i rischi connessi.

Il rifiuto del cliente di fornire le informazioni richieste obbliga l'intermediario all'astensione dal prestare i suddetti servizi.

Si pone, tuttavia, la questione dell'ambito di operatività della regola dell'adeguatezza e ci si chiede, in particolare, se l'indagine dell'intermediario debba spingersi oltre un esame dei meri profili di legittimità formale delle dichiarazioni rese dal cliente, investendo anche il merito delle informazioni fornite.

Al proposito, pare opportuno segnalare che l'art. 39, comma 5, del suddetto regolamento, precisa che gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti «*a meno che non siano manifestatamente superate, inesatte o incomplete*».

In dottrina, si è ritenuto che l'intermediario sia tenuto «*ad una gestione dinamica del profilo dell'investitore*», dovendo integrare le informazioni rilasciate dal cliente con quelle di cui è in possesso, o richiedere al cliente di confermare, modificare o completare le informazioni già comunicate. Grava comunque sul cliente stesso l'onere di informare il prestatore del servizio di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare il giudizio di adeguatezza²³.

In merito alla valutazione di adeguatezza, pare inoltre opportuno segnalare che l'*European Securities and Markets Authority* (di seguito, ESMA) ha emanato, nel giugno 2012, alcuni orientamenti, al fine di chiarire l'applicazione di determinati aspetti legati ai requisiti di adeguatezza previsti dalla MiFID; la Consob, con comunicazione del 25 ottobre 2012, n. 12084516, ha formalmente recepito gli orientamenti dell'ESMA.

²³ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015; E. GABRIELLI-R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

Tali orientamenti, fra l'altro, richiedono che gli intermediari si dotino di idonee procedure interne che consentano loro di comprendere e valutare le informazioni ricevute dal cliente, nonché gli strumenti finanziari oggetto dei servizi da essi presentati. È richiesto inoltre che il personale coinvolto nella prestazione dei servizi di consulenza o di gestione di portafogli possieda effettivamente un adeguato livello di conoscenze e competenze.

Prima di analizzare la disciplina relativa agli altri servizi di investimento, pare opportuno precisare che la consulenza in materia di investimenti, in quanto servizio di investimento, deve essere richiesta, contrattualizzata ed appositamente retribuita; si differenzia pertanto dalla consulenza generica, che è forma operativa accessoria che consiste nel fornire raccomandazioni di carattere generale destinate ad essere diffuse al pubblico mediante canali di distribuzione. Al riguardo, occorre ricordare l'orientamento ormai consolidato secondo cui l'attività di presentazione dei prodotti finanziari e di assistenza al cliente nella scelta dei medesimi sia ormai insista in ogni servizio di investimento, e che questa attività corrisponde alla consulenza generica, servizio accessorio esercitabile da tutti gli intermediari²⁴.

In particolare, le caratteristiche peculiari della consulenza in materia di investimenti sono la personalizzazione del servizio e la sua determinatezza.

Per quanto concerne il primo elemento, la consulenza si caratterizza per essere indirizzata nei confronti di uno specifico cliente in base alla sua idoneità, alle sue caratteristiche e specificità, differenziandosi da altre attività o servizi che, pur avendo a oggetto consigli in materia di investimento, sono rivolti a una pluralità di soggetti indeterminati e, pertanto, assumono un carattere di generalità. Quanto all'elemento della determinatezza, la consulenza si caratterizza per la sua inerenza a una specifica operazione relativa a un determinato strumento finanziario, rimanendo pertanto estranei all'area in questione i generici servizi, per quanto personalizzati, di raccomandazione o consulenza relativi a macro-categorie di attività finanziarie²⁵.

A tale riguardo, il regolamento Consob adottato con delibera n. 17130 del 12 gennaio 2010 e attuativo degli artt. 18-*bis* e 18-*ter* TUF specifica alcune regole di comportamento che devono essere osservate dai consulenti nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimento (art. 12 ss. del citato regolamento), compreso il flusso informativo che deve intercorrere fra il

²⁴ F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010; F. BOCHICCHIO, *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 1994.

²⁵ P. SFAMENI-A. GIANELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013.

consulente e i clienti e i potenziali clienti (art. 15 ss.), stabilisce alcune regole di organizzazione e procedure interne dei consulenti finanziari (art. 24 ss.) e definisce il contenuto minimo del contratto di consulenza fornito ai clienti al dettaglio (art. 16).

Infine, con riguardo agli altri servizi di investimento, la valutazione degli intermediari deve essere circoscritta alla sola regola dell'appropriatezza dell'operazione ex artt. 41 e 42 del regolamento Consob n. 16190/2007 che si misura sul livello di conoscenza ed esperienza del cliente nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o richiesto.

Dalla comparazione sopra eseguita emerge come nel sottoporre i servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione ad una regola di appropriatezza, il legislatore comunitario ha inteso operare una graduazione di tutela, giustificata dal differente livello di rischio connesso al servizio prestato.

3.4. Verifica dell'appropriatezza/adequatezza dell'investimento da parametrare al servizio offerto

Alla luce di quanto sopra, è opportuno precisare che, al fine di individuare gli obblighi posti in capo alla Banca, occorre preliminarmente qualificare i rapporti intercorsi tra investitore e intermediario. Qualora dall'analisi dei contratti-quadro emerga la prestazione da parte della Banca di servizi di custodia, negoziazione, esecuzione di ordini per conto dei clienti, collocamento, ricezione e trasmissione di ordini, eseguiti – a iniziativa del Cliente – nell'ambito dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, tali servizi risultano disciplinati dagli artt. 41 e ss. del regolamento Consob n. 16190/2007, con particolare riferimento all'accertamento dell'appropriatezza.

In particolare, per i servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione, l'intermediario deve verificare l'esperienza e la conoscenza del cliente ai fini della comprensione dei rischi connessi allo strumento o al servizio prestato.

Alla luce di quanto sopra, ai sensi dell'art. 42 del regolamento Consob n. 16190/2007, in caso di operazioni eseguite su iniziativa del cliente, la banca è tenuta a verificare la mera appropriatezza del prodotto finanziario rispetto al profilo di conoscenza ed esperienza dell'investitore, escludendo valutazioni in ordine alla capacità finanziaria e agli obiettivi di investimento del cliente.

Qualora l'attività rientri nell'alveo della consulenza *strictu sensu* ovvero

della gestione di portafogli, la banca è tenuta *ex lege* alla più ampia verifica di adeguatezza delle operazioni. In particolare, ai sensi dell'art. 39 del regolamento Consob n. 16190/2007, l'intermediario è tenuto ad acquisire dal cliente le seguenti informazioni:

- conoscenza ed esperienza in materia di investimenti, avuto riguardo – a titolo di esempio – alle informazioni personali, alla dimestichezza con gli specifici prodotti (per dimensione e tipo) ed all'esperienza maturata nei servizi di investimento;
- situazione finanziaria dell'investitore, avuto riguardo – a titolo di esempio – alla consistenza e alla composizione del patrimonio;
- obiettivi di investimento, avuto riguardo – a titolo di esempio – all'orizzonte temporale e alle attese in ordine alla crescita media del capitale investito.

In definitiva, l'intermediario finanziario:

- al fine di valutare l'appropriatezza dell'investimento, verifica il grado di conoscenza ed esperienza del cliente;
- al fine di valutare l'adeguatezza dell'investimento, deve porre in essere la verifica in ordine alla dimensione e tipo, nonché alla coerenza con i profili soggettivi del cliente e con il patrimonio dello stesso, giacché devono:
 - corrispondere agli obiettivi di investimento;
 - essere di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare i rischi connessi, compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
 - essere di natura tale per cui il cliente possiede la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione e alla gestione del suo portafoglio.

Al proposito, si deve ritenere che la verifica di adeguatezza assorbe quella dell'appropriatezza. In tal senso, si è espressa la Suprema Corte, con recentissima sentenza 24 aprile 2018, n. 10113, precisando che la nozione di inadeguatezza (*rectius*, adeguatezza) dell'investimento costituisce un'informazione di “rango superiore” ed assorbente rispetto al semplice obbligo informativo relativo al prodotto finanziario.

Giova, inoltre, ricordare che la Suprema Corte, con recentissima sentenza 18 gennaio 2019, n. 1460, ha chiarito che la valutazione dell'adeguatezza delle operazioni ha un carattere relativo, implicando un confronto fra le caratteristiche intrinseche dell'investimento proposto (*i.e.* tipologia, oggetto, frequenza o dimensione) ed il profilo di rischio dell'investitore e può quindi condurre a ri-

tenere adeguato anche un investimento rischioso, ove dalle informazioni acquisite in ordine all'esperienza dell'investitore, alla sua situazione finanziaria, ai suoi obiettivi d'investimento ed alla sua propensione al rischio emerga che la forma di impiego prescelta, oltre ad apparire compatibile con i mezzi economici di cui egli dispone, corrisponda effettivamente ai suoi intendimenti, nell'ambito di una scelta consapevole²⁶.

Sotto un profilo di carattere generale, è noto che i questionari di profilatura contengono elementi prettamente di natura autodichiarativa del cliente; tuttavia, tali indicazioni rappresentano la profilatura da prendere a riferimento e a cui l'Intermediario avrebbe dovuto parametrare la propria azione e, segnatamente, le proprie valutazioni di appropriatezza/adequatezza.

Da ultimo, pare opportuno precisare che l'intermediario che non ottiene dal cliente le informazioni necessarie a valutare l'adequatezza dell'operazione ex art. 39 del regolamento Consob n. 16190/2007 deve astenersi dal prestare i suddetti servizi. In particolare, se una data operazione è inadeguata, essa non può essere eseguita, neppure con l'autorizzazione dell'investitore; in caso di mancata disponibilità – totale o parziale – delle informazioni richieste, il servizio non può essere prestato dal momento che l'intermediario deve rifiutarsi di eseguire ordini inadeguati al profilo di rischio del cliente²⁷.

3.5. *In merito ai criteri per la revisione periodica del profilo di rischio dell'investitore*

Nell'ambito di operatività della regola dell'adequatezza, l'art. 39, comma 5, del regolamento Consob n. 16190/2007, precisa che gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti «*a meno che non siano manifestatamente superate, inesatte o incomplete*». In tale ipotesi, l'intermediario è tenuto a integrare le informazioni rilasciate dal cliente con quelle di cui è in possesso, o a richiedere al cliente di confermare, modificare o completare le informazioni già comunicate. Al proposito, è opportuno porre in luce come la disposizione regolamentare faccia anche riferimento alla circostanza per la quale le informazioni di cui è in possesso l'intermediario risultino superate, in quanto obsolete: sotto questo profilo, l'obbligo di aggiornare il profilo del cliente discende dal fatto che alcune delle informazioni contemplate dall'art. 39 sono – inevitabilmente – soggette ad una naturale obsolescenza, tale da imporre – necessariamente – all'intermediario di procedere ad una pe-

²⁶ In tal senso, Cass. n. 23471/2016.

²⁷ E. GABRIELLI-R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

riodica revisione delle informazioni stesse. A titolo di esempio, l'esperienza nel settore di investimento si modifica nel corso, o per effetto, dello svolgimento del rapporto²⁸.

Attualmente, l'onere per l'intermediario di aggiornare il profilo del cliente è espressamente sancito anche dall'ESMA negli "Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID" del 25 giugno 2012, a cui gli intermediari sono tenuti a conformarsi ai fini della corretta ottemperanza agli obblighi stabiliti in via generale dalla normativa loro applicabile. Tali orientamenti sono stati recepiti dalla Consob con comunicazione del 25 ottobre 2012, n. 12084516 ed in vigore dal 22 dicembre 2012.

In particolare, gli intermediari devono, in un rapporto continuativo con il cliente, conservare informazioni aggiornate e adeguate sullo stesso. L'aggiornamento delle informazioni può avvenire con frequenza diversa a seconda della natura e del profilo di rischio del cliente. Come ricorda l'ESMA, un profilo di rischio più alto o una maggiore anzianità del cliente richiedono un aggiornamento più frequente. Inoltre, anche l'accadimento di alcuni eventi, come, ad esempio, il raggiungimento dell'età pensionabile, potrebbero determinare la modifica del profilo di rischio del cliente, rendendo quindi necessario procedere con un aggiornamento delle informazioni raccolte.

Conformemente, l'Associazione Bancaria Italiana (di seguito, ABI), nelle Linee Guida per l'applicazione degli Orientamenti ESMA del 6 luglio 2012 concernenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID, ha illustrato la frequenza con la quale aggiornare le informazioni, nonché le modalità da adottare a tale scopo nei seguenti termini.

Rispetto alla frequenza di aggiornamento, gli intermediari devono definire l'intervallo di tempo con il quale procedere periodicamente (c.d. "*frequenza standard*") ad aggiornare le informazioni. Essi possono eventualmente differenziare la periodicità dell'aggiornamento in funzione dei seguenti elementi:

- classificazione della clientela;
- profilo di rischio assegnato al cliente;
- specifiche informazioni, preventivamente individuate, raccolte dal cliente.

Per quanto riguarda le modalità con le quali procedere all'aggiornamento, gli intermediari possono prevedere:

- la definizione di un periodo massimo di validità del profilo attribuito al cliente decorrente a partire da una data prestabilita, in caso di prima profilatura, ovvero da quella di ogni successivo aggiornamento;

²⁸ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015.

- nell'ambito del periodo di validità gli intermediari potrebbero prevedere forme di contatto con il cliente finalizzate all'aggiornamento del suo profilo quali, ad esempio, la comunicazione periodica delle informazioni raccolte affinché il cliente stesso possa verificarne la perdurante validità o la necessità di procedere all'aggiornamento, comunicando all'intermediario le informazioni oggetto di variazione. In caso di inerzia del cliente, l'intermediario dovrà segnalare al cliente al primo contatto utile la necessità di verificare la perdurante validità delle informazioni fornite o eventualmente di procedere all'aggiornamento.

Oltre all'aggiornamento periodico, gli intermediari dovrebbero altresì valutare l'opportunità di identificare nella regolamentazione interna alcuni eventi di rilievo al verificarsi dei quali procedere comunque all'aggiornamento (c.d. "aggiornamento ad evento"), quali a titolo di esempio: il raggiungimento di un'età anagrafica del cliente predefinita dall'intermediario, la sostituzione del legale rappresentante o delegato di una persona giuridica, il raggiungimento dell'età pensionabile o il verificarsi di variazioni dello stato di famiglia.

L'ABI precisa che le suddette attività di aggiornamento dovrebbero prevedere specifiche misure atte a prevenire modifiche del profilo opportunistiche, volte esclusivamente a rendere adeguata un'operazione altrimenti non coerente con il profilo del cliente.

Tenuto conto di quanto sopra, come anticipato al punto 5 della presente Relazione, in dottrina, si è ritenuto che l'intermediario sia tenuto «ad una gestione dinamica del profilo dell'investitore», dovendo integrare le informazioni rilasciate dal cliente con quelle di cui è in possesso, o richiedere al cliente di confermare, modificare o completare le informazioni già comunicate. Tuttavia, grava sul cliente stesso l'onere di informare il prestatore del servizio di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare il giudizio di adeguatezza²⁹.

In giurisprudenza è stato affermato un analogo onere in capo all'investitore, seppur con riferimento alla classificazione su richiesta dei clienti professionali privati.

In particolare, la Corte di Cassazione, con ordinanza 4 aprile 2018, n. 8343, ha precisato che l'esistenza della dichiarazione formale di cui all'art. 31, comma 2, del regolamento Consob n. 11522/1998 (applicabile *rationae temporis*) è sufficiente ad integrare una prova presuntiva semplice della qualità di investitore qualificato in capo alla persona giuridica, gravando su quest'ultima l'o-

²⁹ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015; E. GABRIELLI-R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

nera di allegare e provare specifiche circostanze dalle quali emerga che l'intermediario conosceva, o avrebbe dovuto conoscere con l'ordinaria diligenza, l'assenza di dette competenze ed esperienze pregresse.

La giurisprudenza di merito ha avuto modo di precisare che incombe sull'investitore allegare le eventuali "novità" intervenute nel quadro descritto della profilatura MiFID rispetto alla situazione iniziale della stessa³⁰. Tuttavia, poiché la ricostruzione del profilo dell'investitore costituisce un dato naturalmente variabile che deve essere fatto oggetto di verifica prima dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento, le informazioni ad esso relative non possono essere troppo risalenti nel tempo, per cui si deve ritenere che rientri negli obblighi di diligenza dell'intermediario, *ex artt.* 21 lett. a), TUF, 1175 e 1375 c.c., provvedere a rinnovare la richiesta di informazioni qualora i dati in questione non siano aggiornati³¹.

³⁰ Trib. Roma, sentenza 3 marzo 2017, n. 4393.

³¹ Corte di Appello di Torino, sentenza 18 marzo 2010, n. 399.